
Réglementation européenne, ratings ESG, labels ESG. A l'heure de réconcilier la finance et la planète, comment ces outils contribuent-ils à la réorientation des flux de capitaux vers l'investissement durable ?

Auteur : Waltzing, François

Promoteur(s) : David, Romain

Faculté : HEC-Ecole de gestion de l'Université de Liège

Diplôme : Master en sciences de gestion, à finalité spécialisée en management des entreprises sociales et durables

Année académique : 2022-2023

URI/URL : <http://hdl.handle.net/2268.2/18776>

Avertissement à l'attention des usagers :

Tous les documents placés en accès ouvert sur le site le site MatheO sont protégés par le droit d'auteur. Conformément aux principes énoncés par la "Budapest Open Access Initiative"(BOAI, 2002), l'utilisateur du site peut lire, télécharger, copier, transmettre, imprimer, chercher ou faire un lien vers le texte intégral de ces documents, les disséquer pour les indexer, s'en servir de données pour un logiciel, ou s'en servir à toute autre fin légale (ou prévue par la réglementation relative au droit d'auteur). Toute utilisation du document à des fins commerciales est strictement interdite.

Par ailleurs, l'utilisateur s'engage à respecter les droits moraux de l'auteur, principalement le droit à l'intégrité de l'oeuvre et le droit de paternité et ce dans toute utilisation que l'utilisateur entreprend. Ainsi, à titre d'exemple, lorsqu'il reproduira un document par extrait ou dans son intégralité, l'utilisateur citera de manière complète les sources telles que mentionnées ci-dessus. Toute utilisation non explicitement autorisée ci-avant (telle que par exemple, la modification du document ou son résumé) nécessite l'autorisation préalable et expresse des auteurs ou de leurs ayants droit.



**RÈGLEMENTATION EUROPÉENNE, RATINGS ESG, LABELS ESG.
A L'HEURE DE RÉCONCILIER LA FINANCE ET LA PLANÈTE,
COMMENT CES OUTILS CONTRIBUENT-ILS À LA RÉORIENTATION
DES FLUX DE CAPITAUX VERS L'INVESTISSEMENT DURABLE ?**

Jury :
Promoteur :
Romain DAVID
Lecteur :
Simon MEERT

Mémoire présenté par :
François WALTZING
En vue de l'obtention du diplôme
de Master en sciences de gestion,
à finalité Management des
entreprises sociales et durables

Année Académique 2022-2023

Avant-propos

Je tiens à exprimer ma reconnaissance aux personnes qui ont joué un rôle essentiel dans la réalisation de ce mémoire qui clôture mes études de Sciences économiques et de Gestion à HEC Liège.

Je tiens à remercier sincèrement mon promoteur, M. Romain David, pour sa précieuse orientation et son encadrement attentif tout au long de ce processus. Ses conseils éclairés ont grandement contribué à l'évolution de ce mémoire.

Un remerciement spécial va aux personnes interviewées, dont les perspectives ont enrichi ce mémoire d'une manière significative. Leur temps et leur expertise ont été des éléments-clés de cette recherche.

Ma famille mérite également ma gratitude pour son soutien continu et ses encouragements. Sa présence a été une source de motivation constante tout au long de mes études.

Enfin, mes remerciements s'étendent à tous ceux qui ont joué un rôle, direct ou indirect, dans la réalisation de ce travail. Leurs contributions ont permis de façonner les idées présentées ici.

Je ne voudrais pas terminer ces remerciements sans en dédier une partie importante à tous les professeurs que j'ai eu l'occasion de rencontrer durant mes années d'études à HEC Liège. La transmission de leur expertise et leur passion ont été bien au-delà de leur mission. Qu'ils en soient remerciés.

Table des matières

Introduction	1
Revue littéraire	2
IBG - « Information-based governance »	2
NSMD Governance system - « Non-state market-driven governance system »	2
IBEG – « Information-based environmental governance »	3
Les outils de l'IBEG	4
La réglementation	4
European Green Deal (COM (2019) 640 final)	4
Taxonomie (Regulation (EU) 2020/852)	6
SFDR (REGULATION (EU) 2019/2088) & SFDR Level 2 (Regulation (EU) 2022/1288)	6
MiFID I (Directive 2004/39/CE) & MiFID II (Directive 2014/65/UE & règlement délégué (UE) 2017/565).....	8
« Fit for 55 » (COM (2021) 550 final)	9
Les ratings ESG	10
Les labels ESG.....	11
Discussion de la problématique.....	13
La réglementation	13
European Green Deal (COM (2019) 640 final)	13
Taxonomie (Regulation (EU) 2020/852)	14
SFDR (REGULATION (EU) 2019/2088) & SFDR Level 2 (Regulation (EU) 2022/1288)	15
MiFID I (Directive 2004/39/CE) & MiFID II (Directive 2014/65/UE & règlement délégué (UE) 2017/565).....	15
« Fit for 55 »	16
Les ratings ESG	16
Les labels ESG.....	17
En résumé	17
Méthodologie de la collecte de données.....	19
Résultats empiriques	21
La réglementation	21
European Green Deal (COM (2019) 640 final)	22
Taxonomie (Regulation (EU) 2020/852)	23
SFDR (REGULATION (EU) 2019/2088) & SFDR Level 2 (Regulation (EU) 2022/1288)	23
MiFID I (Directive 2004/39/CE) & MiFID II (Directive 2014/65/UE & règlement délégué (UE) 2017/565).....	25
« Fit for 55 »	25

Les ratings ESG	26
Les labels ESG.....	28
Discussion.....	29
Interprétation des résultats	29
Conclusion.....	33
Limites et suggestions pour les recherches futures.....	34
Annexes.....	37
Annexe 1 : Transcription des interviews.....	37
Interview 1 - Head of impact management and measurement	37
Interview 2 – Partner & Interview 3 - Partner, Sustainability Lead	48
Interview 4 - Head of Sustainability Operations & Interview 5 - Sustainability Operations Officer	59
Interview 6- Head of Investment Funds & member of the group Executive Committee.....	64
Interview 7 - Senior Wealth Manager.....	69
Interview 8 - Head of Institutional Investors Client Lines.....	75
Interview 9 - Expert SRI.....	85
Interview 10 - Business controller & Sustainability Manager.....	100
Interview 11 - Manager & Business Banker	107
Interview 12 - Head of Communications and Engagement & member of the group Executive Committee	107
Annexe 2 : Profil MiFID II	111
Annexe 3 : Green bonds have outperformed since inception in January 2014.....	113
Bibliographie	114

Liste des abréviations

AIF	-	Alternative investment fund
AMF	-	Autorité des Marchés Financiers
AUM	-	Assets Under Management
CBAM	-	Carbon Border Adjustment Mechanism
CE	-	Commission européenne
CE	-	Commission Européenne
COM	-	Communication
CSRD	-	Corporate Sustainability Reporting Directive
ESG	-	Environnemental, social et gouvernance
CSSF	-	Commission de Surveillance du Secteur Financier
ESR	-	Effort Sharing Regulation
ETD	-	Energy Taxation Directive
ETS	-	EU Emissions Trading System
EU	-	European Union
GP	-	General Partner
IBEG	-	Information-based environmental governance
IBG	-	Information-based governance
ISO	-	International Organization for Standardization
ISR	-	Investissement socialement responsable
LP	-	Limited Partner
LULUCF	-	Land Use, Land-Use Change, and Forestry
M.	-	Monsieur
MiFID	-	Markets in Financial Instruments Directive
NFRD	-	Non Financial Reporting Directive
NSMD	-	Non-state market driven
PAI	-	Principle Adverse Impact
RED	-	Energy Efficiency Directive
RTS	-	Regulatory Technical Standards
SFDR	-	Sustainable Finance Disclosure Regulation
SRD	-	Shareholder Rights Directive II
UCITS	-	Undertaking for collective investment in transferable securities
UE	-	Union européenne

Introduction

À une époque où les enjeux environnementaux et sociaux sont plus cruciaux que jamais, la finance durable émerge comme un catalyseur de changement, transformant la manière dont les investisseurs dirigent leurs capitaux. Les réglementations européennes, les évaluations ESG (environnementales, sociales et de gouvernance) et les labels ESG se dressent en tant que piliers essentiels de cette transition. Leur rôle ne se limite pas à l'incitation des investisseurs à privilégier les entreprises et les projets respectueux de l'environnement, mais englobe également une perspective plus vaste : celle de relever le défi majeur auquel l'Humanité du 21^e siècle est confrontée.

Ce défi ne consiste en rien de moins qu'à préserver notre planète en luttant contre le réchauffement climatique, en conservant la richesse de la nature, en évitant la surconsommation des ressources et en redirigeant la finance vers des investissements durables. En naviguant à travers ce paysage en constante évolution, il est essentiel de comprendre l'importance de ces outils, leurs limites actuelles, tout en reconnaissant leur potentiel pour façonner un avenir plus équilibré et plus respectueux de l'environnement.

C'est pour faciliter cette compréhension que ce travail a été élaboré. Celui-ci ambitionne de répondre à l'importante question : **Réglementation européenne, Ratings ESG, Labels ESG. A l'heure de réconcilier la Finance et la planète, comment ces outils contribuent-ils à la réorientation des flux de capitaux vers l'investissement durable ?**

Si cette question paraît essentielle, c'est qu'elle se base sur un constat plus large, celui des objectifs de développement durable que les Nations unies identifient comme fondamentaux à l'horizon 2030. Ils sont au nombre de 17 et donnent la marche à suivre pour parvenir à un avenir meilleur et plus durable pour tous les citoyens de la Planète Terre. Ils répondent aux défis mondiaux auxquels l'Humanité et ses 8 milliards d'êtres humains sont confrontés.

Ce travail est l'aboutissement d'un master en Management des entreprises sociales et durables à HEC Liège et est le lien entre un cursus académique, une revue documentaire et littéraire fouillée et une confrontation avec la vision de professionnels du secteur. Il permet de faire le lien entre les recommandations des Nations unies, les réglementations européennes, le constat que notre société évolue suffisamment rapidement pour que tous les outils qui peuvent apporter leur contribution pour réconcilier la Planète Terre – seule planète identifiée à ce jour pour abriter une vie humaine – puissent être mis en œuvre. Parmi ceux-ci, la pertinence des réglementations européennes –transposées en lois locales – les ratings (ou notations) et les labels liés à la durabilité de la finance seront analysés.

Ces dispositifs sont tout aussi ambitieux qu'ils sont jeunes. Dès lors, il semble opportun d'identifier quels sont leurs apports, leurs limites et les perspectives qu'ils offrent aux investisseurs et au monde de la finance pour faire de cette dernière un levier majeur de la transition qui s'impose aujourd'hui, qu'on le veuille ou non.

En espérant que le plaisir retiré de la consultation de cet ouvrage sera à l'image de celui ressenti lors de sa rédaction.

Revue littéraire

IBG - « Information-based governance »

Afin de bien comprendre le concept de « information-based governance », il est important de définir ce qu'est la « gouvernance » et plus précisément la « corporate governance » dans ce cas. Elkington (2006) définit ces termes comme étant le système de règles, de pratiques et de processus qui permet de diriger et de contrôler une entreprise. Elle implique de concilier les intérêts des nombreux acteurs d'une entreprise, tels que les actionnaires, la direction, les clients, les fournisseurs, les financiers, le gouvernement et la communauté. La gouvernance d'entreprise fournit un cadre pour atteindre les objectifs d'une entreprise, englobant pratiquement tous les domaines de la gestion, des plans d'action et des contrôles internes à la mesure des performances et à la divulgation d'informations de l'entreprise.

L'information-based governance (IBG) se traduit en français par la gouvernance basée sur l'information. Ce type de gouvernance fait référence à un modèle de gouvernance dans lequel la prise de décision et les processus de gouvernance sont fortement influencés par l'utilisation et l'analyse des informations. Dans ce contexte, les décisions sont prises en se basant sur des données et des informations précises et pertinentes plutôt que sur des conjectures ou des intuitions. Bullock (2022) décrit l'IBG comme le processus par lequel l'information est utilisée pour orienter la société et l'économie vers des objectifs négociés collectivement. Dans cette définition, l'auteur souligne deux points importants pour une bonne compréhension de cette forme de gouvernance.

Le premier est la définition précise du terme « information » (Bullock, 2022). Ce terme est utilisé de bien des manières et peut avoir plusieurs définitions. Dans le cadre de la gouvernance, les définitions « transmission de connaissances en général » et « connaissances communiquées concernant un fait, un sujet ou un événement particulier » provenant du Oxford English Dictionary (2010) seront les deux plus pertinentes et seront celles utilisées. Ces définitions mettent en avant le terme de connaissance, Dick Stenmark (2001) utilise ce terme pour affirmer que l'information est la traduction de façon explicite de la connaissance, que ce soit sous la forme de mots ou de symboles qui peuvent influencer la connaissance et les actions d'autrui.

Le deuxième point, comme décrit par Bullock (2022) ci-dessus, est le « scope » - que l'on peut traduire en français par l'étendue - de l'orientation de la société et de l'économie. Pour ce faire, Bullock (2011) différencie l'information-based management, l'information-based politics et l'information-based governance. Cette dernière impliquant le déploiement de l'information pour encourager la création de biens publics et communs. Deux dimensions sont utilisées pour préciser davantage le scope de l'IBG, la définition de la gouvernance par la nature des biens qu'elle crée ainsi que le fait que les objectifs du processus de gouvernance ont été négociés collectivement (Bullock, 2022).

NSMD Governance system - « Non-state market-driven governance system »

D'après Cashore, Auld & Newsom (2004), un « Non-state market-driven governance system » ou système de gouvernance axé sur le marché et non étatique est une forme distincte de gouvernance qui implique que des entreprises privées et des organisations deviennent la cible directe de groupes de la société civile, tels que des groupes environnementaux, sociaux et autres, qui militent en faveur du changement. Cashore (2002) le caractérise par quatre traits distincts :

- Rôle de l'État : L'État n'utilise pas son autorité souveraine pour exiger directement le respect des règles

- Rôle du marché : Les produits réglementés sont demandés par les acheteurs en aval de la chaîne d'approvisionnement
- Rôle des parties prenantes et de la société civile dans son ensemble : L'autorité est accordée par le biais d'un processus d'évaluation interne
- Application des règles : La conformité doit être vérifiée

On peut donc noter que le « Non-state market-driven governance system » est intimement lié à l'IBG. En effet, Cashore et al., (2004) qui prend l'exemple de la divulgation du carbone, soulève que celle-ci constitue un « système de gouvernance non étatique axé sur le marché » car elle contourne les mécanismes réglementaires formels de l'État et représente un changement stratégique des ONG vers le ciblage direct des pratiques des entreprises. Parallèlement, la divulgation d'informations normalisées, qui fait référence à la pratique selon laquelle les entreprises rendent compte de manière cohérente et comparable des informations liées à leurs émissions de gaz à effet de serre et à leurs stratégies de lutte contre le changement climatique, est un élément-clé de ces systèmes de gouvernance. Cette dernière offrant, d'après Florini (2003) et Fiorino (2006), un canal de responsabilité envers les parties prenantes, leur permettant d'exiger certains niveaux de performance et offrant des avantages en termes de réputation pour les acteurs performants, tout en exerçant une pression sur les non-divulgateurs et les acteurs médiocres. Par conséquent, l'institutionnalisation de la divulgation d'informations normalisées est un lien entre la gouvernance basée sur l'information et les systèmes de gouvernance non étatiques axés sur le marché.

IBEG – « Information-based environmental governance »

D'après Elkington (2006), la gouvernance d'entreprise porte fondamentalement sur des questions telles que la finalité des entreprises, les intérêts pour lesquels les sociétés doivent être gérées et comment les gérer. Des questions plus larges telles que la « business éthique » à travers l'ensemble des chaînes de valeur, les droits de l'homme, la corruption et la lutte contre la corruption, et le changement climatique font partie des grands enjeux de notre époque qui traversent de plus en plus les sphères élitistes des conseils d'administration des entreprises. Par conséquent, une part croissante du travail consiste à fusionner la gouvernance d'entreprise avec ces préoccupations sociétales plus larges. Cette réflexion pousse à mettre la gouvernance en lien avec la question de l'environnement, menant logiquement au concept « d'Information-based environmental governance ».

Selon Bullock (2011), « l'information-based environmental governance » se réfère à la gouvernance basée sur l'information qui fait référence à l'utilisation de l'information pour catalyser l'action collective afin d'atteindre des objectifs environnementaux. Il ajoute que cette approche implique le développement de labels ESG et de notations de durabilité (ratings ESG) ainsi que d'autres formes de stratégies basées sur l'information qui évaluent la performance environnementale des produits et des entreprises. Elle représente un changement par rapport aux stratégies de gouvernance traditionnelles, telles que la réglementation, et est utilisée par des organisations à but non lucratif, des agences gouvernementales et des entreprises pour encourager la gestion et la gouvernance environnementales.

Les outils de l'IBEG

Comme discuté ci-dessus, la gouvernance basée sur l'information ayant des objectifs environnementaux peut se baser sur plusieurs outils. Ceux qui seront étudiés ci-dessous, à savoir, les ratings ESG et les labels ESG sont deux outils dédiés au champ de la finance durable, ils seront mis en parallèle à la réglementation.

Ces trois outils ont pour nature d'imposer plus de transparence aux acteurs des marchés financiers. De manière obligatoire pour la réglementation, de manière passive pour les ratings et de manière volontaire pour les labels. Mais lorsque se pose la question de savoir si la simple transparence de la divulgation d'informations environnementales conduit à un meilleur environnement, Arthur (2014) répond. Il dit qu'il n'est pas encore possible de savoir dans quelle mesure la transparence est efficace sur le plan environnemental. Les ratings ESG et les labels ESG, expliqués ci-dessous, font donc bien partie de l'IBG car ils vont au-delà de la simple transparence dans la divulgation de l'information. En effet, ils cherchent à vérifier que cette information soit pertinente et fiable. L'auteur met tout de même en garde contre le fait qu'un « tsunami » d'informations puisse causer la désinformation.

Après avoir analysé les différents cadres de gouvernances régissant les ratings ESG et les labels ESG, ce travail cherche à comparer ces outils à la réglementation qui s'inscrit donc dans un cadre de gouvernance plus traditionnel afin de savoir si l'un d'entre eux se démarque dans leur quête de réallocation des capitaux vers l'investissement durable. La suite de cette revue littéraire se concentrera sur l'étude de ces trois outils, en commençant par la réglementation, suivie des ratings ESG et enfin, les labels ESG.

La réglementation

En mars 2018, la Commission européenne publie une communication sur un plan d'action qui vise à financer la croissance durable (COM (2018) 97). Le plan vise à réorienter les flux de capitaux vers des investissements durables, à gérer les risques financiers liés au changement climatique et aux problématiques sociales, et à promouvoir la transparence et la vision à long terme dans les activités financières et économiques. L'UE s'est engagée dans cette transition et s'est engagée à consacrer au moins 20 % de son budget directement aux questions liées au climat. Le document met en évidence le besoin d'investissements accrus dans des activités durables et l'importance d'inclure des considérations environnementales et sociales dans la prise de décision financière. Il met également l'accent sur la transparence des entreprises en matière de durabilité et le rôle du système financier dans la garantie de la compétitivité à long terme de l'économie de l'UE. Le document mentionne également la nomination d'un groupe d'experts de haut niveau sur la finance durable et l'alignement des priorités de l'UE avec l'Agenda 2030 des Nations unies pour le développement durable. Dans ce contexte, la revue littéraire commencera par l'analyse de cinq pistes européennes visant à favoriser l'investissement durable.

European Green Deal (COM (2019) 640 final)

Selon Siddi (2021), l'European Green Deal, ou Pacte Vert Européen, a été initié avec la nomination de la Commission von der Leyen en 2019, ce qui a conduit à la proposition de ce pacte visant à réviser les objectifs climatiques de l'UE et à atteindre la neutralité climatique d'ici 2050. La décision de donner la priorité à la politique climatique et de réviser les objectifs a été motivée par les turbulences environnementales et la forte demande d'action climatique de la part des électeurs européens, en particulier des jeunes. L'émergence et la popularité des mouvements de base des jeunes tels que les

« Fridays for Future » et les « Youth Strike for Climate » ont joué un rôle important en poussant à des réponses gouvernementales radicales face au changement climatique. Le Green Deal a également été influencé par les preuves croissantes et la couverture médiatique de la crise climatique, y compris les événements climatiques extrêmes et les incendies.

Wolf, Teitge, Mielke, Schütze, & Jaeger, (2021) décrivent l'European Green Deal comme un plan proposé par la Commission européenne visant à faire de l'Europe le premier continent neutre en carbone d'ici 2050. Son objectif principal est d'accélérer la réduction des émissions de gaz à effet de serre et de renforcer la cohésion européenne à travers cette mission. Le plan comprend un objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre d'au moins 55 % d'ici 2030 (par rapport à 1990) et propose des investissements massifs dans divers secteurs tels que l'énergie, les transports, l'agriculture et les bâtiments pour atteindre cet objectif. Le plan vise également à créer de nouveaux emplois, améliorer la santé publique et réduire les inégalités sociales et économiques.

Afin de transformer l'économie de l'UE pour un avenir durable, la communication de la Commission européenne sur l'European Green Deal (COM (2019) 640 final) propose en effet plusieurs actions, telles que reprises dans la communication (COM (2019) 640 final) :

- Concevoir un ensemble de politiques porteuses de grands changements
 - Renforcer l'ambition climatique de l'UE pour 2030 et 2050
 - Approvisionnement énergétique propre, abordable et sûr
 - Mobiliser les acteurs de l'industrie en faveur d'une économie circulaire et propre
 - Construction et rénovation économes en énergie et en ressources
 - Accélérer la transition vers une mobilité durable et intelligente
 - « De la ferme à la table » : concevoir un système alimentaire juste, sain et respectueux de l'environnement
 - Préserver et rétablir les écosystèmes et la biodiversité
 - Ambition « zéro pollution » pour un environnement exempt de substances toxiques
- Intégrer la durabilité dans toutes les politiques de l'Union
 - Promouvoir la finance et l'investissement verts et assurer une transition juste
 - Verdir les budgets nationaux et envoyer les bons signaux de prix
 - Mobiliser la recherche et favoriser l'innovation
 - Activer l'éducation et la formation
 - Un serment vert : « ne pas nuire »

Toujours d'après cette communication, il est important de souligner que l'Union européenne se considère comme le chef de file à l'échelle mondiale et s'engage à poursuivre ses politiques environnementales et climatiques ambitieuses à cette même échelle. Elle mettra en place une « diplomatie du pacte vert » (ou « green deal diplomacy ») pour convaincre d'autres pays de s'engager dans des actions durables et les soutenir dans cette voie. L'UE travaillera en collaboration avec les États membres pour utiliser toutes les voies diplomatiques possibles, y compris les organisations internationales, pour promouvoir des mesures environnementales. L'UE continuera à soutenir l'accord de Paris comme cadre multilatéral essentiel pour lutter contre le changement climatique. Elle renforcera également ses engagements bilatéraux avec les pays partenaires et encouragera les économies du G20 à prendre des mesures plus fortes en matière de climat. L'objectif est d'obtenir une plus grande coopération mondiale pour atteindre les objectifs de réduction des émissions et de protection de l'environnement.

Taxonomie (Regulation (EU) 2020/852)

La taxonomie est partie intégrante de ce plan d'action et vise à mettre en place un système de classification de l'UE pour les activités durables. Busch (2023) estime d'ailleurs que cette classification est la première chose sur laquelle il faut être d'accord afin de savoir quand un produit ou une entreprise est « vert ».

En effet, Lucarelli, Mazzoli, Rancan, & Severini, (2020) décrivent la taxonomie de l'UE comme un système de classification qui vise à identifier les activités économiques qui sont durables sur le plan environnemental. Elle fournit un langage commun aux investisseurs, aux entreprises et aux décideurs politiques afin d'identifier les activités qui contribuent aux objectifs environnementaux de l'UE, tels que la réduction des émissions de gaz à effet de serre et la protection de la biodiversité. La taxonomie est basée sur des preuves scientifiques et est conçue pour être dynamique, ce qui signifie qu'elle sera régulièrement mise à jour pour refléter les nouvelles connaissances scientifiques et les évolutions des politiques environnementales. La taxonomie fonctionne en catégorisant les activités économiques en six objectifs environnementaux :

- La lutte contre le changement climatique
- L'adaptation au changement climatique
- L'utilisation durable et la protection de l'eau et des ressources marines
- La transition vers une économie circulaire
- La prévention et le contrôle de la pollution
- La protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes

Les activités qui répondent aux critères de ces objectifs sont considérées comme durables sur le plan environnemental et peuvent être étiquetées comme telles, fournissant ainsi un signal clair aux investisseurs et aux entreprises sur les activités qui sont alignées sur les objectifs environnementaux de l'UE.

Ce système de classification a été créé dans le cadre des efforts de l'Union européenne pour effectuer une transition vers une économie plus durable et atteindre ses objectifs climatiques et environnementaux, notamment l'Accord de Paris et les Objectifs de développement durable des Nations unies. La taxonomie de l'UE a été élaborée par le Groupe d'experts techniques sur la finance durable, créé par la Commission européenne en 2018 pour développer une taxonomie complète des activités économiques durables. La taxonomie fait partie du Green Deal européen, qui est un plan global de l'Union européenne visant à rendre le continent neutre en carbone d'ici 2050. Elle est censée jouer un rôle crucial pour mobiliser des capitaux privés vers des investissements durables et atteindre les objectifs climatiques et environnementaux de l'UE (Lucarelli et al., 2020).

SFDR (REGULATION (EU) 2019/2088) & SFDR Level 2 (Regulation (EU) 2022/1288)

Une fois qu'une compréhension partagée de ce qui est écologiquement durable est en place, l'étape qui suit consiste à veiller à ce que les intermédiaires financiers intègrent les considérations en matière de durabilité dans leur politique d'investissement et leurs conseils, tout en fournissant une transparence aux investisseurs quant à la mesure dans laquelle ils le font. Busch (2023) relève cependant que de nombreux intermédiaires financiers ont déjà pris des mesures dans ce sens, car la demande d'investissements durables existe depuis un certain temps, mais que, jusqu'à l'entrée en vigueur de la SFDR le 10 mars 2021, qui a établi des règles applicables dans la plupart des cas, il n'y avait pas de règles harmonisées au niveau européen concernant la transparence. Cremasco, & Boni (2022) définissent la SFDR comme un cadre qui impose aux opérateurs financiers de déclarer la

position de leurs produits par rapport au cadre général de la taxonomie de l'UE pour les activités durables. Cette SFDR définit des catégories dans lesquelles les produits financiers doivent être classés, allant de l'article 6 (produits ne favorisant pas les caractéristiques environnementales ou sociales) à l'article 9 (produits ayant pour objectif l'investissement durable). La SFDR vise à lutter contre le greenwashing en obligeant les fonds d'investissement à prendre une position claire par rapport aux objectifs de durabilité.

L'article premier du 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, appelé « SFDR », énonce que « Le présent règlement établit 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 dans leurs processus ainsi que la fourniture d'informations en matière de durabilité en ce qui concerne les produits financiers. »

Composée de 20 articles, la SFDR se base sur trois d'entre eux afin de catégoriser les différents produits d'investissement qui en découlent. Busch (2023) décrit ces trois catégorisations ainsi :

- L'article 6 fait référence aux produits financiers qui ne favorisent pas les caractéristiques environnementales ou sociales. Pour ces produits, il est nécessaire de fournir une transparence sur l'intégration des risques liés à la durabilité et une explication claire des motivations dans le cas où le produit en question ne considère pas comme pertinents les risques liés à la durabilité. Ces produits ne visant pas à favoriser les caractéristiques ESG sont appelés produits « gris » ou « brun ».
- L'article 8 exige la transparence de la promotion des caractéristiques environnementales ou sociales dans les informations précontractuelles. Cela nécessite que les gestionnaires de produits déclarent comment ces caractéristiques sont atteintes et quelle méthodologie est utilisée pour les mesurer. Ces produits sont appelés produits « vert clair » car ils visent simplement à promouvoir l'investissement durable.
- L'article 9 concerne les produits ayant un objectif de durabilité intentionnel, exigeant ainsi la transparence des investissements durables dans les informations précontractuelles. Il est donc nécessaire d'indiquer comment l'investissement contribue à atteindre l'objectif de durabilité déclaré et d'expliquer en quoi celui-ci diffère d'un objectif traditionnel du marché. Par conséquent, les initiatives financières relevant de l'investissement à impact doivent être incluses dans l'article 9. Appelés, quant à eux, produits « vert foncé », ils ont pour objectif l'investissement durable à proprement parler.

Dans son article qui aborde quelques problèmes critiques quant aux risques de greenwashing dans l'application de la SFDR de l'UE dans l'industrie des fonds ISR (investissement socialement responsable), Quirici (2023) parle du second niveau de la SFDR. Le texte aborde la mise en œuvre des normes techniques réglementaires (RTS - Regulatory Technical Standards) et du niveau 2 de la SFDR dans le cadre du Règlement sur la divulgation en matière de finance durable (SFDR) de l'UE. Les RTS, également appelées niveau 2 de la SFDR, ont été mises en œuvre en janvier 2023 suite à la décision de la Commission le 6 avril 2022. Ces RTS apportent des éclaircissements supplémentaires sur les caractéristiques importantes de la SFDR. Les gestionnaires d'actifs doivent désormais justifier la classification de leurs fonds en fournissant diverses informations, telles qu'une liste des indicateurs d'impact négatif prédominant (PAI - Principle Adverse Impact), la proportion d'investissements durables dans le fonds et une explication de la classification selon les articles 8 ou 9 de la SFDR. L'introduction d'exigences en matière d'informations plus détaillées dans le cadre du niveau 2 de la

SFDR peut nécessiter une révision des classifications existantes des fonds ISR. On s'attend à ce que cela réduise la perception de laxisme dans ces classifications.

En résumé, la différence entre le level 1 de la SFDR et le level 2 de la SFDR peut être décrite comme suit :

- Le level 1 concerne les divulgations essentielles qui s'appliquent aux risques de durabilité et aux impacts négatifs principaux au niveau d'une entité et aux produits article 6, 8 ou 9 au niveau des produits. Il est entré en vigueur en mars 2021.
- Le level 2 concerne les divulgations renforcées qui s'appliquent aux impacts négatifs principaux au niveau d'une entité et aux produits article 6, 8 ou 9 au niveau des produits. Il est entré en vigueur en janvier 2023.

MiFID I (Directive 2004/39/CE) & MiFID II (Directive 2014/65/UE & règlement délégué (UE) 2017/565)

En novembre 2007, la Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID - Markets in Financial Instruments Directive) de l'Union européenne est entrée en vigueur. D'après Davies (2008), MiFID établit un cadre législatif solide et exhaustif pour les marchés des valeurs mobilières en Europe. Il fournit un ensemble commun et harmonisé de règles pour la fourniture de services d'investissement dans chaque État membre de l'UE. Un élément-clé de cette législation est le concept de passeport, grâce auquel les entreprises (telles que les banques d'investissement, les courtiers, les bourses et les systèmes de négociation alternatifs) sont principalement réglementées par leur État d'origine, mais peuvent opérer dans d'autres États membres de l'UE. MiFID supprime également la règle dite de concentration, permettant une plus grande concurrence pour le flux d'ordres entre les lieux de négociation. MiFID introduit de nouvelles dispositions concernant la meilleure exécution, la classification des clients, les internalisateurs systématiques, la transparence pré et post-négociation, ainsi que la propriété des données de marché. L'auteur démontre que ces nouvelles exigences ont créé d'énormes opportunités commerciales et perturbé les modèles économiques existants des bourses traditionnelles.

Cependant, peu de temps après l'entrée en vigueur de MiFID I, Lourie, Shanthikumar & Yoo (2022) argumentent que la crise financière mondiale de 2008 a entraîné une demande de réglementation encore plus étendue et rigoureuse des sociétés d'investissement. La directive révisée sur les marchés d'instruments financiers ainsi que le nouveau règlement sur les marchés d'instruments financiers (MiFIR - Markets in Financial Instruments Regulation), collectivement appelés MiFID II, ont été adoptés par le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne en 2014. Des directives de mise en œuvre ont été élaborées par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA - European Securities and Markets Authority), et MiFID II est entrée en vigueur à partir du 3 janvier 2018.

Le règlement délégué (UE) 2017/565 indique que « les informations relatives aux objectifs d'investissement du client ou du client potentiel incluent, le cas échéant, des informations sur la durée pendant laquelle il souhaite conserver l'investissement, sur ses préférences en matière de prise de risques, sur sa tolérance au risque et sur la finalité de l'investissement, ainsi que sur ses éventuelles préférences en matière de durabilité ».

« Fit for 55 » (COM (2021) 550 final)

« Nous sommes arrivés à un moment charnière pour la réaction mondiale aux situations d'urgence en matière de climat et de biodiversité, et nous sommes la dernière génération à pouvoir encore agir avant qu'il ne soit trop tard. Cette décennie est un moment de vérité pour le respect de nos engagements pris au titre de l'accord de Paris en vue de préserver la santé, le bien-être et la prospérité de tous. L'UE a montré l'exemple en fixant des objectifs ambitieux visant à réduire, d'ici à 2030, les émissions nettes d'au moins 55 % par rapport à 1990 et à devenir le premier continent neutre sur le plan climatique d'ici à 2050. Ces objectifs ne sont plus des aspirations ni des ambitions, mais des obligations, énoncées dans la première loi européenne sur le climat, qui créent de nouvelles possibilités d'innovation, d'investissement et d'emploi. »

Ce paragraphe est le premier de la Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des Régions (COM (2021) 550 final), « Ajustement à l'objectif 55 » : atteindre l'objectif climatique de l'UE à l'horizon 2030 sur la voie de la neutralité climatique.

Cette communication reprend un ensemble de propositions législatives visant à mettre en œuvre le Green Deal. Cette initiative, appelée « Ajustement à l'objectif 55 » ou « Fit for 55 », fait référence à l'objectif de l'UE de réduire les émissions de gaz à effet de serre d'au moins 55 % d'ici 2030 par rapport aux niveaux de 1990. Le paquet comprend une série de mesures reprises dans la communication (COM (2021) 550 final), telles que :

- Une transition socialement équitable : lutter contre l'inégalité et la précarité énergétique grâce à l'action pour le climat
- Une transition compétitive : de nouvelles perspectives grâce au changement industriel et sectoriel
 - Transformation industrielle et tarification du carbone
 - Mobilité et carburants pour des transports plus propres
 - Énergie
- Une transition écologique : protéger la nature et agrandir le puits de carbone naturel de l'UE.

Les auteurs Schlacke, S., Wentzien, Thierjung & Köster (2022) reprennent cette communication et décrivent le package « Fit for 55 » comme une série de propositions législatives et stratégiques visant à atteindre l'objectif de l'UE de réduire les émissions de gaz à effet de serre de 55% d'ici 2030. Ils expliquent également les principales propositions ; celles-ci comprennent :

- Renforcer le système existant de quotas d'émissions de l'UE (ETS - EU Emissions Trading System) et introduire un nouveau système d'échange de quotas supplémentaires au niveau de l'UE.
- Modifier le règlement relatif à l'effort de réduction des émissions de certains secteurs non couverts par le système d'échange de quotas d'émissions (ESR - Effort Sharing Regulation) pour inclure les secteurs du bâtiment et des transports pendant la période de mise en place du deuxième système d'échange de quotas (ETS-2).
- Réviser la directive sur la taxation de l'énergie (ETD - Energy Taxation Directive) afin d'aligner la taxation des produits énergétiques sur les objectifs climatiques de l'UE.
- Modifier la directive sur les énergies renouvelables (RED II – Energy Efficiency Directive) pour augmenter la part des énergies renouvelables dans la consommation finale d'énergie dans les bâtiments et l'industrie.

- Réduire l'objectif annuel des États membres pour la part des énergies renouvelables dans le secteur du chauffage et du refroidissement de 1,3% à 1,1%, tout en le rendant contraignant.
- Fixer de nouveaux objectifs pour les États membres dans le secteur des transports afin de réduire les émissions de gaz à effet de serre de 13% d'ici 2030 par rapport à la référence établie à l'article 27 en augmentant la quantité de carburants renouvelables.
- Élargir le champ d'application du règlement sur l'utilisation des terres, le changement d'affectation des terres et la foresterie (LULUCF - Land Use, Land-Use Change, and Forestry) pour inclure certaines émissions de gaz à effet de serre du secteur agricole.

Le package comprend également des propositions pour un mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (CBAM - Carbon Border Adjustment Mechanism) et une coopération transfrontalière entre les États membres pour produire de l'énergie renouvelable.

En résumé, et d'après la communication COM (2021) 550 final, le package « Fit for 55 » repose, tout comme l'Union européenne, sur le principe de solidarité entre ses États membres et ses citoyens pour atteindre des objectifs communs. Ce package a été conçu en visant à partager les efforts de manière efficace et à soutenir ceux qui en ont le plus besoin pour que la transition profite à tous.

Ce package propose un équilibre de mesures et de recettes pour transformer l'économie de l'UE de manière juste. Chaque mesure est interconnectée et nécessaire pour atteindre l'objectif de réduire les émissions d'au moins 55 %. Informer les citoyens, leur offrir des options abordables et des incitations appropriées font partie de la stratégie, tout comme l'utilisation de la tarification du carbone et la mobilisation des entreprises et des marchés pour apporter des changements structurels.

« La décennie où tout va se jouer a déjà commencé. L'UE doit se doter le plus vite possible de sa panoplie de mesures stratégiques d'ajustement à l'objectif 55 » pour pouvoir réaliser ses objectifs pour 2030 et s'engager résolument sur la voie qui lui permettra de devenir le premier continent neutre pour le climat d'ici à 2050. »

Les ratings ESG

En général, un rating est une notation ou une évaluation de quelque chose basée sur un ensemble de critères ou de normes. Dans ce cadre précis, un rating ESG est une notation de durabilité ou une notation de responsabilité sociale des entreprises qui évalue la performance environnementale, sociale et de gouvernance de celles-ci. Les notations ESG sont utilisées par les investisseurs et d'autres parties prenantes pour évaluer les pratiques de durabilité d'une entreprise et prendre des décisions éclairées concernant les investissements, les partenariats et autres relations commerciales. Cependant, différents fournisseurs de notations ESG utilisent des indicateurs et des hiérarchies différentes pour évaluer la performance ESG, ce qui peut entraîner d'importantes divergences dans les notations et rendre difficile l'évaluation de la performance ESG d'une entreprise (Berg, Kölbel & Rigobon, 2022).

Les ratings ESG, tel que le Morningstar Sustainability Rating, indiquent dans quelle mesure un fonds détient des titres émis par des entreprises qui gèrent avec succès les risques et les opportunités environnementaux, sociaux et de gouvernance. Ces ratings évaluent le niveau de durabilité d'un fonds par rapport aux fonds de la même catégorie. La notation est une mesure basée sur les titres détenus et est calculée à partir des scores ESG et de controverse des entreprises fournis par des data providers, qui évaluent les entreprises par rapport à leurs pairs mondiaux de l'industrie. Dans le cas du Morningstar Sustainability Rating, Sustainalytics fournit les scores ESG et de controverse des entreprises, qui sont utilisés par Morningstar pour évaluer le niveau de durabilité d'un fonds par

rapport aux fonds de la même catégorie Morningstar. Le score de durabilité du portefeuille est calculé comme la différence entre la moyenne pondérée des scores ESG normalisés au niveau des entreprises (de 0 à 100) et la moyenne pondérée des scores de controverse (de 0 à 20). Les scores ESG au niveau des entreprises sont normalisés de manière à avoir une moyenne de 50 et un écart-type de 10, afin de les rendre comparables entre les groupes de pairs de l'industrie, ce qui est essentiel dans un contexte de portefeuille (Ammann, Bauer, Fischer & Müller, 2019).

Cependant, en plus de Morningstar et Sustainalytics Company Ratings (avec plus de 11 000 entreprises mondialement notées), il existe un grand nombre de ratings largement utilisés, tels que MSCI ESG (plus de 7 500 entreprises), Refinitiv ESG (plus de 7 000 entreprises), Dow Jones Sustainability Index (RobecoSAM), FTSE4Good, ISS ESG (Ethix), Oekom Corporate Ratings, GES International, Vigeo Eiris, S&P ESG Index et Trucost (y compris les données du Carbon Disclosure Project), Bloomberg, FTSE Russell, etc (Liang & Renneboog, 2020).

Les labels ESG

Les labels ESG existent depuis la fin des années 1960, lorsque la préoccupation environnementale a commencé à croître et que les gens ont commencé à rechercher des approches plus durables et respectueuses de l'environnement. Cependant, l'utilisation des labels ESG a augmenté ces dernières années, et ils sont devenus plus répandus sur les produits (Gallastegui, 2002).

Megaeva, Engelen, & Van Liedekerke, (2021) décrivent les labels comme des standards de certification utilisés pour résoudre l'asymétrie d'information entre les producteurs et les consommateurs. Ils apparaissent lorsque certaines caractéristiques des produits ne peuvent pas être directement observées. Les producteurs ont du mal à communiquer les véritables caractéristiques de leurs produits, tandis que les consommateurs ont du mal à comparer les attributs complexes des produits. La certification par des tiers agit comme un mécanisme intermédiaire pour évaluer et valider les caractéristiques des produits, permettant aux entreprises de communiquer des informations crédibles et permettant aux consommateurs d'économiser sur les coûts de recherche et de vérification. Gallastegui (2002) complète cette description en disant qu'un écolabel est un outil qui vise à informer les consommateurs des effets des produits ou services consommés sur l'environnement entre les phases de production, de consommation et de déchets. Son objectif est de fournir aux consommateurs plus d'informations sur les effets environnementaux de leur consommation, de susciter un changement vers des modes de consommation plus respectueux de l'environnement, et d'encourager les producteurs, les gouvernements et autres acteurs à améliorer les normes environnementales des produits et services dans l'économie.

Megaeva et al. (2021) soulèvent cependant un point important, c'est que la certification est réalisée par des tiers. En effet, les auteurs soulignent l'émergence des labels de durabilité, en nette augmentation au cours des dernières décennies. Avec plus de 400 labels dans le monde, ils les classent de différentes manières. Ces labels peuvent être tout d'abord axés sur un seul produit (par exemple, le label Max Havelaar pour le café) ou plusieurs (par exemple, l'Écolabel de l'Union européenne). Deuxièmement, les labels peuvent être obligatoires ou volontaires, certains étant imposés par la loi (par exemple, les étiquettes de classement énergétique). Troisièmement, les labels peuvent être axés sur l'écolabel ou sur l'aspect social. Les labels orientés vers l'écologie incluent les labels biologiques, les labels alimentaires biologiques et les labels écologiques, tandis que les labels axés sur le social certifient la conformité aux normes sociales telles que le commerce équitable. Enfin, les labels peuvent provenir d'organismes gouvernementaux, privés ou à but non lucratif. Les labels servent d'instrument de politique, s'appuyant sur l'autorégulation, la transparence et la normalisation pour

traiter des questions de politique publique mondiale. Dans le cadre des labels volontaires, on peut distinguer trois types. Les labels de type I (ISO 14024) sont des programmes certifiés par des tiers qui identifient des produits durables sur la base de critères disponibles au public et les récompensent par un logo. Les labels de type II (ISO 14021) consistent en des déclarations unilatérales faites par les producteurs, tandis que les labels de type III (ISO 14025) utilisent des indices quantitatifs prédéfinis.

Contrairement à la réglementation et aux ratings, les labels partagent une caractéristique commune, ils résultent d'une démarche volontaire qui émane de l'entreprise demandeuse (Serret, 2010). En effet, alors que le fait de respecter la réglementation est quelque chose d'obligatoire, le fait de se faire labelliser n'est en principe, pas quelque chose que l'on peut imposer.

Megaeva et al. (2021) soulèvent ci-dessus, une nette augmentation du nombre de labels. Avec ce nombre grandissant, il existe de multiples approches de labellisation, chacune ayant des exigences qui varient en fonction de l'objectif du processus de certification. Par exemple, Larceneux (2003) différencie les labels expérientiels qui reposent sur des évaluations subjectives, et les labels techniques qui s'appuient sur la vérification de caractéristiques spécifiques. En ce qui concerne la finance durable, et les labels ESG en particulier, Crifo, Durand & Gond, (2020) distinguent les labels axés sur la stratégie d'investissement de ceux axés sur la sélection des entreprises. De plus, différents labels peuvent considérer des critères variés et imposer des niveaux d'exigence plus ou moins élevés concernant ces caractéristiques (Arjaliès, Hobeika, Ponsard & Poret, 2013).

Chaque label ayant une approche du processus de labellisation bien à lui, ceci rend impossible l'étude exhaustive de toutes les approches existantes. Cependant, il est crucial de reconnaître que ces méthodes diffèrent en termes de rigueur, d'exams et de vérifications, ce qui peut influencer la crédibilité (Hobeika, Ponsard & Poret, 2013) et l'intérêt réel de la labellisation (Larceneux, 2003).

Discussion de la problématique

D'après Avramov, Cheng, Lioui & Tarelli, (2022) et selon le contexte, l'incertitude liée à l'évaluation ESG est un problème crucial dans l'investissement durable. Le manque de normes régissant la communication des informations ESG et la construction non réglementée des évaluations ESG peuvent entraîner des divergences importantes entre les fournisseurs de données. Leur étude suggère que l'incertitude ESG pourrait avoir un impact négatif sur le compromis rendement-risque, l'impact social et le bien-être économique. Dans leur article, les auteurs proposent que l'incertitude ESG puisse influencer la relation entre la performance et l'ESG, et servir de mécanisme potentiel pour expliquer les résultats mitigés des études précédentes. L'étude montre également que les évaluations ESG sont négativement associées à la performance future lorsque l'incertitude est faible, et que la relation entre l'ESG et la performance peut être insignifiante ou positive lorsque l'incertitude augmente.

Bullock (2011) va d'ailleurs dans le même sens lorsqu'il aborde la prolifération des labels ESG et des notations de durabilité en tant que forme de gouvernance environnementale basée sur l'information. Il suggère que tous les labels ESG et ratings ne se valent pas et qu'il est possible de les distinguer les uns des autres. L'auteur recommande de favoriser une plus grande transparence concernant leurs méthodes, leurs sources de financement et leurs résultats environnementaux afin de faciliter leur évaluation, de les rendre responsables et de les inciter à s'améliorer à l'avenir. Il souligne également l'importance de la crédibilité des données sous-jacentes, qui peut être démontrée par une vérification indépendante et une plus grande transparence. Dans l'ensemble, Graham Bullock estime que la crédibilité des labels ESG et des ratings de durabilité est essentielle à leur efficacité pour promouvoir des résultats environnementaux.

La finance durable est devenue un sujet d'importance croissante dans le monde des affaires, de plus en plus d'entreprises cherchant à intégrer des pratiques et des investissements responsables sur le plan environnemental, social et de gouvernance. Dans cette quête de durabilité, trois outils principaux ont émergé et ont été décrits à l'aide de la revue littéraire ci-dessus. Cependant, malgré leurs objectifs louables, ces outils ne sont pas sans poser certains problèmes, limites et défis.

La réglementation

European Green Deal (COM (2019) 640 final)

Dans leur article, Eckert & Kovalevska (2021) parlent des limites et des défis qui existent pour l'European Green Deal et les efforts de durabilité de l'UE. Par exemple, l'augmentation de l'efficacité peut négliger l'effet de rebond (également connu sous le nom de paradoxe de Jevons), qui entraîne paradoxalement une consommation plus élevée de ressources. En effet, Vale & Vale (2010) expliquent ce paradoxe comme un concept économique selon lequel une augmentation de l'efficacité dans l'utilisation des ressources conduit à une augmentation de la consommation totale de ces ressources, plutôt qu'à une réduction. Ce paradoxe tire son nom de William Stanley Jevons, un économiste britannique du XIX^{ème} siècle qui l'a décrit pour la première fois dans le contexte de l'utilisation du charbon. Jevons & Flux (1965) ont observé que lorsque des améliorations technologiques ont été apportées pour augmenter l'efficacité de l'utilisation du charbon dans les machines à vapeur, cela a conduit à une augmentation de la demande totale de charbon, plutôt qu'à une diminution. Basé sur ce paradoxe, Alcott (2005) remet en cause le raisonnement de certains économistes écologiquement orientés ainsi que pratiquement tous les gouvernements, partis politiques verts et ONG qui croient que les gains d'efficacité réduisent la consommation et l'impact environnemental négatif.

De plus, certaines politiques ne sont pas contraignantes et/ou prennent beaucoup de temps à être adoptées par les États membres de l'UE en raison du principe du multilatéralisme. L'implémentation des European Green Deal est aussi ralentie par certains États membres, tels que la République tchèque et la Pologne, qui forment une coalition informelle s'opposant à une gouvernance climatique forte (Siddi, 2016). Ces défis et obstacles peuvent entraver la capacité de l'UE à atteindre ses objectifs de durabilité.

Taxonomie (Regulation (EU) 2020/852)

Selon Kooths (2022), dans son article « EU taxonomy : Mission impossible », il existe plusieurs problèmes et limites liés à la taxonomie de l'UE. Un problème est que l'approche de la taxonomie ouvre la porte à toutes sortes de manœuvres particularistes et d'agendas politiques cachés. De plus, la taxonomie absorbe une main-d'œuvre hautement qualifiée qui est très demandée dans d'autres secteurs de l'économie et crée une charge bureaucratique supplémentaire massive sans aucun bénéfice attendu pour l'économie dans son ensemble. L'auteur soutient également qu'aucun conseil d'experts de haut niveau ne peut proposer des critères plus efficaces pour éviter les émissions de CO₂ (ou pour poursuivre d'autres objectifs de durabilité) que les incitations financières pour les entreprises individuelles. L'auteur suggère donc que ces défauts fondamentaux dans le concept global de la taxonomie de l'UE signifient qu'il y a peu de choses qui peuvent être faites pour le réparer, et que la meilleure solution serait d'abandonner entièrement la taxonomie et se concentrer sur d'autres instruments politiques qui sont plus efficaces et favorables au marché. L'auteur soutient l'initiative des EU ETS nommée ci-dessus dans le cadre de la réglementation « Fit for 55 ». Il décrit ce système d'échange de quotas d'émission de l'Union européenne (EU ETS) comme une initiative cruciale pour la lutte contre le changement climatique. En instaurant un plafond sur les émissions de gaz à effet de serre des entreprises industrielles, il incite ces dernières à réduire leurs rejets polluants. Chaque entreprise se voit allouer des quotas d'émission, correspondant à une quantité spécifique de CO₂. Si une entreprise réussit à émettre moins que ses quotas attribués, elle peut vendre les surplus à d'autres entreprises en excès. Celles qui dépassent leurs quotas doivent acheter des quotas supplémentaires ou payer des amendes.

Dans leur article « Complexity and uncertainty in sustainable finance : An analysis of the EU taxonomy », Ahlström & Sjäfjell (2022) ont un avis plus modéré que Kooths (2022). Selon eux, la taxonomie de l'UE est un cadre qui établit les conditions qu'une activité économique doit remplir pour être qualifiée de durable sur le plan environnemental. La réglementation sur la taxonomie représente un changement significatif en ce qui concerne l'intégration de la durabilité dans les marchés financiers et le droit des affaires, qui ont été négligés depuis trop longtemps dans des domaines importants. Cependant, les auteurs émettent tout de même certaines critiques à l'égard de la réglementation sur la taxonomie. Une d'entre elles est que la réglementation sur la taxonomie ne couvre pas tous les aspects du défi de la durabilité. La réglementation met l'accent uniquement sur l'environnement et ignore les aspects sociaux, économiques et de gouvernance de la durabilité. Cette focalisation étroite peut conduire à un manque d'attention envers d'autres aspects importants de la durabilité. Une autre critique est que la réglementation sur la taxonomie reflète le manque de débat sur la mesure dans laquelle tous les aspects importants de la durabilité d'entreprise peuvent être identifiés et mesurés. Cela signifie qu'il peut y avoir des aspects importants de la durabilité qui ne sont pas inclus dans la réglementation sur la taxonomie et que la réglementation peut ne pas être suffisamment complète pour relever tous les défis de durabilité. Dans l'ensemble, bien que la taxonomie de l'UE soit une avancée positive vers l'intégration de la durabilité dans les marchés financiers et le droit des affaires, Ahlström et al. (2022) soulignent l'existence de limites et de défis qui doivent être abordés.

SFDR (REGULATION (EU) 2019/2088) & SFDR Level 2 (Regulation (EU) 2022/1288)

En ce qui concerne la SFDR, Quirici (2023) estime que le retard dans la finalisation des RTS et des orientations techniques concernant les exigences de divulgation des produits a entraîné une fragmentation du marché. Par conséquent, les signaux du marché sont faibles, ce qui entrave l'allocation des capitaux nécessaires pour la transition de l'économie réelle vers les objectifs de développement durable définis dans le Programme de développement durable à l'horizon 2030 des Nations Unies. Il est donc urgent de revoir la SFDR afin de préciser et de spécifier davantage les caractéristiques des différentes catégories de fonds. Cette révision permettrait aux gestionnaires de fonds d'évaluer correctement leurs produits et d'orienter les investisseurs dans leurs décisions d'investissement. Une solution proposée consiste à introduire des critères de durabilité minimaux pour les produits relevant de l'article 8, comme cela est prévu dans la Stratégie renouvelée de la finance durable de l'UE. L'article 8 est devenu une catégorie large regroupant différents types d'actifs et des stratégies divergentes en matière ESG. Certains fonds se contentent d'exclusions formelles sans apporter de changements substantiels à leur processus d'investissement ou à leur stratégie, ce qui remet en question leur classification selon l'article 8.

Selon une étude de Morningstar, environ 23 % des fonds étiquetés comme relevant de l'article 8 de la SFDR ne répondent pas aux critères des fonds ESG. Morningstar a retiré près de 1 200 fonds, représentant 1,4 billion de dollars d'actifs sous gestion (AUM – Assets Under Management), de sa liste des investissements durables européens en raison de cette divergence. La SFDR exige également que certaines entreprises financières rendent compte de la manière dont elles tiennent compte des indicateurs d'impact négatif prédominant (PAI). Cependant, actuellement, ces entreprises sont seulement tenues de rendre compte de manière volontaire des actions prévues pour atténuer ces indicateurs, en se référant également à leurs politiques d'engagement liées à la directive II sur les droits des actionnaires (SRD II - Shareholder Rights Directive II). Pour remédier à ces problèmes, il sera nécessaire de renforcer considérablement les exigences et les dispositions en matière d'engagement des actionnaires et de gouvernance dans le cadre de la SFDR lors des futures révisions de la réglementation. En effet, l'engagement des investisseurs peut constituer un outil puissant pour favoriser les pratiques de finance durable.

En résumé, Quirici (2023) souligne la nécessité de revoir et de renforcer la SFDR afin de garantir une transition efficace et transparente vers une finance durable, notamment en ce qui concerne les classifications des fonds, les exigences de divulgation, les signaux du marché et l'engagement des actionnaires.

MiFID I (Directive 2004/39/CE) & MiFID II (Directive 2014/65/UE & règlement délégué (UE) 2017/565)

Dans son article, Yeoh (2019) parle du contexte de la création de MiFID II ainsi que des préoccupations-clés quant à l'entrée en vigueur de cette deuxième version de la directive. Il explique que MiFID II a été introduit en réponse aux lacunes de MiFID I et aux défis rencontrés par les marchés financiers de l'Union européenne, notamment après la crise financière mondiale de 2008. Cependant, la mise en œuvre de MiFID II a soulevé plusieurs préoccupations et problèmes importants pour les participants du marché. Une des principales préoccupations concerne la déclaration des coûts et des frais, avec des difficultés liées à la communication en temps voulu et de données de haute qualité. La gouvernance des entreprises est également une priorité, notamment l'alignement des entités de gestion sur les principes de MiFID II et la surveillance étroite des intérêts commerciaux externes. Des exigences en matière de gouvernance des produits ont également été introduites, obligeant

l'approbation des produits, des examens périodiques et des modifications pour répondre aux besoins des marchés cibles. La déclaration des transactions a posé des défis en raison du volume important de données impliqué, entraînant des problèmes tels que la sous-déclaration, la sur-déclaration et les codes d'erreur. Les obligations d'exécution optimale et l'évaluation de la légitimité de la confiance des clients ont soulevé des difficultés d'interprétation et de mise en œuvre. De plus, la séparation des coûts de recherche a suscité des préoccupations concernant les options de paiement, les incitations et la gestion de la recherche non sollicitée. Ces préoccupations soulignent la complexité de MiFID II et les ajustements requis par les participants du marché, mettant en évidence la nécessité d'une orientation réglementaire continue et d'une évaluation pour résoudre les ambiguïtés et améliorer l'efficacité du cadre réglementaire.

« Fit for 55 »

D'après Schlacke et al. (2022), l'UE pourrait rencontrer plusieurs défis dans la mise en œuvre des mesures et propositions décrites ci-dessus. L'un des principaux défis est le calendrier ambitieux du processus législatif, qui peut être difficile à respecter. Le paquet législatif propose des réformes de nombreux instruments juridiques et l'ajout de nouveaux, ce qui peut entraîner des frictions entre les mesures proposées. De plus, les réformes proposées peuvent rencontrer une résistance de certains États membres, en particulier ceux fortement dépendants des combustibles fossiles. Un autre défi est le coût de la mise en œuvre de ces réformes, qui peut être significatif et nécessiter des investissements importants tant du secteur public que du secteur privé. Enfin, l'efficacité des mesures proposées pour atteindre les objectifs climatiques de l'UE reste à voir, et il peut y avoir des conséquences imprévues ou des effets non intentionnels des réformes.

Les ratings ESG

D'après Hill (2020), il n'existe pas de consensus universel sur les définitions des différents styles d'investissement visant à obtenir un résultat positif sur le plan social ou environnemental, en plus de générer un certain retour financier. Alors que Liang & Renneboog (2020) reconnaissent que les investisseurs, les gestionnaires de fonds et les régulateurs apportent une importance primordiale à la fiabilité des mesures ESG et la transparence des entreprises concernant ce type d'informations. Ce manque d'une définition commune relevé par Chatterij, Durand, Levine & Touboul (2015) entraîne une corrélation entre les notations ESG des différents fournisseurs d'environ 0,3, où la corrélation entre les notations des deux principaux fournisseurs des notations de crédit, S&P et Moody's, est d'environ 0,99 (Liang & Renneboog, 2020). Les auteurs relèvent que les fournisseurs de scores ESG utilisent différentes méthodologies et données pour calculer les scores ESG, ce qui implique que ceux d'une entreprise spécifique peuvent varier considérablement selon les bases de données ESG et explique la faible corrélation entre les notations ESG.

Le principal problème concernant les ratings ESG, selon Abhayawansa & Tyagi (2021), est qu'il existe des différences significatives et des limitations dans les méthodologies utilisées par différentes agences de notation, ce qui contribue à un écart entre la perception (basée sur les notations ESG), la véritable performance ESG et les risques des entreprises. Cela est dû à la fois au problème de théorisation (des désaccords sur les définitions et la matérialité des facteurs ESG) et au problème de commensurabilité (des différences dans la façon dont les dimensions ESG sont mesurées et les sources d'information utilisées). En conséquence, les notations ESG sont incapables de représenter les réalités organisationnelles, et les investisseurs sont invités à ne pas trop s'appuyer sur elles.

Selon Khachatryan (2022), les études montrent que les corrélations entre les notations ESG fournies par différentes agences de notation sont relativement faibles. Le défi lié aux disparités dans les notations ESG, souvent appelées « divergences », est largement discuté dans la communauté universitaire et professionnelle. Cette divergence peut conduire à des décisions d'investissement basées sur des informations trompeuses et ainsi fausser la réorientation des flux de capitaux vers les entreprises durables. Pour cette raison, il existe une attention croissante de la part des législateurs et des régulateurs sur les questions liées à l'ESG, y compris les activités des fournisseurs de notations ESG.

Les labels ESG

Ramos, Cortez, & Silva (2022) soutiennent que la prolifération des labels et certifications en matière de durabilité peut entraîner une confusion et une méfiance parmi les investisseurs, les gestionnaires de fonds et les régulateurs. Ils suggèrent que le désalignement des signaux provenant de différents labels de durabilité peut entraver leur efficacité et que les régulateurs devraient veiller à l'alignement de ces signaux. Harbaugh, Maxwell, & Roussillon (2011) ajoutent que l'incertitude entourant les normes de labellisation et la manière de reconnaître les différences entre elles diminue leur informativité et Lyon & Montgomery (2015) vont jusqu'à dire que celles-ci induisent le scepticisme quant à leurs revendications sociales et environnementales. Ramos et al. (2022) estiment également que la différenciation de multiples systèmes de labellisation avec des orientations distinctes nécessite une connaissance approfondie de la durabilité, ce qui ajoute plusieurs couches d'informations auxquelles les investisseurs sont confrontés lorsqu'ils choisissent de tels fonds. Dans l'ensemble, les auteurs soulignent la nécessité d'une éducation permettant aux investisseurs particuliers de distinguer les différentes subtilités des certifications en matière de durabilité. Néanmoins, le rôle des labels en tant qu'instrument de politique publique visant à réduire les risques de greenwashing et à encourager une concurrence vers le haut en termes de caractéristiques de durabilité ne doit pas être négligé.

En résumé

En résumé, les problèmes auxquels est confrontée la réglementation en général sont des politiques non contraignantes, une large augmentation de la charge bureaucratique, le fait qu'elle ne couvre pas l'entièreté des aspects de la durabilité. Un manque de clarté, particulièrement lié au level 2 de la SFDR, qui a entraîné la déclassification de fonds article 9 vers des fonds article 8 voire 6 ainsi que des fonds article 8 vers article 6. Le coût de la mise en œuvre et le calendrier ambitieux de la réglementation sont des obstacles faisant également partie des problèmes qui y sont liés.

Pour ce qui est des ratings ESG, la divergence entre ceux-ci peut conduire à des décisions d'investissement basées sur des informations trompeuses et ainsi fausser la réorientation des flux de capitaux vers les entreprises durables (Khachatryan, 2022). Liées à cette divergence, les différences dans les méthodes de notation en sont peut-être la base.

Enfin, en ce qui concerne les labels ESG, la prolifération de ces derniers amène une certaine confusion et pourrait mener à de la méfiance auprès des investisseurs, ce qui serait aux antipodes du résultat escompté. Cette prolifération diminue l'informativité et augmente le scepticisme face aux labels. De plus, alors qu'ils visent à rassurer et à simplifier la recherche des investisseurs en termes de garantie d'investissement durable, ils requièrent une connaissance approfondie de la durabilité. Si l'on compare les labels ESG à la labellisation œnologique visant à indiquer la qualité, l'origine et d'autres

caractéristiques d'un vin ainsi que les méthodes de production, leur nombre et terminologies variant d'une région viticole à l'autre et d'un pays à l'autre, sans parler de l'évolution de leur signification précise avec le temps, il faut convenir que les consommateurs sont obligés soit de consulter les réglementations locales en détail, soit se limiter à une compréhension partielle et donc potentiellement erronée de la portée du label, soit ne pas en tenir compte ou pire...s'en méfier.

Ceci mène à la question de recherche :

« Réglementation européenne, Ratings ESG, Labels ESG. A l'heure de réconcilier la Finance et la planète, comment ces outils contribuent-ils à la réorientation des flux de capitaux vers l'investissement durable ? »

Méthodologie de la collecte de données

Dans le cadre de cette étude visant à répondre à la question « *Réglementation européenne, Ratings ESG, Labels ESG. A l'heure de réconcilier la Finance et la planète, comment ces outils contribuent-ils à la réorientation des flux de capitaux vers l'investissement durable ?* », une méthode de recherche qualitative a été mise en place. Cette approche a permis de collecter et d'analyser des données non numériques pour obtenir une compréhension approfondie du sujet étudié. Les entretiens individuels ont été privilégiés pour recueillir les perspectives et expériences de différents acteurs reconnus des marchés financiers.

Cette méthode, basée sur des entretiens préparés en amont, a permis d'obtenir une compréhension approfondie et nuancée du sujet étudié grâce aux différentes perspectives et expériences des personnes interviewées. L'exploration des perspectives multiples suite à ces entretiens a également permis de souligner les nuances et différences qui existent dans le cas étudié. La flexibilité de cette méthodologie, induite par l'utilisation d'interviews semi-structurées, a permis de récolter des réponses à la liste des questions préétablies tout en donnant l'opportunité aux interviewés d'appuyer et approfondir leur point de vue.

Le choix d'un échantillon varié de la population a été délibéré, afin de recueillir les différents points de vue des acteurs des marchés financiers. Le questionnaire n'a pas été adapté au profil de l'interviewé, ce qui a permis de recueillir des réponses à la fois homogènes et hétérogènes. La méthode semi-structurée a également permis aux interviewés de s'exprimer librement tout en respectant une certaine structure. Cette flexibilité a constitué un atout-clé pour cette étude, car elle a permis d'obtenir des réponses variées et complètes de la part de profils diversifiés appartenant au monde de la finance : front office, middle office, back office et fonctions de support

Comme cela a été mentionné ci-dessus, la collecte de données a été réalisée à travers des interviews semi-structurées. Comme le soulignent Mays & Pope (1995, p. 43), « Le but de la recherche qualitative est de développer des concepts qui nous aident à comprendre les phénomènes sociaux dans des contextes naturels, en mettant l'accent sur les significations, les expériences et les points de vue de tous les participants. » Les significations, expériences et points de vue des profils suivants ont été récoltés :

- Interview 1 - Head of impact management and measurement
- Interview 2 - Partner
- Interview 3 - Partner, Sustainability Lead
- Interview 4 - Head of Sustainability Operations
- Interview 5 - Sustainability Operations Officer
- Interview 6- Head of Investment Funds & member of the group Executive Committee
- Interview 7 - Senior Wealth Manager
- Interview 8 - Head of Institutional Investors Client Lines
- Interview 9 - Expert SRI
- Interview 10 - Business controller & Sustainability Manager
- Interview 11 - Manager & Business Banker
- Interview 12 - Head of Communications and Engagement & member of the group Executive Committee

« L'entretien semi-directif est une technique de collecte de données qui contribue au développement de connaissances favorisant des approches qualitatives et interprétatives relevant en particulier des paradigmes constructivistes. » (Lincoln, 1995, cité par Claude, 2019)

Suite à ces interviews, ce travail reprendra une comparaison intersectorielle afin d'approfondir les différences entre les points de vue de ces profils distincts, bien qu'avec des emplois dans le même secteur. A travers ces comparaisons, « l'étude comparative entend dépasser l'anecdotique et mettre à jour les régularités, les constantes et les dissemblances qui émergent d'eux » (De Bruyne, Herman, & De Schoutheete, 1974).

La procédure de la collecte de données s'est déroulée de deux manières différentes. Les interviews 2, 3, 4, 5, 8 et 11 ont été réalisées lors d'une rencontre en présentiel. À Luxembourg pour les 5 premiers et en Belgique pour le dernier. Les interviews 1, 6, 7, 9 et 10 ont été menées en distanciel à travers des visioconférences. Tandis que l'interview 12 est une réponse écrite suite à l'explication orale des attentes de cet entretien. Il est essentiel de souligner que, conformément aux demandes de plusieurs personnes interrogées souhaitant préserver leur anonymat, toutes les entrevues ont été anonymisées. Cette démarche vise à garantir une approche équitable pour tous les participants. De plus, l'interview 11 n'a pas voulu être enregistrée, ce qui explique sa non-retranscription en annexe, comme c'est le cas pour toutes les autres interviews

Afin de s'assurer de la validité et de la fiabilité des données collectées, les personnes choisies pour les interviews sont des acteurs directs des marchés financiers ou des organismes de labellisation, en privilégiant, quand cela était possible, des profils seniors avec l'expérience suffisante. Ceci est vrai pour tous à l'exception de l'interview 5 qui est un profil relativement junior mais qui a été jugé pertinent de par son profil mais également par le fait que dans des questions relatives aux facteurs ESG, il est intéressant d'avoir des réponses provenant de profils intergénérationnels.

Suite à la collecte de données empiriques qui a été réalisée pour la rédaction de ce mémoire et au choix de l'étude quantitative, des comparaisons entre les réponses des différents entretiens ont été menées afin d'en apprendre davantage sur l'utilisation des différents outils en situation réelle, ainsi que de répondre à la question de recherche principale et ses questions sous-jacentes. La méthode d'analyse des données peut s'inscrire dans l'analyse de contenu. Selon Van Campenhoudt et al. (2017, p.298), elle consiste « à soumettre des informations recueillies à un traitement méthodique par exemple : les regrouper par thèmes pertinents selon les hypothèses, les comparer les unes aux autres et les mettre en relation ou encore les organiser selon une structure qui leur donne du sens. ». Après la retranscription des interviews, la suite de ce mémoire reprendra ces différentes thématiques et questions et tentera d'y répondre en se basant sur ces entretiens.

Résultats empiriques

Après l'analyse de la revue littéraire susmentionnée qui a principalement mis en évidence les limitations inhérentes aux divers outils de l'Information-Based Environmental Governance, une étape essentielle de la recherche est maintenant amorcée. Cette section dédiée à la présentation des résultats empiriques s'élève en tant que porte-voix pour les divers acteurs des marchés financiers qui ont généreusement participé aux interviews retranscrites en annexe 1.

Au sein de cette immersion dans les données concrètes et les témoignages regorgeant d'informations, l'intention est de transcender les frontières conceptuelles et de donner vie aux défis ainsi qu'aux opportunités qui se déploient devant les parties prenantes impliquées de l'IBEG. Les échos de ces parties prenantes, telles que des experts, des gestionnaires de portefeuilles, des analystes, résonnent ici, apportant un éclairage global aux subtilités complexes du paysage financier contemporain.

La réglementation

La première chose importante à noter est que lorsque le thème de la réglementation a été abordé durant les interviews, la majorité des répondants a commencé par décrire la réglementation comme étant quelque chose de vivant, qui n'était pas encore complet. L'interview 7 ajoute que ce cadre réglementaire serait venu assez tard, qu'il est extrêmement général et à un stade préliminaire, soulignant cependant son mérite de se mettre en place.

L'interview 1 pense que sur le papier, la réglementation européenne en vigueur a réellement restructuré le marché. Comme développé plus bas, l'entretien fait part d'un pré et un post SFDR marqué, où beaucoup de sociétés - concernées par cette réglementation et qui ne l'appliquaient pas encore - n'ont pas eu d'autre choix que de se remettre en question afin de faire évoluer leurs produits et d'être en ligne avec cette règle de transparence. Les interviews 2, 6 et 10 précisent que les fonds privés, tels que le private equity, n'ont pas attendu la réglementation pour commencer à se pencher sur la partie ESG. Ils témoignent que ce genre de fonds a eu des responsables ESG il y a plusieurs années déjà afin de prendre en compte la gestion des risques, qu'ils soient sociaux, environnementaux, climatiques, mais aussi d'image et de réputation. En effet, l'interview 9 rebondit en disant que les risques liés à l'image et la réputation sont considérés comme des risques financiers importants. D'après les trois interviews en lien avec l'investissement privé, ce changement s'est fait à la demande des investisseurs. Ceux-ci étant des investisseurs institutionnels demandant un reporting ESG pré-réglementation, ou des investisseurs privés ayant la fibre durable ou une éthique prévalant sur le rendement financier.

Pour ce qui est des fonds publics de type UCITS, l'interview 2 confirme ce qu'a dit l'interview 1, la SFDR a complètement chamboulé le secteur qui représente cinq trilliards sur la deuxième place au monde en termes d'administration de fonds, le Luxembourg. Il n'y a pas vraiment de typologie d'actions donnée par la SFDR, étant donné qu'il n'y a pas vraiment de minimum ni de contrôle, dit l'interview 1. Ce que l'interview 2 complète en disant que beaucoup de fonds, suite à l'absence de contrôle, ont sauté sur l'occasion pour se déclarer article 8 ou 9 et d'en faire de la publicité.

Plusieurs interviews parlent des risques de greenwashing et la 3, la 7 et la 12 s'accordent sur le fait que la réglementation limite la possibilité de cette pratique. Cependant, comme Quirici (2023) l'a souligné, l'interview 1 pense que de vrais risques de greenwashing sont liés à ces réglementations, soulignant le manque d'assurance externe. Ces craintes sont toutefois modérées en rappelant qu'il est normal de penser que du côté des investisseurs (LPs - Limited Partners) comme du côté des assets managers (GPs - General Partners), il devrait y avoir des personnes qui s'y connaissent suffisamment

sur le sujet que pour enrayer ce risque, et ce, même si les LPs ne profitent pas encore assez des informations à leur portée grâce à ces nouvelles règles de transparence. Bien que l'interview 1 laisse penser que cette réglementation de divulgation est une bonne chose, il souligne que l'enjeu se trouve dans la transition qui doit se faire entre l'actuelle divulgation de l'information et une réelle utilisation de cette information par les LPs.

Tous les interviews s'accordent sur le fait que l'implémentation de ces réglementations dans la gestion quotidienne d'une société n'est pas quelque chose d'aisé. Cependant, les interviews 1 et 3 observent que les entreprises qui ne font rien, ou le strict minimum sur base de la difficulté de mise en place, sont celles qui tirent profit actuellement du manque de transparence pré-réglementation. Là où les interviews 3 et 10 remarquent qu'une démarche pro-active réduit le stress de la charge de travail lorsque la mise en place d'actions, précédant l'entrée en vigueur d'une réglementation et qui peut se baser sur des drafts, est bien réalisée. L'interview 10 va jusqu'à dire que l'anticipation du travail est une étape nécessaire et que la charge que représente l'implémentation de la réglementation est trop importante que pour ne s'y atteler qu'après son entrée en vigueur.

L'interview 1 soutient que les réglementations font du bon travail, que c'est assez récent, que ce n'est pas parfait et qu'il y a une certaine confusion. Tout ceci explique donc que cela prenne un certain temps à se mettre en place mais que les critiques ne justifieraient pas l'abandon des règles actuelles, comme proposé dans la revue littéraire.

Une autre critique de la littérature scientifique est le manque de définition de l'investissement durable. L'interview 2 soulève en effet la question de savoir si un investissement dans le secteur de la santé, secteur manquant de financement public et présentant un return intéressant, peut être considéré comme un investissement socialement responsable. D'autres interviews, comme le 6 et le 7 rebondissent sur ce manque de définition, principalement à l'international. Les enjeux ESG sont planétaires et ne devraient pas être un sujet européen. Il y a un manque de définition universelle sur ce qu'est l'investissement durable.

Un point important relevé lors de l'interview 10 est que la réglementation ne s'applique pas encore à tous les types d'investissements. En effet, dans le cas d'un family office, qui est une structure privée qui fournit des services de gestion de patrimoine à une ou à un nombre restreint de familles fortunées, celui-ci n'est pas soumis directement aux diverses réglementations européennes. En effet, même si le business model de ce type de structures est sensiblement similaire à celui d'un fonds d'investissement, les family offices investissent directement le capital de la ou des familles dans des entreprises afin de constituer un portefeuille. Ces sociétés ne sont donc pas soumises aux réglementations régissant l'investissement durable des fonds communs de placement. Ce côté éthique et durable doit donc venir de convictions familiales.

Dans l'interview 7, qui partage le point de vue d'un gestionnaire de fonds, celui-ci admet que les sociétés cibles de la réglementation ne veulent pas aller plus vite que cette dernière. En effet, ces sociétés ne veulent pas perdre de temps et d'argent à implémenter des règles non définitives, sachant qu'elles pourraient également passer à côté d'opportunités d'investissements si elles les appliquaient déjà.

European Green Deal (COM (2019) 640 final)

Bien que l'investissement durable joue un rôle crucial dans la réalisation des objectifs de l'European Green Deal, le peu d'interviews abordant le sujet disent ne pas être directement touchés par cette réglementation. En effet, cette réglementation a besoin d'investissements dans les énergies

renouvelables, l'efficacité énergétique, l'économie circulaire ou encore la protection de l'environnement, des secteurs visés par fonds, mais sans pour autant le faire sous la contrainte de cette réglementation.

Taxonomie (Regulation (EU) 2020/852)

Les interviews 7 et 11 relèvent l'intégration de la taxonomie dans les questionnaires MiFID II. De plus, l'interview 11 estime que 90% de la clientèle retail est très peu consciente de ce qu'est l'ESG. Ceci révèle le manque d'éducation sur le sujet et met en avant la difficulté d'une réglementation à être efficace si sa cible, ou une partie de celle-ci, ne la comprend pas. L'interview 3 revient ironiquement sur le terme « taxonomie » en racontant avoir dû expliquer que cette réglementation n'avait pas de lien avec les taxes qu'un investisseur devrait payer, mettant en évidence la complexité de la réglementation pour l'investisseur retail.

Contrairement à la littérature scientifique, telle que Kooths (2022) dans son article univoque « EU taxonomy : Mission impossible », l'interview 1 promeut une attitude positive envers la taxonomie. En effet, bien que conscient des réflexions critiques faites à cette réglementation par Ahlström & Sjöfjell (2022), comme par exemple le fait que tout ne soit pas cadré par la taxonomie et que celle-ci ne soit pas assez inclusive, il estime que c'est plutôt intellectuellement intéressant que tout ne soit pas taxonomie. En effet, une activité ne contribuant pas substantiellement à la neutralité climatique n'a pas de raison de faire partie de la taxonomie sans pour autant que cela signifie que cette activité soit néfaste pour l'environnement. D'après celui-ci, la taxonomie est un outil de réallocation des capitaux et des investissements et non un outil de transformation de l'économie et à ce titre, elle fait son travail.

SFDR (REGULATION (EU) 2019/2088) & SFDR Level 2 (Regulation (EU) 2022/1288)

La majorité des interviews s'accordent pour dire que le gros problème de la SFDR est qu'elle n'est pas contraignante, ces avis confirment les réserves émises par Quirici (2023) lors de l'étude de la littérature scientifique. Cependant, en opposition à ce qui a été lu dans la revue littéraire ci-dessus, l'interview 1 précise que la réglementation européenne fait un excellent travail. La démarcation entre le pré et le post SFDR est nettement présente. Lors de la sortie de la SFDR level 1, tout le monde voulait être article 9 alors que l'interview 1 et 2 estiment que 95% des personnes concernées ne savaient pas ce que signifiait précisément « être article 9 ». De ce fait, il y a eu une sorte de réallocation des flux de capitaux de par cet engouement. Cependant, les interviews 1, 3, 7 et 9 soulignent un récent retournement de situation ; en effet, suite à la sortie du level 2 de la SFDR, une partie des actifs ont été logiquement déclassés comme cela a été mentionné dans la partie théorique d'après l'étude de Morningstar. Avec l'obligation de faire du reporting sur leur classification, l'interview 2 confirme avoir été témoin du même phénomène. D'après lui, la réglementation a favorisé la prise de conscience de la nécessité de se diriger vers l'investissement durable mais il ajoute qu'il y a une difficulté en ce qui concerne la mise en place concrète.

L'interview 2 rapporte que la SFDR est critiquée parce qu'il n'y a pas de principes de base mis en place et que la méthodologie n'est pas établie. L'interview 1 affirme que la Commission européenne répond que la SFDR est une réglementation de transparence n'exigeant rien en termes d'applications pratiques concrètes. Et ce, signifiant que les méthodologies et la façon de mettre en pratique l'interprétation que font les sociétés de gestions et/ou de fonds restent entre leurs mains.

Cette réglementation SFDR a donc eu un véritable impact, en termes de classifications. Les LPs qui cherchent à investir ont donc maintenant une classification assez simple entre article 6, 8 ou 9. De son point de vue, l'interview 2 déclare qu'il serait nécessaire d'imposer un reviewer (auditeur) externe aux fonds afin de vérifier leur alignement avec la SFDR. Il pense que ce manque de rigidité de la réglementation fait peur à la juridiction luxembourgeoise qui craint de devenir une place de greenwashing. L'interview 3 confirme que dans certains pays, à l'instar de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) à Luxembourg, il est imposé aux fonds d'aller plus loin que la SFDR et de pouvoir démontrer leur alignement à la réglementation.

Toujours d'après l'interview 1, la SFDR est extrêmement efficace pour des actifs privés, les fonds de private equity, par exemple. Ceux-ci étant principalement vendus à de larges investisseurs institutionnels et à des LPs, la SFDR permet de mieux comprendre le positionnement des fonds, ce qui la rend extrêmement efficace à ce niveau. Les investisseurs peuvent donc aisément ressortir les principales incidences négatives (PAI) de leurs différents fonds afin de les comparer entre eux et comprendre le positionnement de chacun. De plus, comme cela a été dit précédemment, ce secteur était déjà en avance sur la réglementation. Une fois que celle-ci entra en vigueur, l'interview 3 relate qu'il suffisait à ces fonds de se réajuster. Certes, cela a ajouté une charge de travail complémentaire afin d'ajuster les modèles et outils à la réglementation. Mais ce fut plus simple que de partir de zéro. Cependant, l'interview fait remarquer que les fonds qui ne faisaient rien pour être alignés à la réglementation ont pu profiter de l'occasion pour lancer de nouveaux fonds ESG et les aligner directement sur la SFDR afin de les commercialiser comme des fonds article 9. Une alternative plus simple que de transformer les fonds déjà existants.

L'interview 3 fait remarquer que la SFDR est une réglementation européenne applicable à l'ensemble des pays de l'UE mais que le régulateur de chaque pays peut décider d'être plus contraignant dans sa transposition locale. C'est pourquoi un produit article 9 dans un pays ne sera pas nécessairement accepté en tant que tel chez son voisin. Cela demande à la réglementation un ajustement et une amélioration continue et nécessitera probablement une harmonisation ultérieure. Les interviews 6 et 7 en font état et vont même plus loin en préconisant une harmonisation internationale.

L'interview 4, soutenu par l'interview 1, remarque qu'il y a une grande confusion sur le marché. Il ne faut pas confondre la classification des fonds suivant les différents articles de la SFDR (article 6, 8 ou 9) et un label. La SFDR est un régime de transparence. Ce qui est complètement différent. Il souligne que cela ne veut pas dire qu'un régime de transparence n'est pas utile ou qu'il faut arrêter d'allouer des capitaux à un fonds article 9 car il y a un risque de greenwashing. Il tient simplement à souligner la différence de logique entre les deux. Il fait cette remarque suite au problème récent de déclassification des fonds où les assets managers ont eu peur d'être accusés de greenwashing. Sur cette même thématique, l'interview 10 affirme que si la SFDR venait à être plus contraignante et que l'auto-proclamation d'un fonds se disant article 8 ou 9 était auditée et assurée par un parti tiers, cette catégorisation pourrait remplacer les labels.

Autant la littérature que les interviews, parlent de la SFDR – et de la réglementation en général, en s'accordant à dire que celle-ci est une réglementation de transparence et qu'elle n'est pas contraignante. L'interview 4 offre cependant une nuance de cet avis en disant que ces nouvelles réglementations sont intéressantes afin de faire prendre de nouvelles habitudes en matière de durabilité et de reporting. En espérant que, à terme, des réglementations plus contraignantes entreront en vigueur et pourront profiter des habitudes prises.

MiFID I (Directive 2004/39/CE) & MiFID II (Directive 2014/65/UE & règlement délégué (UE) 2017/565)

La partie théorique relève, à travers l'article de Yeoh (2019), une charge de travail supplémentaire imposée par cette réglementation. L'interview 1 affirme être d'accord avec ce point et ajoute que la mise en place de MiFID II demande énormément de temps. Bien que cette réglementation ait un fort pouvoir de transformation, principalement au niveau des actifs cotés car elle cible les clients retail qui sont plus ciblés par ce genre de produits. Cependant, dans l'interview 11, il a été estimé que 90% de la population retail n'a qu'une maîtrise très limitée en termes d'investissement durable. S'il est positif pour l'éducation durable de ses clients que l'agent de banque les informe sur les différentes manières d'inclure des critères ESG dans leurs investissements, peu sont ceux qui passent le cap. En effet, si une minorité accepte de déterminer des préférences en matière de durabilité, les clients laissent encore très souvent à la banque le choix de la marche à suivre. Cet interview met donc en avant que MiFID II informe les clients retail sur la possibilité d'inclure des critères ESG dans leur investissement, mais qu'une réglementation qui contraindrait la banque à ne proposer que des produits verts (vert clair ou vert foncé) serait plus encline à verdir l'investissement retail.

Les interviews 3 et 7 ne remettent pas MiFID II en cause. Ils soulignent le fait qu'il est difficile de gérer et respecter précisément les souhaits des clients lorsqu'ils définissent leur taux d'alignement à la taxonomie dans le questionnaire. En effet, il y a des mouvements presque quotidiens dans les portefeuilles d'un fonds qui sont susceptibles de modifier son alignement et donc plus ou moins travestir les souhaits initiaux des clients. Les outils capables d'avoir accès à ces informations sont généralement des plateformes à la technologie très pointues et ne sont pas accessibles pour tous. L'interview 3 ajoute que le mécanisme de transmission de cette information n'est actuellement pas suffisamment efficace à ce jour et met donc en évidence que le manque d'assurance externe du rapport périodique d'un fonds est un enjeu de transparence majeur.

L'avis partagé dans l'interview 10 est beaucoup plus tranché et négatif. Il affirme que les régulateurs européens ont « mis la charrue avant les bœufs » avec cette réglementation. Il y a deux côtés à cet avis, le premier est que le marché n'est pas assez mature que pour offrir les produits aux clients. Ceci a d'ailleurs été démontré dans l'annexe 2, lors de l'interview 11, où le seul produit offert à un client ayant un profil MiFID II moyennement exigeant était un compte épargne. Le deuxième point mis en avant est que le formulaire MiFID II est tellement compliqué qu'il devrait s'adresser à une clientèle de professionnels avérés et non à des clients retail qui sont peu au fait de la réglementation, un point qui résonne avec l'article de Yeoh (2019). L'interview 11 nuance ce deuxième aspect en disant que la personne s'occupant de récolter le profil MiFID II est consciente de la réglementation et peut donc introduire la clientèle la moins exposée à la réglementation à la notion d'investissement durable, une piste pour réorienter ce type d'investissement vers des investissements plus verts.

« Fit for 55 »

D'après l'interview 1, il est important de noter que les investisseurs principaux, afin d'arriver aux objectifs ambitieux de « Fit for 55 », seront les pouvoirs publics européens. C'est un pouvoir d'investissement propre non négligeable. Sans les pouvoirs publics, il y aurait à l'heure actuelle, plusieurs entreprises ou activités qui ne seraient pas rentables au vu de leur développement vers la durabilité. Si on prend l'exemple de l'énergie qui est subventionnée dans la plupart des états membres par exemple, c'est un secteur-clé pour la transition énergétique. Au même titre que la gestion des déchets ou la gestion de l'eau, ce sont des entreprises privées qui bénéficient d'une manière ou d'une autre des investissements des pouvoirs publics. Cette caractéristique fait que cette réglementation n'a pas été abordée par d'autres interviews.

Les ratings ESG

La littérature scientifique consultée ci-dessus présente un large éventail d'observations critiques concernant les ratings. Peu d'interviews vont à l'encontre de celles-ci.

L'interview 1 commence par comparer les ratings à la réglementation. En effet, les règles de transparence permettent aux promoteurs de fonds classiques et aux LPs des fonds de Private Equity d'avoir des informations sur les différents fonds d'investissement. Dans le même sens, les ratings cherchent à agréger les données qu'ils collectent afin de commercialiser une notation sur le fonds en question. Cette notation, basée sur de l'information, impacte l'allocation de capitaux faite par les investisseurs. Cependant, il affirme ne pas être sûr que ce soit de bons éléments de données, comme souligné par Liang & Renneboog (2020), mais qu'ils permettent malgré tout cette réallocation. Cela dit, l'interview 1 précise que décider de réallouer ses capitaux, que ce soit sur base d'un rating, d'un label ou d'une réglementation telle que la SFDR ou la taxonomie, ne signifie pas que ce soit un bon choix, à défaut d'être une bonne intention.

Les interviewés émettent bon nombre de critiques par rapport aux ratings. En effet, beaucoup pensent qu'un investisseur peut choisir son rating en fonction de l'agence de notation qu'il choisit. Ils souhaitent mettre ici en avant les écarts significatifs et le manque de corrélation, relevés par Khachatryan (2022) et Chatterij, Durand, Levine & Touboul (2015), entre ces différents ratings. L'interview 1 met en avant trois critiques principales :

- La première est le potentiel conflit d'intérêt. L'interview met en avant le fait qu'il est difficile de pouvoir faire confiance à une agence de notation, que ce soit pour une notation financière ou durable quand ces agences vendent des notations aux GPs ainsi qu'aux LPs avec parfois des services de conseils pour améliorer les notes d'un côté.
- La deuxième est la différence de « staffing » entre une agence de notation financière « M » et son agence de notation durable sœur « M ESG ». Un analyste chez « M » va suivre un certain nombre d'entreprises afin de leur donner une notation financière, là où un analyste dans l'agence de notation durable devra suivre jusqu'à trois fois plus d'entreprises. L'interviewé, ayant été proche du sujet, souligne que malgré les outils d'intelligence artificielle, les outils super smart ou autre outils performants, il est impossible de pouvoir prendre tous les aspects qualitatifs à analyser en compte, d'un point de vue humain. D'autant plus que ces aspects qualitatifs dans le domaine ESG devraient être toute la richesse d'une telle analyse. De plus, il soulève qu'il est probablement impossible pour un analyste de vraiment comprendre l'entièreté de la portée d'un business model qui se veut durable sur base du seul questionnaire qui doit être complété.
- Et troisièmement, les différentes méthodologies. La littérature scientifique dit en effet que les agences de notations sont très opaques sur leur méthodologie. Ce que l'interview 1 souhaite ajouter ici, c'est que ces agences ne mettent pas la même importance sur le E, le S et le G. Une pondération différente des trois piliers mène à des ratings différents. En prenant le cas de la marque de voitures électriques Tesla, chère à M. Musk, il est de notoriété publique que le E est controversé entre la production des batteries nécessitant l'extraction minière de matières premières et un produit qui se veut être respectable de l'environnement. D'un point de vue social, plusieurs articles font état du traitement hasardeux des employés et ouvriers. Et finalement pour le G, plusieurs sources font état de conflits d'intérêts. En résumé, les agences sont souvent d'accord sur la cotation des trois piliers, la façon dont elles les pondèrent est donc probablement la raison du manque de corrélation.

Néanmoins, pour les investisseurs et particulièrement ceux qui s'orientent vers des actifs cotés, les interviews 1, 3, 5, 7, 8, 9 et 10 partagent que la manière la plus efficace d'utiliser les ratings est de souscrire un abonnement à toutes les agences de notations afin de récupérer les données consolidées et de refaire son propre rating. C'est une pratique qui est estimée, par plusieurs, être utilisée par 80% des grosses sociétés de gestion. Ils jugent que de cette manière, le rating interne obtenu corrige plusieurs biais de base des ratings traditionnels et qu'il est beaucoup plus pertinent car la manière interne d'agrèger les données suit le modèle de gestion de ces entreprises. L'interview 3 complète cette idée en disant qu'un rating peut être intéressant si on compare son évolution à lui-même plutôt que de comparer les ratings entre eux. L'interview 9 remarque cependant que cette technique de consolidation interne n'est positive qu'à l'échelle de l'entité et que des ratings fiables et corrélés pourraient servir d'outils universels pour l'investissement durable. Cet interview émet également une autre piste de réponse à ce problème de méthodologie en proposant des ratings dédiés à chacune des thématiques E, S et G. De cette manière, la consolidation n'aurait plus lieu, serait plus neutre et permettrait au public-cible de ces ratings de les consolider avec leur propre méthodologie mais avec une base commune pour tous. L'interview 3 ajoute que ces ratings sont toujours validés par la CSSF au Luxembourg ou l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France. Cependant, ils sont susceptibles d'être utilisés par univers afin de réduire l'univers d'investissement à un seul rating.

L'interview 8 soulève un point important en lien avec la proposition de l'interview 9, le prix de la donnée explose. Cette solution est-elle abordable ? L'interview 8 note que vu l'augmentation de ce prix, l'avenir des ratings est remis en cause. Les sociétés ayant le plus de moyens sont actuellement en train de composer des équipes d'analystes afin d'internaliser la démarche. En effet, la réglementation demandant de plus en plus de divulgation de la part des fonds et des entreprises ciblées par les investissements, ceci permettrait des économies d'échelles pour les sociétés de gestion.

Toujours en lien avec la solution proposée ci-dessus par l'interview 9, l'interview 3 observe qu'un fonds peut avoir un super rating sans pour autant contribuer à la taxonomie. Ce n'est pas une critique car ce fonds est peut-être porté sur l'humain et ne contribue donc pas aux défis de cette taxonomie. L'objection formulée ici est que les ratings, bien que réglementés par les lois européennes en vigueur d'une manière ou d'une autre, ne prennent pas en compte ces différentes lois. L'interview ne fait cependant pas l'éloge des ratings et remet en cause leur existence car ils n'apportent pas plus d'informations que celles déjà disponibles à travers les PAI et la taxonomie.

Cependant, l'interview 3 affirme que les méthodologies sont encore trop opaques et que ces notations manquent de corrélation entre les différentes agences de notations, critiques déjà relevées par Abhayawansa & Tyagi (2021). L'interview émet un autre argument critique par rapport à ces ratings : si une société de gestion décide de composer un fonds avec des entreprises qui ont un pourcentage d'alignement défini, si le rating change ou que l'agence modifie sa méthodologie, qu'advient-il du fonds ? Est-ce que désinvestir n'est pas contre-productif ? L'interview relève donc un problème lié aux ratings qui n'aurait pas lieu avec un label par exemple, car la méthodologie d'un fonds labellisé est une partie de ce sur quoi repose le label. En plus de ce problème d'opacité, l'interview 4 fait remarquer que plusieurs agences de notation peuvent obtenir un rating pour un fonds à partir du moment où au moins 70% des assets sont couverts, à peine plus de deux tiers. En plus de passer à côté d'un grand nombre d'informations, les ratings ne sont pas en mesure de prendre les aspects qualitatifs d'une stratégie ESG en considération.

Bien que fort décriés, les ratings restent une source d'informations intéressantes, offerts par des agences de notations crédibles et qui ont une réputation à garder, donc une grande objectivité à garantir. L'interview 6 estime que cette notation externe permet aux investisseurs d'avoir une idée de la philosophie d'un fonds et avec une confiance différente de la classification SFDR émanant

directement du fonds lui-même. L'interview 10 ajoute que les règles de divulgation devenant de plus en plus contraignantes et forçant le reporting des entreprises, ce seront des sources en or pour les ratings qui auront ainsi des données fiables, auditées et complètes sur lesquelles baser leur notation. Cela représente une nette amélioration de cet outil qui néanmoins ne prend toujours pas en compte les aspects qualitatifs.

Les labels ESG

Du point de vue de l'agence de labellisation interviewée, un label est une garantie de transparence supplémentaire. Contrairement aux ratings qui peuvent être attribués à partir du moment où 70% des assets sont couverts grâce à des méthodes basées sur des données quantitatives, un label va avoir une approche très qualitative. Cette approche est jugée nécessaire car, comme cela a été dit dans l'interview 1, une agence de labellisation ne pourrait pas évaluer quantitativement la partie « people & governance ». D'après l'interview, un label est quelque chose de plus sélectif que le rating, le but n'étant pas que tous les fonds soient labellisés. Le label valorise et récompense le travail qui a été fait par les fonds afin de mettre en avant les meilleurs d'entre eux ou plutôt ceux qui se conforment au mieux aux réglementations en vigueur, voire qui les dépassent.

Pour l'interview 1, il y a deux enjeux principaux concernant les labels. Premièrement, malgré la prolifération du nombre de labels comme discuté dans la partie théorique, il n'y a pas de label pour chaque secteur. L'exemple pris dans ce cas est celui du lieu de travail de l'interviewée, un fonds d'impact. Il n'y a pas de label pour ce type de fonds. Dans leur cas, ils ont décidé de faire l'exercice relativement compliqué d'obtenir le label ESG de Luxflag pour des fonds d'impact sachant que ce n'est pas exactement la même chose. L'interview 4 décrivant Luxflag comme l'agence de labellisation de produits financiers à Luxembourg. Cependant l'interview 1 ne dit pas que la prolifération de labels n'est pas un problème. Cette prolifération, établie par Ramos et al. (2022), demanderait une éducation beaucoup trop importante aux investisseurs afin de pouvoir différencier ces labels entre eux. L'interview 3 confirme cela ; d'après celui-ci, tout comme pour les ratings, la méthodologie entre les labels n'est pas la même, ce qui soulève des problèmes similaires à ceux des ratings. De plus, le fait que des pays différents aient chacun un label différent peut être perçu comme un obstacle.

Le deuxième enjeu est, d'après l'interview 1, que le fait d'avoir ce label n'implique pas toujours de meilleures pratiques d'investissement, d'avoir plus d'impact en sous-jacent ou d'avoir mieux alloué ses capitaux que la SFDR par exemple. Le label va plus loin que la réglementation dans le sens qu'il demande de démontrer que les méthodes de scoring d'un portefeuille sont en ligne avec les exigences du label. Le seul exemple de label estimé exigeant dont il a été question dans cet interview est le label Greenfin. Outre ce dernier, l'interview 1 estime qu'un label n'est pas une assurance que le fonds porteur de ce label soit plus performant, au niveau financier comme au niveau de l'impact, qu'un fonds article 9 non labellisé. C'est d'ailleurs ce que remarque l'interview 10 en disant qu'il y a peu, tous les fonds sustainable proposés étaient des fonds articles 8 ou 9 labellisés, mais ce n'est plus le cas maintenant. A l'heure actuelle, 100% des fonds durables sont toujours articles 8 et 9 mais seulement 75% sont encore labellisés. Cela leur permet d'inclure des fonds toujours très qualitatifs en ce qui concerne leur durabilité mais qui ne sont pas labellisés. Ce changement de philosophie souligne l'amélioration des méthodologies internes des promoteurs de fonds. C'est aussi une preuve que la réglementation gagne en efficacité.

L'interview 1 pense que les labels sont plus dirigés vers les investisseurs retail que vers les investisseurs institutionnels même si ces derniers les apprécient. L'interview 3, comme cela a été fait pour les ratings, remet en cause l'existence même des labels qui n'apportent pas plus d'informations que la

SFDR. L'interview de l'agence de labellisation affirme, en effet, que certains utilisent, à tort, la classification SFDR comme un système de labellisation. L'agence explique que le label va plus loin que la réglementation et s'y adapte lorsque celle-ci évolue afin de toujours mettre en avant les fonds les plus investis dans une démarche durable. La question posée par l'interview 3 est de savoir si un label sera toujours nécessaire lorsque la réglementation sera coercitive au point que tous les investissements faits soient conformes à la définition d'investissement durable. Questionnement retrouvé dans les interviews 9 et 10, le 10 notant que les labels vont évoluer afin de satisfaire un public exigeant mais que la réglementation devrait être suffisante sur le plus long terme.

À l'heure actuelle, les labels disent apporter une garantie de transparence sur le marché. L'interview 3 explique que si un label apporte quelque chose de plus, il se doit d'être plus restrictif que la réglementation et que cette restriction soit clairement visible lors de la labellisation. Le but de ce commentaire est de réduire la masse d'informations destinées aux investisseurs et d'augmenter la transparence et l'homogénéité des labels. L'interview 10 va plutôt dans le même sens en disant que les labels ne sont pas suffisamment connus et reconnus, une réponse au problème d'informativité relevé par Lyon & Montgomery (2015) et qu'ils ont besoin de faire plus de communication pour que les investisseurs comprennent ce qu'ils apportent de plus que la réglementation et aient confiance en leur méthodologie.

De plus l'interview 3 propose la solution des critères communs pour tous les labels européens et d'avoir une assurance externe, par un auditeur qui reverrait ces critères. Il soulève un certain conflit d'intérêt pour les labels européens qui, à des degrés différents, définissent et revoient ces critères avec un audit externe réalisé sur ces mêmes critères. Sans cela, le risque est de considérer les labels comme de simples outils de marketing. Les interviews 6, 7, 8 et 11 vont d'ailleurs dans le même sens que l'interview 3 et pensent que les labels sont des outils marketing afin de légitimer les démarches durables d'un fonds. L'interview 8 allant jusqu'à dire que c'est du marketing avec un véritable risque de greenwashing. Les autres interviews voient les labels comme un outil plus positif, comme dit plus haut, car cette démarcation permet aux investisseurs, moins éveillés en termes d'investissement durable, de se rassurer quant à la philosophie du fonds en question. L'interview 4 est sur la même longueur d'ondes et prend l'exemple du label belge Towards Sustainability, qu'il affirme être fortement soutenu par les autorités belges et poussé à des fins de distribution.

Discussion

Interprétation des résultats

Pour rappel, la question de recherche de ce travail est « *Réglementation européenne, Ratings ESG, Labels ESG. A l'heure de réconcilier la Finance et la planète, comment ces outils contribuent-ils à la réorientation des flux de capitaux vers l'investissement durable ?* »

Face à la réticence des investisseurs institutionnels à compromettre leur rentabilité financière en faveur de l'amélioration de la performance environnementale de leurs investissements, émerge la question de savoir si la responsabilité d'assurer ces deux aspects sans compromis incombe aux gestionnaires d'actifs. Alors que plusieurs entretiens convergent pour affirmer que l'évolution des pratiques d'investissement est nécessaire, notamment en optant pour des stratégies à plus long terme, il est de plus en plus admis que le rendement financier et le rendement écologique ne sont pas nécessairement antinomiques. En effet, plusieurs interviews mettent en évidence que des entreprises et des secteurs qui intègrent avec succès des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance dans leur stratégie, obtenant ainsi des résultats solides tant sur le plan financier qu'en matière d'impact environnemental, parviennent à concilier les deux. Dans cette perspective, les gestionnaires

d'actifs ont un rôle crucial à jouer en identifiant et en encourageant de telles opportunités d'investissement, contribuant ainsi à la création d'un environnement financier durable et profitable à long terme.

Cependant, il convient de garder à l'esprit que malgré les avancées apportées par des outils tels que la réglementation européenne, les ratings ESG et les labels ESG, ces derniers demeurent extrêmement biaisés et limités dans leur portée. Bien que ces outils puissent exiger une transparence accrue ou des processus spécifiques, leur structure fondamentale ne repose pas sur la contrainte de résultats tangibles. En effet, le simple suivi de processus ne suffit pas à garantir des résultats concrets en matière de performance environnementale et financière. Néanmoins, il est important de reconnaître que ces outils jouent tous un rôle, à leur échelle, dans la promotion d'investissements plus durables. Bien qu'aucun de ces instruments ne soit parfait, ils ont le potentiel de contribuer progressivement à l'amélioration des pratiques d'investissement et à la mise en place d'une approche plus intégrée envers les considérations ESG, contribuant ainsi à la fois aux résultats financiers et à l'impact environnemental positif.

Il est tentant de chercher à simplifier la complexité inhérente à l'investissement durable en se référant aux labels ou aux ratings, dans le but d'aider les décideurs à prendre des décisions éclairées. Cependant, il est important de se demander si un fonds qui se conforme rigoureusement à toutes les réglementations en tant qu'article 9, qui arbore un label et bénéficie de la meilleure note de sa catégorie, surpassera véritablement un fonds également classé en tant qu'article 9, mais qui n'a pas reçu de label. Cette question soulève une réalité complexe, car bien que ces indicateurs puissent offrir une orientation et rassurer les investisseurs, ils ne sont pas nécessairement des garanties absolues de succès financier ou de durabilité environnementale. La qualité d'un fonds durable va au-delà des simples distinctions superficielles ; elle réside dans la cohérence entre ses pratiques d'investissement, ses performances financières et son véritable impact environnemental. Ainsi, le véritable défi réside dans la compréhension en profondeur de la stratégie d'investissement sous-jacente, de la manière dont elle est mise en œuvre et de son alignement avec les objectifs ESG, plutôt que de se fier uniquement à des indicateurs isolés.

En réalité, c'est là que réside la complexité intrigante du secteur de l'investissement durable. Son émergence a véritablement révolutionné un domaine qui était jadis axé uniquement sur la performance financière, se basant sur un indicateur-clé de performance simple. À présent, le paysage est bien plus complexe, avec une multitude de facteurs ESG à prendre en compte. Cela implique de synthétiser une quantité considérable d'informations afin de prendre des décisions éclairées. Toutefois, ce processus de simplification peut comporter un risque inhérent de ne pas parvenir à saisir tous les aspects importants dès le premier essai, comme le souligne Arthur (2014). La nature multifactorielle des critères ESG signifie qu'il faut une réelle compréhension et un engagement continu pour évaluer de manière précise les performances financières et l'impact environnemental et social. L'investissement durable a ajouté une couche de complexité essentielle au secteur financier, invitant les acteurs à naviguer dans un paysage plus nuancé, tout en rappelant que le chemin vers une prise de décision optimale peut comporter des défis, mais aussi des opportunités de croissance et d'apprentissage.

Il faut reconnaître que les investisseurs ont un pouvoir important sur l'orientation du secteur financier. Tant que ces acteurs-clés ne seront pas incités à embrasser l'investissement durable, ils demeureront orientés vers la maximisation de leurs profits. Le principe fondamental de la microéconomie qui considère l'homo œconomicus comme un être rationnel et maximisateur demeure en jeu. Si l'accent est mis sur la notion de maximisation des profits, il devient alors nécessaire soit d'espérer que les investisseurs redéfinissent leur conception de la maximisation des profits pour englober à la fois la

performance financière et la performance durable – une évolution qui pourrait prendre du temps –, soit de travailler à ce que la réglementation impose un changement de paradigme. Cette dernière option met en évidence une fois de plus le rôle primordial de la réglementation dans le réaligement des flux de capitaux vers des investissements durables. En effet, elle peut servir de catalyseur pour changer la manière dont les acteurs financiers évaluent leurs décisions d'investissement, en encourageant ainsi une transition vers une économie plus durable et responsable.

Il est essentiel de garder à l'esprit que tout investissement doit en fin de compte viser un rendement, sous une forme ou une autre. En effet, si les rendements sont mis de côté au profit d'autres considérations, on risque de glisser de l'investissement vers le domaine de la philanthropie ou des dons. L'investissement durable cherche à établir un équilibre délicat entre la recherche de rendements financiers et la réalisation d'un impact environnemental et social positif. Ce qui est déjà le cas comme le montrent les caractéristiques comparatives du Bloomberg Barclays MSCI Global Green Bond Index entre 2014 et 2022, telles qu'abordées dans l'interview 12. Voir graphique en annexe 3. Cela peut nécessiter un changement de perspective, où le rendement n'est plus seulement évalué en termes de gains monétaires à court terme, mais aussi en fonction de la création de valeur durable à long terme. Les investisseurs et les gestionnaires d'actifs doivent jongler avec cette dualité pour s'assurer que leurs décisions d'investissement allient pertinence financière et responsabilité environnementale, contribuant ainsi à la construction d'un avenir financier et durable solide.

Les interviews 4 et 6 mettent en lumière un enjeu crucial, à savoir le déficit d'internationalité qui entrave la réalisation des objectifs environnementaux. Bien que l'Europe ambitionne de devenir le premier continent neutre en carbone d'ici 2050 et qu'elle exige la même démarche de ses États membres, les disparités réglementaires entre régions intra ET inter européennes posent problème. Le défi réside dans le fait qu'un fonds d'investissement européen investissant en Amérique ne fait pas l'objet des mêmes réglementations qu'un fonds américain investissant localement. Cette disparité réglementaire peut créer des incohérences dans les approches d'investissement durable, entravant les efforts pour atteindre des objectifs mondiaux en matière de durabilité. Pour garantir une transition écologique réussie, il devient impératif de mettre en place des réglementations et des normes internationales plus harmonisées, permettant ainsi aux fonds d'investissement de tout horizon géographique de travailler ensemble de manière cohérente vers cet avenir financier plus respectueux de l'environnement.

L'interview numéro 7 met en évidence une distinction essentielle entre les notions d'ESG et d'éthique. Cet éclairage est illustré par des exemples concrets, tels que les mines australiennes bénéficiant d'un label ESG tout en ayant des pratiques peu recommandables en Afrique. Cette divergence souligne que la simple adhésion à des critères ESG ne garantit pas nécessairement des pratiques éthiques dans l'ensemble des opérations d'une entreprise. De même, l'illustration des Jeux Olympiques de Paris apporte un éclairage pertinent, démontrant qu'une approche plus respectueuse de l'environnement en termes de construction peut encore être entachée par des problèmes éthiques, comme l'utilisation de travailleurs non réglementés sur les chantiers. Les débats sur l'attribution des marchés et les questions entourant les épreuves délocalisées soulignent la complexité de la prise en compte simultanée de considérations ESG et éthiques. Ces exemples mettent en lumière la nécessité d'une approche holistique qui intègre de manière équilibrée les aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance, tout en maintenant une rigueur éthique pour créer un véritable impact positif sur le plan mondial.

Les réglementations visant à accroître la transparence dans les pratiques d'investissement génèrent d'énormes quantités d'informations accessibles sur le marché (Arthur, 2014). Dans ce contexte, le développement d'outils visant à faciliter le reporting d'une part, et à traiter ces données de manière

efficace d'autre part, revêt une importance cruciale. La gestion de ce flux d'informations massif nécessite des solutions technologiques innovantes, telles que des plateformes d'analyse de données avancées et des systèmes de gestion de l'information sophistiqués. Ces outils peuvent aider les gestionnaires d'actifs et les investisseurs à extraire des informations pertinentes, à évaluer les risques et les opportunités, et à prendre des décisions éclairées en matière d'investissement durable. Le développement et l'adoption de tels outils sont indispensables pour garantir que la richesse d'informations issues des réglementations de transparence soit utilisée de manière efficace, permettant ainsi aux acteurs financiers de mieux intégrer les considérations ESG dans leurs stratégies d'investissement.

Comme souligné précédemment, l'interview numéro 2 met en lumière la tendance croissante des fonds de private equity à adopter le reporting ESG en réponse à la demande des investisseurs, et ce, avant que la réglementation ne le leur impose. Cette évolution dans la mentalité des investisseurs, amorcée avant que les réglementations ne soient en place, semble porter ses fruits, avec des investissements générant des primes par rapport aux investissements traditionnels dans le même secteur. L'exemple du secteur immobilier illustre cette dynamique, où des projets adoptant des approches d'économie circulaire et utilisant des matériaux durables, comme des immeubles en bois au Luxembourg, gagnent en attractivité. Parallèlement, l'interview 2 met en exergue la pression qui pèse sur les entreprises liées aux énergies fossiles. Les startups ayant des projets en lien avec ces industries ont de plus en plus de difficultés à lever des fonds, car les investisseurs sont de moins en moins enclins à financer des initiatives qui ne sont pas alignées avec des critères ESG. Cette tendance démontre que les investisseurs sont en train de définir de nouvelles normes pour l'investissement, incitant ainsi les entreprises à réorienter leurs stratégies vers des pratiques plus durables pour rester compétitives sur le marché.

En résumé, les interviews soulignent de manière évidente que la réglementation européenne est l'outil le plus influent pour orienter les flux de capitaux vers l'investissement durable. Cette réglementation couvre un large éventail de domaines, y compris la régulation des fonds d'investissement, les ratings ESG et les labels ESG. Cependant, la réponse à cette question ne peut être réduite à cette seule considération. Les réglementations axées sur la transparence ne suffiront pas à elles seules ; il est nécessaire que les réglementations futures soient plus précises et contraignantes. La nécessité d'une assurance externe sur les rapports périodiques et la mise en place d'éléments obligatoires, vérifiables et vérifiés sont impératives. Pour établir des normes communes, les acteurs financiers doivent parvenir à un consensus, en dépit de leurs perspectives diverses. Cependant, élaborer une réglementation européenne claire et contraignante est un défi complexe, compte tenu de la diversité des pays au sein de l'UE. Le rythme d'approbation rapide des lois européennes, comme la SFDR ou la taxonomie, est contrebalancé par la nécessité d'une révision plus minutieuse à l'avenir. Cela soulève la question de la faisabilité d'un texte plus contraignant, mais la forte implication de l'UE en matières financières et de durabilité est un atout. Les outils des notations ESG, des labels et de la réglementation agissent de manière complémentaire, ciblant divers publics et adressant des aspects différents. Les sociétés de gestion s'orientent vers les notations pour guider leurs décisions, tandis que les labels sont une marque de qualité pour les gestionnaires d'actifs et offrent une démarcation pour les investisseurs retail. La réglementation, en tant qu'ensemble coordonné, reste l'outil perçu comme le plus apte à remodeler les flux de capitaux vers l'investissement durable.

Conclusion

Les enjeux environnementaux et sociaux sont plus cruciaux que jamais et la finance durable émerge comme un catalyseur de changement, transformant la manière dont les investisseurs dirigent leurs capitaux. Les réglementations européennes, les évaluations ESG et les labels ESG se dressent en tant que piliers essentiels de cette transition.

Rediriger la finance vers des investissements durables fait partie du panel de solutions disponibles pour préserver notre planète. Au départ du constat posé par les Nations unies, la réglementation européenne s'est adaptée. Des outils conventionnels tels que les ratings et les labels se sont mis en place pour contribuer à la réorientation des flux de capitaux vers l'investissement durable. Comment ces outils **contribuent-ils à la réorientation des flux de capitaux vers l'investissement durable ?**

La revue littéraire a mis en évidence que l'information-based governance et l'information-based environmental governance impliquaient le développement de ratings et de labels comme stratégies basées sur l'information afin d'évaluer les performances environnementales des entreprises et des fonds d'investissements ayant une volonté de contribuer aux objectifs fixés par les réglementations européennes, elles-mêmes en ligne avec les 17 priorités fixées par les Nations unies. A l'aune de ce qu'a fait remarquer Bullock (2011), ce travail a cherché à montrer l'efficacité de ce type de gouvernance parallèlement à la gouvernance plus traditionnelle basée sur la réglementation. Au travers des articles scientifiques étudiés, la partie théorique a mis en avant les différents biais et limites de ces types de gouvernance sans pour autant chercher à leur enlever leurs objectifs louables. Si la réglementation, les ratings et les labels ne sont pas encore jugés parfaits, il n'en demeure pas moins qu'ils contribuent à atteindre l'objectif de manière très concrète et qu'ils sont les déclencheurs d'une nouvelle vision de la finance. Celle-ci n'est plus vue comme le seul moyen de faire proliférer des actifs mais également comme un moyen de contribuer à la survie de notre planète, donc de l'espèce humaine. C'est sans doute une première dans l'histoire de l'Humanité.

La recherche empirique a permis de confirmer les atouts que représentent ces outils et également de souligner les différents biais relevés lors de l'étude théorique. Sur base de l'avis des différents professionnels des marchés financiers, ce travail a mis en évidence que la réglementation est l'outil de gouvernance le plus enclin à réorienter les flux de capitaux vers l'investissement durable. Dans un monde qui cherche des solutions, il peut paraître plus efficace, dans un premier temps, de favoriser la coercition. L'enjeu, ici, étant le long, voire le très long terme, il convient donc de nuancer ce «statement». Le nombre d'acteurs impliqués et la connaissance qu'ils ont des marchés et des mécanismes financiers sont également des facteurs importants à considérer.

C'est notamment pour cela qu'il convient de retenir que les ratings ESG sont des outils de simplification des données disponibles pour les investisseurs et restent très utilisés sur les marchés financiers. Si les ratings sont basés sur des données quantitatives visant à la plus grande objectivité possible, il est constaté que les différents ratings sont très peu corrélés (Chatterij et al., 2016), et que la divergence entre eux, largement discutée dans la communauté universitaire et professionnelle, peut conduire à des décisions d'investissement basées sur des informations trompeuses et ainsi fausser la réorientation des flux de capitaux vers les entreprises durables (Avramov et al., 2022). Cependant, la réglementation de transparence actuellement en vigueur ainsi que la divulgation de données fiables grâce à l'application de nouvelles réglementations, telles que la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), vont permettre à ces ratings de refléter une notation de plus en plus précise et cohérente sur l'alignement des fonds d'investissement à leurs objectifs durables.

En complément des réglementations et des ratings, arrivent les labels ESG. En ce qui les concerne, la critique relative à leur prolifération relevée dans la revue littéraire (Ramos et al., 2022) a été confirmée par plusieurs interviews. De plus, plusieurs de ces interviews mettent en avant le côté marketing des labels. Cette multiplicité est susceptible d'entraîner une confusion et une méfiance parmi les investisseurs, les gestionnaires de fonds et les régulateurs. Alors que certains les voient devenir obsolètes avec une évolution contraignante de la réglementation, le point de vue de l'agence de labellisation, agrémenté par l'avis d'une autre interview voyant le label évoluer afin de positionner les fonds labellisés comme best-in-class, est une piste prometteuse pour le futur des labels et leur impact dans la réallocation des flux de capitaux.

Les résultats empiriques valident les critiques émises par les différents articles scientifiques à propos de la réglementation, mais nuancent les conclusions en apportant des perspectives plus complexes et modérées. En effet, les interviews s'accordent à dire que la réglementation est une étape nécessaire dans la transition de la finance vers la finance durable. Et que ses défauts sont dus à sa récente entrée en vigueur. Afin de répondre aux attentes des législateurs et de pouvoir atteindre ses objectifs ambitieux à l'horizon 2030 et 2050, la réglementation se doit d'évoluer et d'embarquer le plus largement possible l'ensemble des pays, en Europe et puis dans le monde.

A l'heure de réconcilier la planète et la finance, une réponse tranchée à la question de recherche, en faveur de la réglementation, au dépit des ratings ESG et des labels ESG pourrait discréditer les objectifs de ces derniers. C'est pourquoi il est important de noter que, bien que la réglementation soit, d'après les professionnels interviewés, l'outil le plus enclin à réorienter les flux de capitaux vers l'investissement durable, les deux outils de l'information-based environmental governance ont également un rôle à jouer dans ce changement de paradigme. Il a été démontré que l'évolution de la réglementation actuelle vers une réglementation plus contraignante offrirait un gain de crédibilité aux ratings et aux labels en leur offrant la possibilité de s'améliorer. Les freins de cette transition peuvent être levés par des réglementations et des objectifs internationaux. Car même si l'Union européenne se considère comme le chef de file en matière de finance durable à l'échelle mondiale, le changement de paradigme requerra une mobilisation internationale et ce, à tous les niveaux. Réglementations européennes, ratings ESG et labels ESG ont bien permis de supporter l'élan en faveur des investissements durables, de les accompagner, de les communiquer et de les contrôler et ont aussi ouvert la porte des attentes pour aller un, deux ou trois pas plus loin encore.

Limites et suggestions pour les recherches futures

Lors de la rédaction de ce mémoire et la réalisation des entretiens qui l'ont enrichi, la situation économique globale traversait une période d'instabilité. La crise sanitaire était tout juste terminée mais la situation géopolitique a induit une situation d'inflation et différentes adaptations des politiques monétaires dont la constante augmentation des taux directeurs. Ces politiques ont forcément eu un impact sur les rendements des fonds d'investissement et sur la perception et la motivation des investisseurs vis-à-vis des investissements durables ou non. Cette conjoncture pourrait avoir joué un rôle et pourrait avoir impacté l'étude au vu de la méthodologie utilisée, celle-ci se basant sur un échantillon certes représentatif mais sur une période relativement courte. En effet, certaines interviews auraient pu profiter de témoignages différents dans un autre contexte économique mondial plus favorable. Il n'en demeure pas moins qu'un des exemples pris montre que sur une durée de 7 ans, l'investissement responsable est aussi ou plus rentable que l'investissement dit «traditionnel».

Outre ce constat, la méthode de collecte des données qualitatives reste pertinente. Car, indépendamment des préoccupations mentionnées ci-dessus, les interviews des profils seniors et donc expérimentés sur lesquelles se sont basées les réponses des différentes questions reprises dans la partie pratique de ce mémoire restent fiables, notamment grâce aux profils variés qui sont intervenus. Et même si l'issue de ce mémoire aurait pu être différente dans un contexte économique et géopolitique plus favorable à l'investissement, cela n'enlève rien à la validité des conclusions produites lors de la rédaction de ce mémoire. En effet, la réglementation, les ratings et les labels ne se préoccupent pas de la performance financière mais contribuent à fixer le cadre qui privilégie la transition des investissements vers la durabilité.

Un biais potentiel de ce travail provient du fait que celui-ci n'étudie pas la Non Financial Reporting Directive (NFRD) et la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). En effet, en ce qui concerne la NFRD, cette réglementation ne vise que 10 000 grandes entreprises cotées ayant plus de 500 employés, leur demandant de fournir des informations non financières dans leurs rapports annuels. Elle a été jugée trop restrictive et trop peu contraignante, ne rentrant pas dans le scope de cette étude. Pour ce qui est de la CSRD, ce travail s'est attardé sur les réglementations déjà entrées en vigueur. Et s'il est vrai que le Conseil de l'UE a adopté le texte final de cette dernière le 28 novembre 2022 et l'a publié au Journal officiel de l'UE le 16 décembre 2022, signifiant que la CSRD est entrée en vigueur 20 jours après sa publication, début janvier 2023, les premières entreprises devant se conformer à cette réglementation devront seulement publier un rapport extra-financier fin 2024. L'horizon lointain de cette directive et le manque de recul des professionnels du marché de l'investissement durable est la raison pour laquelle cette réglementation n'a pas été étudiée ici.

Ensuite, après une description lors de la revue littéraire, des trois outils les plus répandus sur le marché de l'investissement durable, à savoir :

- la réglementation,
- les ratings ESG,
- les labels ESG,

la description de la problématique se focalise sur les problèmes, limites et défis de ces outils. En effet, et comme cela est susmentionné, ces outils aux objectifs louables et reconnus ne sont pas parfaits et restent en constante évolution pour se rapprocher autant que possible de l'excellence. Les points forts et les avantages de chacun de ces outils n'entrant pas dans le périmètre de ce mémoire, ces derniers n'ont donc pas été décrits dans une des parties ci-dessus.

En plus de l'entrée en vigueur et de l'implémentation des nouvelles réglementations discutées ci-dessus, la mise en place d'un label ESG européen est une solution qui a été évoquée lors d'interviews. C'est une piste qui pourrait être intéressante à suivre. En effet, un label créé par les législateurs permettrait de lever les doutes quant à l'objectivité des labels existants. Ce label européen assurerait que les fonds qui parviennent à l'obtenir sont en ligne avec la réglementation en vigueur, celui-ci évoluant avec elle.

Une autre suggestion serait une étude comparative entre les fonds d'investissements traditionnels, les fonds d'investissements durables et le cahier des charges de Green bonds comme par exemple les European Green Bonds. Comme décrit sur le site officiel du Conseil européen, depuis le premier EU Green Bond, le cahier des charges pour leur mise en place a été travaillé pour assurer que le bond respecte les normes et les critères définis pour les financements durables. Ceux-ci comprennent les projets ou les initiatives spécifiques éligibles, les principes qui guident l'allocation des financements, les publications régulièrement requises pour assurer la transparence envers les investisseurs et le

public, les exigences pour garantir les impacts environnementaux positifs et la réduction de l'empreinte carbone, leur vérification indépendante, etc. La maturité de ce processus pourrait être de nature à accélérer celle des fonds d'investissements durables, de leurs éventuelles notation et labellisation.

Il s'agit là de différentes pistes qui pourraient conduire à une analyse complémentaire de celles menées dans le cadre de ce mémoire. Des pistes qui sont de nature à compléter et optimiser le dispositif réglementaire européen, les ratings et les labels ESG.

Annexes

Annexe 1 : Transcription des interviews

Interview 1 - Head of impact management and measurement

FW : Donc je vais me présenter en deux mots et puis je vous laisserai la parole pour la plus grande partie de l'entretien je vais dire. Donc je suis en dernière année de sciences éco à l'université de Liège. J'ai fait mon stage en fait chez LPEA où je me suis occupé de la labellisation de l'association par un label ESR national. Vous travaillez bien à Paris ?

Interview 1 : Oui, c'est ça.

FW : Donc il y a un label national qui s'applique un peu à toutes les entreprises qui montrent qu'elles prennent en compte le développement durable et toutes les caractéristiques ESG. Et donc mon rôle de stage était de l'obtenir pour l'association. Ensuite, on l'a eu, ça s'est bien passé, j'ai continué à travailler là. Et maintenant, je suis en train de rédiger un mémoire sur les outils plus de l'investissement durable cette fois-ci, donc à savoir principalement la réglementation, les ratings et les labels. Et donc voilà, pour commencer, je vous propose de vous présenter. Et puis de parler des trois outils un peu du point de vue que vous avez par rapport aux trois. Et ensuite, je vous reposerai des questions pour continuer.

I1 : Parfait. Donc moi, je suis la responsable de la mesure et du management de l'Impact dans un fond de « mid cap » européen à impact, donc on est article 9, on est labellisé LuxFlag ESG, on est également signataires des OPIM, des PRI, en France on a de la réglementation supplémentaire, donc en tout cas d'un point de vue réglementaire, on en a un peu entre guillemets, en bref, on a plusieurs couches locales européennes principalement. Voilà, et moi je travaille sur toutes les thématiques de finances durables depuis 2015, donc depuis l'accord de Paris. Ça fait donc huit ans que je travaille sur ces sujets-là et j'ai notamment travaillé pour les PRI, les principes pour l'investissement responsable. J'étais dans leur policy team, donc j'ai fait beaucoup de négociations sur toutes les thématiques qui étaient liées à la SFDR, à la taxonomie européenne à l'époque, où c'était des textes qui étaient négociés au niveau européen. De 2017 à 2019-2020. Voilà, plutôt 2020 d'ailleurs que 2019. Voilà, et puis j'ai fait également, outre les PRI, j'ai également pas mal travaillé en conseil sur toutes ces thématiques de comment est-ce que, enfin voilà, de définition de stratégies ESG pour des fonds, pour des sociétés de gestion, de mise en œuvre de ces stratégies, etc. Donc voilà un petit peu mon parcours et puis le fond pour lequel je travaille. Mais voilà, je ne sais pas si ça vous convient aussi.

FW : Oui, parfait. Donc voilà, peut-être maintenant, donner votre avis sur la réglementation.

I1 : Oui, c'est une question qui est très très large. Est-ce que vous avez une question plus précise ? C'est tellement large que...

FW : Donc la réglementation sur laquelle je me suis le plus penché, donc il y a principalement l'European Green Deal, la taxonomie, la SFDR, FIT for 55 et une petite partie sur MiFID, mais bon c'est beaucoup moins intéressant pour le sujet.

I1 : Pour le coup, je trouve que MIFID, c'est très intéressant. En tout cas, dite trop personnellement, intellectuellement, c'est une réglementation que je trouve très intéressante. Je pense que ma question, c'est plus quand vous demandez l'opinion, c'est sur leur mise en

œuvre, sur leur objectif, sur leur logique. Parce que pour le coup, vu que j'ai pas mal creusé ce sujet-là, j'ai des opinions qui sont assez variées en fonction de quel bout du package on parle.

FW : Ok, c'est vrai que je pense que vous êtes la personne la plus instruite à ce niveau-là de tous mes interviews jusqu'à présent. Mais donc, oui, peut-être pour vous expliquer plus en détail là où je veux en venir, c'est donc vraiment savoir quel est l'outil le plus enclin à rediriger les flux de capitaux vers l'investissement durable et donc faire une comparaison des trois. Maintenant, je pose une question assez large pour avoir vraiment un avis général. Et puis un peu voir la problématique qui découle des trois outils que j'analyse. Et de là, avoir un peu un avis plus précis, mais l'avis de base assez large.

I1 : Ok, non, mais très très clair. Du coup, par rapport à si l'objectif, en tout cas si le point d'entrée pour, on va dire, évaluer ces outils, c'est celui de la réallocation des capitaux, je dois reconnaître que je pense que là-dessus, la réglementation européenne, elle fait un excellent travail. Moi je l'ai vu pour avoir fait du pré SFDR et du post SFDR. Post SFDR, littéralement tout le monde voulait devenir article 9. Alors que 95 % des gens ne savaient pas ce qu'était un article 9. Donc du coup, c'est en fait un enjeu après de, oui ça réallouer flux derrière forcément à partir du moment où à minima la SFDR, c'est une réglementation qui est une réglementation de transparence et qui n'exige rien en termes de pratique. Ce qui a créé un minimum de pratique, c'est l'interprétation qu'on en fait les SA et donc les autorités de supervision. Mais dans l'absolu, l'analyse, c'est un peu la réponse de la Commission européenne quand on leur a demandé de préciser certaines définitions, c'était de dire attention, nous on pense que les méthodologies, la manière de faire, ça doit rester à la main des sociétés de gestion et/ou des fonds. Donc moi, je trouve que là-dessus, en tout cas, le package SFDR, la réglementation SFDR, elle a eu un vrai impact en termes de... maintenant si on veut convaincre dans le cadre du privé des actifs côtés des LPs de devenir investisseur, les LPs ont une classification assez simple, article 6/8/9 et il va falloir en face nous dire où est-ce qu'on veut aller, comment on veut aller et donc le cas échéant, si on était un fonds article 6, en général on est devenu un fonds article 8, donc ça force à poser des questions, ça force à se poser des bonnes questions, formaliser un process ESG. Si on était un fonds article, après si on est un fonds qui se voulait, je dirais plus rigoureux, plus structurant, en tout cas axé sur la durabilité, bah là on va devenir article 9. Et pareil, derrière se poser la question de l'alignement avec la taxonomie, des outils-là qui pour le coup, en plus quand on parle de la taxonomie, là il y a vraiment des exigences, tout n'est pas taxonomie, c'est un des reproches qu'on fait beaucoup à la taxonomie même si vous parlez à quelqu'un qui trouve que c'est plutôt intellectuellement intéressant que tout ne soit pas taxonomie. Si on considère que la taxonomie c'est la liste des activités qui contribuent à la neutralité carbone, collectivement on en est très très loin de la neutralité carbone, donc intellectuellement ça ne devrait pas être un problème, ou en tout cas moi je ne suis pas persuadée que ce soit le vrai problème de la taxonomie, que le fait que, ah bah oui, mais il n'y a pas tel secteur d'activité. Bah oui, mais tel secteur d'activité ne contribue pas à cet objectif-là, donc ce n'est pas grave qu'il n'y soit pas, c'est même plutôt normal qu'il n'y soit pas. Ce n'est pas un outil de transformation de l'économie, c'est un outil de réallocation, en tout cas pour moi, des capitaux et des investissements. Et donc à ce titre-là, elle fait son travail qui est de dire, cette niche-là, ces investissements-là, c'est des investissements qui contribuent à la neutralité carbone. Si vous n'investissez pas dans ça, ça ne veut pas dire que vous n'avez pas la possibilité de réduire l'intensité carbone de votre portefeuille, ça ne veut pas dire que vous n'avez pas la possibilité de contribuer à des objectifs sociaux, des objectifs en lien avec la gouvernance. Ça ne veut pas dire que vous n'avez pas de bonne performance ESG. Ça veut juste se dire que « you do not substantially contribute to climate change mitigation ». C'est aussi dans le substantial, ta contribution. Il peut y avoir une contribution, mais elle n'est pas forcément

substantial au regard de l'économie européenne. Et je dois reconnaître que je suis partie de ces gens qui pensent que c'est... ça veut pas dire que l'outil est mal fait, au contraire ça veut plutôt dire que l'outil est bien fait et un peu de ceux pour avoir travaillé en négociation européenne qui pensent que quand il y a beaucoup de gens qui n'aiment pas quelque chose, c'est en général qu'on touche un peu des cordes sensibles. Donc on n'a rien sans gain, donc c'est pas complètement, voilà. Après, et ce sera un peu mon deuxième point, donc du coup je pense que la SFDR pour des fonds de private equity ou en tout cas pour des fonds d'actifs privés qui, principalement, sont des fonds qui sont vendus à des investisseurs institutionnels. En tout cas, nous c'est très très vrai en France, c'est peut-être moins vrai dans d'autres géographies européennes, mais c'est vrai qu'en France, c'est quand même les actifs justement de mon côté, notamment le private equity, c'est quand même, on va dire, principalement des LPs et des larges investisseurs institutionnels. Donc du coup, la SFDR dans ce contexte-là, elle est extrêmement efficace parce que du coup, elle aide les LPs à comprendre le positionnement. Aussi, en tout cas, nous on le voit en France, c'est les LPs les plus avancés, ils commencent à comparer. Du coup, j'ai 150 fonds, j'ai à peu près maintenant des PAI chez tout le monde et donc du coup, je suis capable de comparer pourquoi est-ce que ma performance au niveau des PAI, ce n'est pas la même, je suis capable de commencer à comparer maintenant que c'est en place les alignements à la taxonomie sur des fonds article 9 et comprendre pourquoi ou pas. Donc bref, donc du coup, elle a quand même pour moi, elle a été très efficace. MiFID, ça prend du temps, mais moi je pense que MiFID a un vrai pouvoir au niveau, plutôt là du coup des actifs cotés, parce que du coup en général le retail, ils ont quand même un peu plus de cotés que d'institutionnels, ils ont aussi des institutionnels, mais ils ont quand même pas mal de cotés. Je pense que du coup MiFID là-dessus, c'est un vrai pouvoir de transformation parce que pour le coup, après on reste, à partir du moment où on est déjà... pardon, c'est un vrai fait parce que du coup, on suit les préférences de l'individu. Après là où je pense que ça peut être assez décevant, c'est qu'on a dit pendant très longtemps, et je sais que c'était quelque chose que notamment les PRI disaient beaucoup, vous savez, le pensionnaire, ou en tout cas la personne qui place sa retraite pour lui, vraiment l'enjeu de la durabilité, c'est très très haut dans sa liste de choix. Et je pense que le problème qu'on a eu collectivement au niveau de notre industrie, c'était qu'on oubliait de demander aux pensionnaires, est-ce que c'est important pour vous ou est-ce que le fait d'avoir une retraite est plus important pour vous ? Et je pense qu'il y a eu quand même un peu de confusion parce que oui, c'est important pour eux. Après, si on leur dit, c'est soit de la rentabilité, soit des impacts positifs sur le climat, je ne suis pas sûre qu'ils sont si différents que ça d'un positionnement d'un LPs qui te dit ben moi, je voudrais les deux mon capitaine et en priorité le financier ou au moins autant le financier que l'impact. Et quand même nous, ce qu'on a beaucoup, je pense que globalement, des investisseurs qui sont prêts à ce truc, vraiment significativement, sacrifier de la performance financière pour avoir de la performance, on va dire, durable, je ne suis pas persuadée qu'il y en ait tant que ça. Donc du coup, après, charge à nous, investisseurs, de réussir à faire les deux à la fois. Mais ça, c'est aussi notre métier d'investisseur que de trouver des entreprises qui savent faire les deux. Je pense que là, après, ça nous questionne un peu nous sur nos pratiques. Bref, mais donc voilà, moi je trouve que SFDR, MiFID, Taxonomie sur le papier, c'est vraiment des réglementations qui ont restructuré le marché. Enfin voilà, pour moi, il y a vraiment eu en tout cas un pré SFDR et un post SFDR où plein de gens qui ne faisaient rien se sont mis à devoir faire des choses, où des gens se sont posé des questions sur comment est-ce que je fais évoluer mon produit. Et c'est vrai qu'après là où ça a été un peu on peut dire un peu le derrière, c'est après ça reste des outils de transparence. Donc par définition, ça n'exige aucune typologie d'action, il n'y a pas de minimum, vous pouvez faire ce que vous voulez au sein de ces critères. Et donc du coup, pour le coup, il y a des vrais risques de greenwashing qui sont associés

à ces réglementations-là. Après, encore une fois, quand on parle de relations entre des LPs et des GPs, notamment, on est censé avoir autour de la table un peu des gens qui des deux côtés savent de quoi ils parlent. Il y a aussi de quoi poser des questions. Et moi je fais partie de ces gens dans le secteur, au sein des GPs, qui disent, ben moi je pense que les LPs ont encore un grand chemin à faire pour nous questionner, pour se poser des questions sur les pratiques des GPs parce que je pense que beaucoup de LPs sont encore assez nouveaux sur ce sujet-là et donc du coup ne creusent pas nécessairement ou n'exploitent pas complètement toutes les informations qui leur ont été fournies grâce à ces réglementations. Et du coup c'est plus cette transition-là pour moi qui est un enjeu, c'est de dire bon bah voilà, maintenant qu'on fait cet exercice de transparence, comment est-ce qu'on s'en saisit ? Comment est-ce qu'on avance ? Et comment est-ce que les LPs se saisissent de ces disclosures pour avancer dans leurs réflexions et même pour sélectionner les bons GPs qui arrivent à faire les deux ? Donc ça c'est un peu moi ma vision des choses, je pense que je fais partie des personnes qui sont optimistes. Pourquoi ? Parce que pour moi quand on parle de réallocation des capitaux, on ne parle pas de « ah oui, mais vous comprenez pour moi c'est trop compliqué la SFDR ». Je trouve que généralement les acteurs qui disent « la taxonomie c'est trop compliqué, la SFDR c'est trop compliqué ». Nous on a fait la SFDR, on a fait la taxonomie, je pense qu'on fait partie des quelques fonds qui ont publié leur alignement taxonomie avec l'aide d'un cabinet d'audit qui se sont fait beaucoup challenger sur ce sujet-là pour essayer d'évaluer la qualité de la donnée. Oui c'est compliqué, on va pas se mentir, mais aussi on a quand même eu un ensemble de clarifications, un ensemble de... enfin bref, pour moi, ce qui dit « c'est tellement compliqué que je ne sais pas faire », c'est ceux qui n'ont pas très envie de le faire pour être très transparente. Enfin, c'est plutôt comme ça que je le perçois, parce que, en fait, c'est encore une fois des réglementations de l'ordre de la transparence. Donc, du coup, vous avez le droit de dire « j'ai réussi à faire ça », « voilà comment j'ai fait ». Enfin, rien ne vous empêche de contextualiser les résultats de votre analyse. Mais donc, ça ne veut pas dire que vous ne pouvez pas faire l'analyse, c'est juste que faut la contextualiser. Et après, oui, quand on vous dit un objectif d'investissement durable, charge à vous de la définir et après, charge à vos LPs, et charge aux investisseurs de questionner votre méthodologie d'investissement durable. Pour moi, dire que c'est aussi de l'ordre des investisseurs, des gens qui me confient leur argent que de se poser la question sur est-ce que je suis d'accord avec les méthodologies qui sont employées, ça ne me semble sincèrement pas quelque chose qui est complètement incohérent ou en tout cas même au contraire quelque chose qui est plutôt cohérent à partir du moment où ce qu'on cherche à faire c'est, encore une fois, réallouer les capitaux. Parce que ce qu'on dit c'est que vous, responsables, enfin en tout cas la personne qui investit, qui est en train de choisir un gérant pour vos fonds, bah voilà leur méthodologie, voilà les différentes performances de leurs fonds, bah... Comment vous vous positionnez ? Vous pensez que c'est bien, vous pensez que ce n'est pas bien ? Au même titre qu'eux, ils ont une opinion sur le taux de rentabilité, qu'ils ont une opinion sur la capacité de différentes GPs à sourcer des deals, à sourcer des bons deals, qui regardent les track records, enfin bref. Tout ça pour dire que moi je trouve vraiment plutôt que là-dessus, la SFDR et la taxonomie et MiFID font un bon travail. Après, c'est juste que ça prend du temps et c'est bien normal parce que pour beaucoup de gens, c'était un sujet qui était nouveau. Il y a eu pas mal de confusion et que forcément les confusions ça prend toujours un peu de temps à être éclairci. Mais moi je pense qu'il ne faut pas jeter le bébé avec l'eau du bain. Je pense que ce serait trop dommage de dire « Rien ne fonctionne, il ne faut pas l'utiliser » parce qu'il y a certains bouts qui sont des bouts qui sont objectivement sous-optimaux. Donc je suis la première à dire que les indicateurs, les PAI ne sont pas du tout adaptés à du private equity. Il s'est fait pour des grandes entreprises. Donc du coup ça force de la disclosure sur des sujets peut-être pas pertinents pour du PE. Mais à la fois, ça ne veut pas dire que le concept des PAI n'est pas bon. Je suis la première

à dire que le problème c'est qu'il y a une grande confusion au niveau du marché entre des exigences de transparence et un label. Un fonds article 9, encore une fois il n'est pas labellisé article 9, arrêtez de considérer que c'est un label, ce n'est pas un label, c'est un régime de transparence. Ce n'est pas du tout la même chose, ce n'est pas du tout la même logique, mais ça veut pas dire que 1, un régime de transparence n'est pas utile. Et ça ne veut pas dire que tous les fonds article 9 ne servent à rien ou qu'il faut arrêter d'allouer des capitaux à des fonds article 9 parce que risque de greenwashing. Je pense qu'on est dans cette phase où on a eu un tout d'un côté où tout le monde a dit bon ben voilà on va tous faire article 9 et après on a eu un retour de bâton énorme où tout le monde dit maintenant ah ben moi j'ai trop peur vous comprenez vu qu'on ne sait pas exactement chacun des détails de l'interprétation du pourquoi du comment. Moi je ne veux pas le faire je préfère être article 8, etc etc. Voilà je pense qu'on est un peu dans une phase où on repart trop dans l'autre sens. Donc ça, c'est mon point par rapport à la réglementation, par rapport aux labels, pour moi, les labels, sincèrement, il y a plusieurs enjeux. Le premier enjeu, c'est qu'il y a en tout cas, pour nous, en tant que fonds d'impact, l'objectif, le vrai problème, c'est qu'il n'y a pas de label pour les fonds d'impact, c'est que des labels ESG. Donc du coup, forcément, on applique des labels ESG à des fonds d'impact, ce qui est toujours un peu un exercice assez compliqué parce que l'impact, l'ESG, ce n'est pas exactement la même chose. Après labelliser des processus ESG en tant que fonds d'impact, moi je pense vraiment que ça peut être une bonne idée. Ça permet de justifier du fait qu'on a bien fait les choses. Une fois qu'on dit ça... Moi de manière très transparente, très sincèrement pour moi avoir le label Luxflag ESG n'implique pas de meilleures pratiques d'investissement ou d'avoir un des investissements sous-jacents, enfin d'avoir plus d'impact en sous-jacent ou d'avoir mieux à louer ses capitaux que la SFDR. Sincèrement pour moi en fait c'est juste des process, on vous demande juste de démontrer que vous avez des méthodes de scoring, que vous avez bien scoré votre portefeuille. Après comment vous avez scoré, quels sont les données d'entrée, enfin ça reste extrêmement peu exigeants en fait les labels et les seuls labels très exigeants ou en tout cas moi le label que je connais qui est plus exigeant c'est Greenfin. Greenfin le reproche qu'on lui fait systématiquement c'est « ah mais oui vous comprenez Greenfin personne ne peut l'avoir parce qu'il est trop compliqué à avoir » et c'est un peu comme la taxonomie moi je trouve que c'est ces cadres où on vous explique que personne ne peut le faire parce que c'est trop compliqué c'est peut-être qu'il touche quelque chose qui dit aussi beaucoup de choses justement de cette chose qu'on a partiellement, mais pas complètement résolu au niveau du secteur de la finance durable qui est de dire à un moment, c'est quoi le trade-off entre performance financière et extra-financier ? Ou en tout cas, comment est-ce qu'on met en cohérence des impératifs qui sont des impératifs qui ne sont potentiellement pas toujours alignés ? Voilà, donc je pense qu'il y a ça, même si Greenfin aussi, la difficulté, nous ça a été le cas, c'est que Greenfin c'est en gros... un label qui a été quand même fait pour des fonds infra verts. C'est quand même très spécifique. D'ailleurs, également, un des reproches qu'on pourrait faire à la taxonomie, qui est un peu cette tendance, a du coup surfocalisé sur les enjeux des infrastructures, même si la réponse à ça étant que dans le cadre d'une contribution substantielle au climate change mitigation, ce n'est pas « complètement stupide » de penser que les infrastructures sont un des bouts les plus importants. Voilà et pardon le troisième levier c'était je sais plus lequel c'était.

FW : Les ratings.

I1 : Les ratings, alors moi bon je suis du non-côté donc voilà moi les ratings effectivement je suis, je pense sur la base du, de ce que je dis sur les labels. Pour moi les ratings, je suis que très partiellement... En tout cas là encore, je pense que c'est de la transparence, ou en tout cas, c'est des éléments de données qui sont clairement, enfin qui impactent l'allocation qui est faite par les

investisseurs. Je ne suis pas sûre que ce soit de bons éléments de données. En fait, je pense que oui, les ratings clairement, mais comme les labels, clairement, ça fait bouger les capitaux. Après, au même titre que la SFDR et que la réglementation, je ne suis pas plus persuadée que ça pousse à faire des choix qui sont entre « des bons choix ». Moi, j'utilise assez souvent ces exemples-là, mais il faut quand même garder à l'esprit que les ratings, en fonction grosso modo du « rater », vous choisissez aussi le rating de votre boîte à un point de vue ESG. Donc déjà, ça, ça peut, ça peut... Voilà, il y a quand même des écarts qui sont des écarts assez significatifs. Je pense que le rating extra-financier a exactement les mêmes enjeux que le rating financier, c'est-à-dire qu'il y a quand même des vraies... Les agences de notation, c'est quand même des acteurs qui sont des acteurs qui sont potentiellement conflictés et qui, du coup, à partir du moment où ils vendent, à la fois des notes aux entreprises et aux investisseurs, avec parfois même des services de conseils pour améliorer les notes d'un côté. On peut se poser des questions. Pour moi, du côté du rating, ce qui est compliqué, c'est plus que c'est un modèle qui, très sincèrement, est un modèle sur lequel, moi, entre guillemets, à titre personnel, je ne ferai pas confiance à un rating. Est-ce que le marché leur fait confiance ? Oui, moi, personnellement, dans le cadre de mes travaux, je ne leur ferai pas confiance pour être très honnête parce qu'encore une fois, il y a un papier très récemment qui est sorti qui montrait que je crois que l'écart de staffing entre une agence de notation... Enfin en gros, si on prend Moody's et Moody's ESG : chez Moody's, un analyste suit, mettons, 40 entreprises. Alors que chez Moody's ESG, c'est 120. Donc en fait, il y a un enjeu aussi tout simplement de staffing au niveau des agences de rating ESG qui est juste qu'elles ne sont pas assez staffées et pour connaître plusieurs personnes qui ont passé des entretiens et pour certains qui ont travaillé dans ce genre d'agence, quand on vous explique qu'un analyste est censé suivre plusieurs milliers d'entreprises, vous vous dites qu'il ne peut pas faire du bon travail, il ne peut pas... enfin je suis désolée, mais c'est juste un truc très humain de... et vous pouvez m'expliquer qu'ils ont de l'IA, qu'ils ont des trucs de données super smart, des outils géniaux. Après il y a aussi une réalité qui est que oui, un élément de performance, comment dirais-je ? Enfin, il y a des éléments qui peuvent être collectés d'un point de vue de KPI, donc qui peuvent être analysés par différents outils digitaux. Je pense qu'il ne peut, il n'en reste que. Il y a aussi beaucoup de qualitatifs à analyser, en particulier sur l'ESG. Je pense qu'il faut arrêter collectivement de se fourvoyer là-dessus. Il y a beaucoup de qualitatifs. Au contraire, c'est la richesse de nos analyses que d'abord aussi du qualitatif. Et donc, du coup, par définition, tel portefeuille d'entreprise à suivre pour une seule personne, ça ne peut pas marcher parce qu'on ne peut pas regarder de qualitatifs, on peut à peine regarder le questionnaire qui est rempli par les entreprises pour avoir travaillé pour des entreprises qui étaient « ratées » par des agences de notation sur la base des questions qu'elles posent, en général, les analystes ne comprennent pas le business de l'entreprise, ne comprennent pas ce qui est risqué au niveau de l'entreprise. Donc voilà, du coup, moi, ma vision des ratings, c'est est-ce que ça contribue à louer des capitaux ? Oui. Au demeurant je ne pense pas que ça contribue à louer des capitaux entre guillemets des... enfin voilà je suis pas sûre que ça aide à le faire pour des actifs qui sont particulièrement... pardonnez-moi l'expression, mais du coup bien... enfin bon. Après tout dépend du truc, mais je ne suis pas plus convaincue, et du coup moi à titre personnel c'est vrai que je trouve que la manière la plus intelligente d'utiliser les agences d'une notation ESG surtout quand on fait du côté, c'est juste de récupérer la consolidation des données ESG et de refaire son propre rating. Et c'est ce que font à peu près 80 % en tout cas, chez les grosses sociétés de gestion, en général, ils ont des abonnements chez toutes les agences de notation, ils récupèrent les données ESG chez tout le monde, ils les comparent et ils font leurs propres notations et leurs propres analyses au sein de leurs équipes ESG. Je pense notamment à Mirova. Je pense notamment... même s'ils sont assez critiqués à Amundi qui fait ça, qui en fait, prennent toutes les notes, pas tant pour regarder les

notes que pour regarder la donnée sous-jacente et faire tourner leur propre modèle. Et ça, du coup, ça me semble plus que le rating en tant que tel. Je pense que leur capacité à agréger, plutôt, pardon, en bon français, de la donnée ESG est beaucoup plus pertinente. Donc voilà, et donc du coup, ma conclusion, c'est un peu ça, c'est de dire que c'est que des outils qui permettent de réallouer des capitaux, c'est juste qu'ils le font de manière différente. D'autant plus que les agences de notation, pour moi, elles le font vraiment. C'est vraiment l'allocation des GPs et pas l'allocation des flux au niveau des investisseurs, on va dire, soit institutionnels, soit à retail. Je pense que les labels sont potentiellement, en tout cas, c'est ce qu'on dit beaucoup, potentiellement plus d'impact au niveau des investisseurs individuels que des investisseurs institutionnels, même si les investisseurs institutionnels, ils aiment bien les labels maintenant aussi. Et puis je pense que la réglementation là-dessus, en fonction on va dire un peu des différents cadres de réglementation, elle a un vrai pouvoir d'accélération au niveau des investisseurs, que ce soit pour le coup, pense aussi bien dans l'allocation. Enfin je pense que là où c'est assez intéressant, c'est que je pense que la réglementation, elle arrive à faire les deux en fonction des textes en tout cas, elle a à la fois un impact sur l'allocation sous-jacente. Enfin donc... un impact sur les GPs dans le cadre de ce dans quoi ils investissent et à la fois un impact au niveau, on va dire, du passage de l'investisseur au gérant, enfin de « l'asset owner » à « l'asset manager » pour dire ça très génériquement. Voilà, mais, je pense, juste que ce qu'il faut garder à l'esprit, en fait, c'est que tous ces outils sont extrêmement biaisés, ils sont extrêmement limités et que pour la grande majorité d'entre eux, c'est soit des exigences de transparence, soit des exigences de process. Mais il n'y a structurellement aucun de ces outils qui exigent des résultats. On est vraiment encore dans le « c'est quoi vos processus ? », « je vous demande de faire des choses, je vous demande d'être transparent sur ce que vous faites, mais je n'exige pas de résultats ? ». Et c'est vrai pour le coup, c'est vrai de partout. Et je pense que c'est là où, par définition, au regard de la question que vous avez évoquée au début, on peut avoir une vraie dissonance. Parce qu'on peut avoir tous les bons processus et quand même être investi dans « du charbon », dans du « ci », dans du « ça ». Intellectuellement ce n'est pas impossible d'avoir un processus ESG qui dit bah genre ici dans du dans du charbon parce que vous comprenez, on est en train de faire transitionner la boîte engagement, je suis au board de « ci » de « ça ». Donc voilà, c'est comme tout outil ils ont leurs biais. Du coup c'est important de quand on analyse leur impact et leur qualité et défaut de garder à l'esprit que tous ont des biais et que tout sont des choses de manière divers et variées.

FW : Ok, ben parfait, je profite de cette phrase qui dit que « tous ont des biais pour rebondir ». Donc dans ma recherche, c'est vrai que j'ai trouvé pas mal de biais par des articles scientifiques. Donc pour prendre quelques exemples de la réglementation, dans le Green Deal, particulièrement, ils disent que ce sont des politiques qui ne sont pas contraignantes, que la taxonomie c'est bien, mais que c'est une large charge bureaucratique supplémentaire, indépendante je vais dire de tout ce qui est vraiment financier, économique. Qu'elle ne couvre pas tous les aspects, mais bon ça vous en avez déjà parlé. Que la SFDR...

I1 : Parce que la SFDR ce n'est que de la disclosure, c'est pareil, il n'y a rien d'obligatoire dans la SFDR. C'est son vrai problème.

FW : Fit for 55, c'est un calendrier très ambitieux et c'est un coût de mise en œuvre très important. Pour les ratings, j'ai vu un article qui disait que si on compare Moody's et S&P's par exemple, la corrélation des ratings de crédit est de 0,99 alors que la corrélation entre les ratings ESG est de 0,3 donc voilà vous en avez parlé qu'en choisissant son ratings on choisissait un peu et que cette divergence pouvait fausser la réorientation des flux des capitaux justement. Et pour

les labels, j'ai commencé mon master il y a deux ans et donc je n'étais pas encore expert dans le milieu ESG à l'époque. Mais c'est vrai que depuis que je m'intéresse un peu, je trouve qu'il y a une sacrée prolifération du nombre de labels. Quand on parle de Luxflag par exemple, qui en a 13 au total. Alors que...

I1 : Ah ouais autant ! J'avais ESG, environnement, climat, microfinance... Ah oui c'est vrai qu'ils ont des spécifiques pour les mandats et tout.

FW : Pour l'assurance. Et donc voilà, Luxembourg est une place financière importante, je vais dire, mais 13 labels pour le Luxembourg qui est quand même petit, sachant que tous les autres pays en ont également. Ça amène une sacrée confusion, je n'irais pas jusqu'à dire que ça amène une méfiance, mais à ce rythme-là, peut-être un jour.

I1 : À minima, on va dire qu'intellectuellement, enfin, si on reprend un peu le concept économique, en tout cas l'idée du début, c'était de dire « on va avoir un label, comme ça les gens pourront reconnaître des pratiques minimums ». Et c'est sûr que si on a 35, l'individu retail qui sait à peine ce que c'est qu'une performance financière et qui va investir dans un produit. Il n'y a pas moyen qu'ils connaissent les 35 labels au niveau européen. Donc là-dessus, je suis complètement alignée avec vous et c'est un vrai problème. Et c'est pour ça que je me permettais de poser la question de tout début, est-ce qu'on parle de comment ils sont actuellement ou de ce qu'ils cherchent à faire ? Parce que je pense que ce qu'ils cherchent à faire, c'est que tous, ils ont un rôle à jouer dans la réallocation des capitaux. L'enjeu, c'est juste dans leur appropriation, dans la manière dont ils ont été adoptés, dans leur manière de faire. Aucun d'entre eux ne permet de le faire efficacement à mon humble avis fait. À ce stade, on est tous dans des cas où il y a de tels biais, que sincèrement pour moi, il n'y en a aucun qui permet de le faire vraiment très très bien. Tous permettent de le faire un peu à son échelle, un peu différemment. Mais ce que vous évoquez, c'était ouais, c'était pas mal de choses que j'avais évoquées, mais c'est vrai qu'enfin voilà, les ratings à partir du moment où il y a zéro corrélation, ça veut dire qu'on n'est vraiment pas d'accord. Pareil. On peut creuser et dire pourquoi on n'est pas d'accord et en général c'est parce qu'il y en a certains qui vont mettre beaucoup plus d'importance sur la gouvernance, d'autres avec le social, d'autres qui vont systématiquement dire « le changement climatique c'est plus important, il faut le mettre dans tous nos ratings élevés ». Et c'est vrai que je me permets juste de rajouter ça par rapport au rating, mais le vrai problème des ratings pour moi en matière d'ESG c'est justement qu'on fait des agrégations de choses qui n'ont rien à voir. Les notations de Tesla là-dessus c'est un cadre d'école. C'est-à-dire en fonction de comment vous agrégez les notes, ils sont tous d'accord sur le sous-jacent en fait. Quand on leur demande d'évaluer séparément le E, le S, le G, ils sont tous d'accord. Le grosso modo, c'est bien sur un seul sujet, qui est les services et produits. Dans leurs activités, Tesla, c'est n'importe quoi sur l'environnement. Dans le social, ce n'est franchement pas génial non plus parce qu'ils ne traitent pas particulièrement bien leurs salariés. Et enfin, dans la gouvernance, il y a des conflits d'intérêts pas possibles. Mais c'est juste que quand on agrège ça, en fonction de comment on agrège, on trouve des notes très élevées ou des notes qui sont très basses. Et je pense qu'un des vrais problèmes, très sincèrement, avec les notations, c'est qu'on agrège des choses qui ne sont intellectuellement pas vraiment agrégeables. Dans une analyse financière, ça viendrait... En tout cas, pour moi, parler de gens versus d'environnement versus de comment on fait les choses, forcément, c'est trois données qu'il faut regarder indépendamment. Et je pense qu'il y a quand même beaucoup de... Et ça rejoint un peu ce que j'évoquais à l'instant également sur les labels, c'est qu'en fait... on cherche à sursimplifier de la complexité pour aider quelqu'un à prendre une décision et donc par définition quand on fait ça il y a plein de biais. Et c'est vrai pour les labels

parce que du coup on peut choisir son label parce qu'il y a tellement de labels, parce que tellement on veut pouvoir choisir son cas spécifique que du coup il y en a trop donc ça ne permet même plus personne de... Et c'est un peu vrai pour toutes les réglementations parce qu'on veut tellement tout faire à la fois qu'on finit par ne réussir à faire ou en tout cas ne rien donner qui aide vraiment à la décision. Parce que voilà, on dit la taxonomie, il faut que tu sois à la fois très bien sur un sujet, mais que tu ne fasses pas de mal sur les autres, t'aides la bonne gouvernance. Donc quand on regarde le processus en effet de comment on devient aligné avec la taxonomie, c'est un processus qui est long, qui est compliqué, parce que du coup il faut dire « OK, donc est-ce que je contribue substantiellement ? » Oui, non. « Est-ce que je peux justifier que mon usine, elle a bien le bon taux, qu'elle respecte le bon critère ? » Ok, très bien. Ensuite, « comment je fais pour mes DNSH ? C'est lesquels qui s'appliquent ? », « c'est quoi mes pièces justificatives par rapport aux DNSH ? », « Est-ce que je peux utiliser la réglementation locale, si elle a été une sous-transposition de la réglementation européenne ? ». Enfin bref, il y a plein de complexité qui vient du fait qu'on a cherché à prendre beaucoup d'informations et les réduire à une donnée qui a un taux d'alignement. Et moi je pense que c'est sincèrement... mais après c'est toute la beauté aussi de notre secteur et moi je pense que c'est tout l'intérêt aussi de ce qu'on fait. C'est qu'on cherche à aider les investisseurs à penser une complexité qu'ils ne pensaient pas. Ils avaient un truc très très simple, c'était la performance financière, ils faisaient que ça, ils avaient trouvé les bons indicateurs, ils avaient accessoirement, c'est à cet instant-T que je dis, tous les investisseurs, alors c'est plus vrai sur le non-côté que sur le côté, mais tous n'ont pas les mêmes perceptions de c'est quoi une bonne boîte, c'est quoi une boîte qui va croître. Enfin, il y avait quand même toujours un truc de chaque analyste, un peu sa perception de c'est quoi les secteurs qui sont bien, c'est quoi les boîtes au centre du secteur qui est bien, c'est leur job d'avoir une opinion là-dessus. C'est un peu la même chose sur l'ESG, mais on est tellement dans un cadre, il y a tellement plus de complexité, il y a tellement plus de multifactorialité sur l'ESG que sur le financier que du coup c'est vraiment un exercice de comment ait-ce qu'on prend 3000 trucs et qu'on essaye de les réduire à une ou deux données d'information parce qu'on pourra processor que ça dans nos décisions. Et cet équilibre-là, voilà, c'est pour moi tout l'intérêt du secteur, d'un point de vue intellectuel et à la fois toute sa complexité et ce qu'il fait aussi quand on parle du coup de réallocation des capitaux que du coup, par définition quand on cherche à synthétiser dans quelques indicateurs des milliers de points de données, forcément on risque très fortement de mal le faire. Parce que ça veut dire qu'on va devoir faire des choix et que par définition quand on fera des choix, il y aura des choses qu'on fera bien et il y aura des choses qu'on fera moins bien. Et ça, je pense qu'après c'est un peu intellectuellement aussi le truc derrière. Pardon, du coup, je voulais rajouter un autre truc.

FW : Oui c'est vrai, c'est bien. Il y a énormément d'informations, mais la grande question d'après vous « parmi ces trois outils, quel est, en prenant en compte tous les biais, le plus enclin et qu'est-ce qu'il faudrait changer ou modifier pour diminuer les biais ? » Ça paraît facile après les avoir tous cités ou presque, mais voilà la question.

I1 : Alors moi je pense que ce n'est pas neutre, mais moi je pense la réglementation. Déjà pourquoi ? Parce que la réglementation elle va réglementer à la fin le rating et à la fois les labels. Donc du coup la réglementation elle a cet avantage qu'elle englobe aussi beaucoup. Du coup c'est un peu une réponse qui est malheureusement, je crois, aussi la plus simple juste par sa structure. Je pense la réglementation oui. Je pense qu'à un moment ou un autre on va devoir arrêter de faire de la réglementation qui est de la réglementation, en tout cas pour les acteurs financiers, qui la réglementation qui le limite à des enjeux de transparence et vraiment il faut se reposer la question de l'écolabel je pense que c'est très dommage qu'on n'ait pas réussi à avoir une vraie

conversation sur un écolabel : comment ? Pourquoi ?. Là où pour le coup moi je pense qu'il y a aussi... Voilà pardon, une fois qu'on dit ça je pense que la réglementation par définition, d'un, c'est un des biais les plus compliqués parce que surtout au niveau européen on parlait de multifactorialité, de chercher de réduire beaucoup de complexité à quelques points. Le concept de la réglementation européenne, c'est de réduire des contextes quand même très différents, des enjeux, des intérêts qui sont très, très différents en un seul texte qu'on cherche à appliquer à tous. J'étais là au moment des négociations et je pense que personne n'a été aussi surpris que les pays européens et les États membres de voir que les textes sur les finances durables passaient aussi vite. Sincèrement, je pense que... À cet instant T, il y a certains pays qui se disent qu'ils n'auraient jamais dû signer, par exemple, la taxonomie. Je pense qu'on pourrait reposer la question aux négociateurs allemands, mais je pense qu'ils se sont dit que c'était passé, qu'ils se sont passé un peu trop vite sur le texte, ils se sont peut-être raté un petit truc, ou en tout cas qu'il leur manquait peut-être un... bref, je ne sais pas si... voilà, je pense que si on repassait maintenant le même texte de la taxonomie devant tous les états membres, je ne suis pas sûre que tout se résignerait aussi facilement. Puisqu'en fait, quand même, in fine la taxonomie, c'est un texte qui est passé très très vite, la SFDR s'est passée encore plus vite. Je pense que la SFDR c'est des textes qui étaient assez faciles à négocier parce que ça s'appliquait aux réglementations financières et que du coup les États membres étaient tous plutôt... Enfin voilà, il n'y avait pas de débat, c'était évident que la finance c'est un truc qui est dans le giron de l'Union européenne. La finance est de toute manière transnationale, donc même si on a des superviseurs différents. Enfin bref, je pense qu'on est plutôt assez tous européens quand on parle de nos systèmes financiers. Par contre quand on parle de la taxonomie et donc en fait... plus des activités économiques et de nos économies, c'est là où on est un peu moins européen parce qu'on a des contextes vachement plus différents. Et donc du coup, c'est là où on commence à avoir un peu des intérêts qui sont profondément différents. Donc voilà, donc du coup, moi je pense la réglementation, c'est l'outil le plus puissant, très sincèrement, c'est l'outil qui contribue le plus à réallouer. Pourquoi ? Parce que déjà, un, la réglementation, c'est ce qui encadre le tout, c'était ce que j'évoquais au début. Deux, les pouvoirs publics, c'est aussi, et là on retombe sur le 55, mais c'est quand même aussi un pouvoir d'investissement propre en fait. Il y a quand même beaucoup de marchés qui ne sont pas forcément, ou en tout cas d'activités de boîte qui ne sont pas rentables quand on parle de durabilité, sans les pouvoirs publics en fait, et qui sont leur rentabilité, ou en tout cas leur attrait financiers. Elle vient aussi du fait que c'est des bénéficiés, on va dire, du paiement des pouvoirs publics. Nous en France on peut en citer beaucoup quand on parle d'énergie, l'énergie en Europe, elle est subventionnée à peu près partout. Or, c'est un secteur qui est clé pour la transition énergétique. Si on parle d'autres secteurs, comme la gestion des déchets, comme la gestion de l'eau, en fait, c'est des trucs... oui, c'est des entreprises privées, mais à la fois, elles bénéficient d'une manière ou d'une autre. En tout cas, elles sont quand même... pleinement intégrées par mots dans un cadre réglementaire. Bref, on pourrait les développer... Alors voilà, je pense qu'après et c'était un peu ce que j'évoquais, je pense qu'après la difficulté de la réglementation, c'est que la réglementation, elle est aussi très contextuelle, elle va beaucoup dépendre des contextes des différents pays, de leurs intérêts, de leur degré de développement, de milliards de choses qui font que... personne n'est jamais d'accord. Du coup, c'est là aussi la difficulté de la réglementation. C'est qu'à la fois, c'est la plus puissante et à la fois, potentiellement, c'est celle qui finit par n'aboutir sur rien qui fonctionne pour qui que ce soit. Alors après, là, on peut avoir un vrai débat de « est-ce que quand ça fonctionne pour personne, quand personne n'est content, c'est pas la définition d'un bon équilibre ? » Si personne n'est heureux, « est-ce que ce n'est pas que, au fond, on a réussi à trouver un point d'équilibre où ça veut dire que voilà, on a un truc qui fonctionne ? » Oui, non... Enfin, voilà, on rentre dans des débats un tout du plus philosophique.

Mais oui, je pense que, en tout cas pour moi, la réglementation c'est quand même un truc qui est tellement structurant que c'est forcément le plus efficace. Et à cet instant-là, moi je dois reconnaître sincèrement, reprenons l'histoire, mais si on voit l'évolution encore une fois au niveau de la croissance du marché de la finance durable en Europe, sincèrement on voit le pré et le post SFDR beaucoup plus qu'on voit le pré et le post... « j'ai créé un label chez Luxflag » ou le pré et le post « label ISR » ou le pré et le post « Moody's ESG ». En fait des agences de notation ESG, grosso modo quand même on considère que les premières agences de notation ESG en Europe ont été créées dans les années 2000. Une agence de notation, c'est un outil pour aider à l'analyse, mais par définition ce n'est pas un prescripteur et ce n'est pas quelque chose qui réalloue, c'est un outil pour faire la réallocation. Mais ce n'est pas ça qui est le déclencheur de dire bah je vais changer ma manière d'allouer les choses. Donc après je pense que les trois outils que tu as évoqués, ils sont complémentaires aussi. Et c'est pour ça que je disais, bah après faut prendre aussi un pas en arrière, c'est que ces trois outils qui ont des interventions différentes. L'agence de notation c'est un outil pour « l'asset manager ». Un « asset owner », sincèrement, les agences de notation, il n'a pas trop de raison de leur parler. Un label, c'est plus un outil, soit pour un « asset manager » quand il va commercialiser auprès de retail. En vrai, principalement, c'est comme ça, c'est pour ça en tout cas qu'ils ont été créés quand même à la base. Donc on va dire que c'est quand même plutôt ça le sujet. Mais donc du coup, il y en a un, c'est un outil pour décider dans quoi tu alloues. Il y en a un autre, c'est un outil pour lever des capitaux et dire au retail « viens chez moi, moi je fais les choses bien ». Et ensuite, accessoirement la réglementation en fonction du contexte, elle agit sur plein de trucs différents en fait. En fonction de la réglementation, ça va être soit un truc qui régleme les outils, soit un truc qui régleme comment tu parles à tes clients, soit un truc qui régleme comment tu fais les choses, enfin bref. Donc du coup, on est vraiment dans un contexte où accessoirement, je pense que c'est des outils qui viennent se combiner. Après moi, je dois reconnaître que et là c'est un vrai biais. Moi je suis française et donc du coup, en France, la réglementation sur la finance durable, on en a depuis... Je pense qu'on est le premier pays européen et/ou un des premiers pays au monde à n'avoir jamais réglementé ça. Donc du coup, nous c'est plus logique peut-être... Enfin, en tout cas, je pense que c'est plus simple pour moi de dire que c'est ça le truc le plus qui a le plus d'impact, parce que c'est aussi un biais, je pense, un peu de ce que j'ai vu, petit un. Et je pense que de deux, encore une fois, il y a un vrai biais que la réglementation... Moi, je pense sincèrement, intellectuellement, que le truc le plus efficace pour réallouer les capitaux, c'est quand les LPs, c'est quand les investisseurs, c'est quand le retail, c'est en fait quand les donneurs d'ordre disent... c'est quand on a un alignement des incitations, plutôt, devrais-je dire, au sein des marchés financiers. Donc c'est quand, en fait, à chaque instant, pas à chaque instant, mais à chacun des... Un peu des fils, on a « bah, ça, c'est un individu A qui a de l'argent, qui le met dans... chez dans un produit A ou chez un investisseur institutionnel A et qui ensuite va choisir un gérant ou va faire du fonds ». Bref, et donc du coup, pour moi, l'outil le plus structurant pour réallouer les capitaux, c'est vraiment celui de aligner les incitations. Et donc du coup, idéalement, ce que tu veux, c'est que les pouvoirs publics, les « assets managers », les « assets owner », le retail soient tous alignés. En tout cas, et la même définition est la même, la même, un truc qui fait que chacun a son incitation et que ça va. On a un signal au début et ce signal il passe à chacun des... jusqu'au truc en bas on va dire qui est l'actif final, soit l'infra, soit l'entreprise, soit ce que tu veux. Donc par définition, quand tu considères qu'en fait l'enjeu de ce qui fait la réallocation des capitaux, c'est l'alignement des incitations, tu vas avoir tendance, enfin pas tu vas avoir tendance, mais c'est logique aussi de penser que c'est la réglementation qui est l'outil le plus puissant et qui est l'outil qui aura le plus d'impact. Mais je pense que... ce choix-là ou en tout cas cette question-là, elle est particulièrement biaisée par le diagnostic qu'on a sur « c'est quoi le

problème ? » et « c'est quoi qui fait qu'on n'arrive pas à réallouer les capitaux ? ». Moi je pense profondément que ce qui fait qu'on n'arrive pas à réallouer les capitaux, c'est qu'on a tous des intérêts différents en fait. On sait qu'on a plusieurs intérêts et qu'on n'est pas tous collectivement au clair sur c'est quoi la priorité. Et donc du coup, c'est à partir du moment où on a des mandats qui sont des mandats clairs, qu'on peut agir clairement. Ou en tout cas qu'on peut agir le plus efficacement et qu'on réalloue et qu'on alloue le plus efficacement. Alors qu'il y a d'autres personnes, je pense, qui profondément diront, le plus difficile, ce n'est pas est-ce qu'il faut le faire, c'est comment le faire. Et donc du coup, eux, ils vont dire, clairement, les agences de notation, les méthodologies, c'est ça le vrai sujet. Ou la qualité des données, c'est ça le vrai sujet. Quand on parle en général des blocages, beaucoup de gens vous disent « c'est pas que est-ce qu'on doit le faire, c'est juste qu'on n'a pas la donnée pour le faire d'une bonne manière ». Je pense que tout le monde a un peu raison, c'est plus une histoire de... En fonction des contextes, on va avoir des diagnostics un peu différents sur les problèmes, et donc par définition, des diagnostics assez différents sur c'est quoi la solution ou la priorité d'un point de vue d'évolution. Voilà, je voulais juste contextualiser ma réponse du coup.

FW : Ok, super, merci beaucoup. J'ai encore une question. Je pense que toutes les questions que j'avais de base ont été répondues. Donc la dernière pour clôturer « c'est est-ce que vous avez quelque chose à ajouter qui vous semble pertinent par rapport à ma recherche, qui n'aurait pas été abordée ? ».

I1 : Non, je reconnais que non... j'ai dit tout ce que j'avais à dire et ouais, et un peu le dernier point là que je disais, où en fonction du contexte, enfin en tout cas en fonction de son diagnostic, on va forcément avoir des visions assez différentes de c'est quoi le problème et c'est quoi la solution. Je pense que c'est un peu le commentaire classique que je fais à la fin. C'est vraiment ça.

FW : Ok merci beaucoup.

I1 : Au revoir.

Interview 2 – Partner & Interview 3 - Partner, Sustainability Lead

Interview 2 : Je vais t'apporter *** par contre. Elle pourra vraiment t'apporter beaucoup de choses.

FW : Après la partie investissement est très intéressante aussi. Donc voilà, si on commence par la réglementation européenne, c'est l'impact que ça a eu déjà sur l'investissement. Je parle des ratings qui sont proposés par Morningstar, etc. qui sont fort critiqués par les chercheurs scientifiques. Cinq ratings différents vont avoir tous les fonds dans des classements différents. Les éléments pris en compte pour arriver au classement ne sont pas divulgués. Et donc tous les classements sont différents, ils ne sont pas cohérents. La question est de savoir si un label pourrait répondre à ce gap laissé par les ratings. Et quelle a été l'influence des différentes réglementations SFDR, taxonomie et Green Deal sur l'investissement et ce que vous avez vu ?

I2 : Alors moi je le présente peut-être de deux façons. Il y a les fonds du private asset, private equity, private debt, infrastructure, real estate, par rapport aux fonds qu'on appelle public ou liquide, ucits. Alors la partie private asset, surtout la partie private equity, n'a pas attendu la réglementation pour déjà commencer à implémenter la partie ESG, qui était soutenue, même fortement poussée par les investisseurs institutionnels, qui ont vu plutôt une approche risque ;

risque climatique, risque par rapport aussi social, réputation. Et donc, j'ai vu il y a 5 ans d'ici, les private equity avoir déjà des responsables ESG, de déjà mettre en place certains reportings ESG, sans avoir de réglementation qui leur dictait tel label, tel critère, telle classification. Parce que c'était vraiment la demande de l'investisseur. Quand tu as un Limited Partners qui t'injecte 50 millions et qui te demande d'avoir un reporting ou des informations ESG, qui est plutôt sur le E d'ailleurs que sur le S et le G, il le mettait en place. Maintenant il y a toujours cette question, alors la méthodologie, mais ça on y reviendra j'imagine, les données, la pertinence des critères utilisés, tout ça reste encore fort d'actualité. Et puis il y a la partie ucits qui représente quand même la plus grosse partie des fonds d'investissement. Au Luxembourg, on parle de 5 trilliards. Où là ça a été une claire révolution, drivez surtout par le SFDR, qui a complètement chamboulé la classification des fonds d'investissement en leur demandant de stipuler s'ils étaient 6, 8 ou 9. Et puis évidemment, c'était tout au début plutôt intéressant pour eux d'aller sur du 8 ou du 9 sans avoir vraiment l'implémentation stricte et la discipline, les modèles en place, mais il n'y avait pas d'amende liée, en fait quelqu'un se disait 8, 9, sans être trop capable de le démontrer. Et bon, on a vu quand même qu'il y a eu pas mal de publicité par rapport à ça, en tout cas d'articles de presse. Et du fait de ça, plusieurs fonds, et surtout maintenant, avec l'obligation de rapporter leurs classifications, les investissements, et beaucoup plus granulaires par avoir ces réglementations-là, on a vu beaucoup de fonds d'ailleurs faire marche arrière. Et se dire, moi je ne suis plus capable de soutenir que je suis un article 9 ou un article même 8, et donc sont revenus en arrière. Donc, on voit que la réglementation a eu une prise d'effet de conscience sur le besoin d'aller sur l'ESG. Mais après, on a vu la difficulté par rapport aux organisations de mettre en place. Et puis il y a eu un premier engouement, mais on voit quand même beaucoup de réflexions que les investisseurs, au-delà de l'aspect de l'appétit de ESG dans la société, restent quand même clairement focaliser sur la performance et le return de fonds. Et ça, je pense que les fonds d'investissement, les promoteurs, les Asset Manager l'ont compris, que ça reste quand même une industrie qui reste malgré tout, drivé d'abord par la performance, le return et l'ESG. Et les corrélations qu'on peut faire avec l'ESG et la performance, là aussi, ils ne sont pas toujours très scientifiquement prouvés. Et puis, est-ce qu'on doit le prouver ? Est-ce qu'on ne doit pas faire de l'ESG parce que c'est de l'ESG et pas parce que ça permet d'avoir une plus grande performance ? Ou alors, il faut le prendre par un autre angle, de dire que l'ESG est là toujours, plutôt pour gérer un risque. Et on voit que les risques, surtout climatiques, deviennent importants, ont des impacts sur les sociétés. Et affectent in fine le return, et donc c'est peut-être cet angle-là qui a eu. Donc oui, il y a évidemment le SFDR qui est critiqué parce qu'il y a des principes de base qui sont mis en place. Maintenant, la façon de les appliquer, pour retourner sur le débat « quelles sont les données ? » « Où je dois les trouver ? » « Sont-elles pertinentes ? » « Sont-elles suffisantes pour adresser ce reporting ? » La méthodologie, on voit bien qu'elle n'est pas complètement établie au niveau practice. Ça reste aussi du self-reporting, c'est-à-dire qu'il n'y a pas d'exigence de vérification à l'heure actuelle sur la SFDR. Donc on laisse quand même la liberté aux « asset managers » de rapporter ce qu'ils veulent faire sans avoir un auditeur ou un reviewer indépendant pour s'assurer que la méthodologie en place est suffisamment solide. Bien qu'on voit que les régulateurs, notamment au Luxembourg, on voit qu'ils ont peur quand même que la juridiction dans le Luxembourg ou autre soit une place de greenwashing. Ils ne veulent pas être associés à ça et donc informellement ils nous demandent quand même de faire un peu plus que ce que la réglementation prévoit en vérifiant les données. C'est difficile, mais en tout cas que la classification fait du sens, que le format de reporting fait du sens et on va voir que ça va évoluer, je suis sûr que les choses vont évoluer de plus en plus fort où il y aura un besoin de vérification par une entité externe que l'entité.

FW : Et... Entité externe, par exemple ?

I2 : On voyait bien que la réglementation du début était assez peu claire, puisqu'elle parlait d'abord d'avoir une vérification externe, et puis là, vue de la commission, elle a dit de dire que ça ne doit pas être l'auditeur du fond. Et puis maintenant, ils sont en train de faire marche arrière, ils ont l'air de dire quand même que ce serait l'auditeur du fond. Donc on voit quand même qu'il y a des prises de position, mais maintenant, les personnes confirment qu'il y a besoin d'avoir une vérification externe. OK ?

FW : Par rapport au secteur d'investissement, qui était plus le E que le S et le G, dans pas mal de mes recherches, j'ai quand même vu qu'un secteur où l'investissement se développait beaucoup à ce niveau-là, c'était les soins de santé. Est-ce qu'il y a une raison derrière ça ? On a vu certaines entreprises avec le vaccin Covid qui ont fait des performances financières assez impressionnantes. Est-ce que du coup, des investisseurs se dirigent vers ce milieu-là pour des retours financiers ou premièrement en disant vu qu'on investit là-dedans, ça devient de l'ESG ? Ou alors quels sont les critères qui suivent cette décision ?

I2 : Est-ce que tu veux dire pour la partie S ou au niveau général, au niveau de leur choix de tels investissements plutôt qu'un autre ?

FW : Plus générale.

I2 : Ça rejoint la première réponse qui est qu'une société fera d'abord un investissement dans un point de vue de return, surtout dans le private assets. Sinon, ce n'est plus de l'investissement, c'est de la philanthropie, la donation, enfin, comme on peut le dire, mais en tout cas, ce n'est plus d'investissement. L'investissement, on le fait toujours parce qu'il y a un return. Maintenant, ce que j'ai vu, c'est que oui, il y a clairement des secteurs, comme le health care, mais là, ils sont plus orientés du fait qu'il y a un désengagement de l'État par le problème de finances publiques qui n'arrive plus, en tout cas, ou qui ne veut plus soutenir milieu et faire appel au privé. Par exemple, dans un débat philosophique, est-ce que l'État a raison de le faire ? Mais clairement, on voit que dans l'infrastructure, dans le health care, il y a une porte qui s'est ouverte énorme, que l'État ne peut plus financer pour des raisons telles que le problème de finance publique et pour lesquelles le private asset va, puisqu'il y a quand même un return intéressant, notamment au niveau royalties, en tout cas du flux d'income qui est vraiment très intéressant. Et puis il y a quand même une partie d'ESG qui se fait. Alors du fait qu'on voit quand même que les investissements qui ont un aspect, qui gèrent l'aspect environnemental, commencent à avoir un premium par rapport et on le voit très fort pour le moment au niveau real estate, où on voit quasiment tous les projets maintenant qui intègrent ces facteurs de est-ce qu'il y a une économie circulaire, est-ce que les produits utilisés, les matières utilisées peuvent tiquer la case ESG. On voit maintenant beaucoup d'immeubles en bois par exemple qui se font parce qu'on voit clairement que les institutionnels rajoutent un premium pour ces types de bâtiments. Maintenant sur... d'autres points. C'est vrai qu'on voit bien que les investissements, surtout dans le venture cap, tout ce qui est early stage venture cap, qui est sur le coup relativement contre le ESG. Un venture cap qui serait autour de produits pétrole ou tout cas énergie fossile a beaucoup plus de difficultés à obtenir des fonds qu'il y a quelques années. Parce que c'est compliqué pour certains investisseurs, general partners, fonds... de dédier de l'argent dans une pocket qui est clairement, en tout cas, labellisée non ESG. Ça, on le voit très bien en termes du fundraising.

FW : Et c'est pareil pour... early stage, un privé qui investit serait aussi... Parce que là, il a beaucoup moins de réglementation, j'imagine, qu'un fonds d'investissement plus gros ?

I2 : Ça, je ne peux pas parler au niveau des comportements humains, tu vois, au niveau individuel, je peux parler au niveau des investisseurs et des investissements.

FW : Mais est-ce que c'est par mindset, je veux dire qu'ils ne veulent pas investir là-dedans, ou c'est un effet de réglementation qui les contraint ?

I2 : Je pense que c'est vraiment... Il y a l'aspect image qui compte, clairement. Il y a le point de réputation qui reste quand même très important à l'heure actuelle sur l'ESG. Il y a l'aspect gestion des risques. Les nouvelles que l'on voit de sécheresse avec des impacts sur les productions, sur les événements sans doute liés au climat, ont des impacts sur les sociétés et qu'elles doivent prendre des mesures par rapport à ça. Pour faire le lien un peu, IFRS va, à partir de l'année prochaine, demander d'intégrer dans la liste des risques l'aspect changement climatique.

Interview 3 : Alors, je vais faire une différenciation entre UCITS - AIF et puis je vais faire une différenciation sur le niveau de maturité, ce n'est pas la même chose. En fait le UCIT ils ont été en effet comme il l'a été indiqué plutôt sur de la compliance en disant : on a déjà des projets ou des fonds ESG donc on va aller vers de l'article 8 article 9 avec des difficultés de se trouver sur la classification, est-ce que c'est plutôt un article 9 un article 8, d'aller vers du 9 de remettre en 8 d'aller vers du 8 de passer en 9, de partir en 8 de mettre du 8 de partir en 6, enfin beaucoup de mouvements par rapport à ça. Mais avec une « obligation » de dire que j'ai marketé, j'ai vendu de l'ESG pendant des années, je ne peux plus rien faire, donc je suis obligée d'aller vers l'SFDR et avec la complexité de un, je vais répondre à la réglementation et maintenant en fait je regarde ce que j'ai fait et je me rends compte qu'il y a des réajustements à faire, notamment avec la pression de la CSSF. La complexité avec ceux qui le faisaient déjà depuis quelques années, avec ceux qui l'ont commencé, c'est que ceux qui le faisaient déjà il y a quelques années ont du revoir leur définition de c'est quoi de l'ESG, c'est quoi des actifs durables, etc. et ont dû retransformer un peu leur modèle operating en interne, leur IT système, les données qu'ils avançaient pour pouvoir être en lien avec la réglementation. Ceux qui commençaient seulement à le faire ou qui se sont dit on le marketait, mais on ne se faisait pas vraiment donc maintenant on va vraiment le faire ont eu plus de facilité à intégrer les exigences de la réglementation. Pour l'alternatif, au tout début, on n'a pas vu beaucoup de produits classifiés article 8, article 9, parce qu'en fait, quand on a déjà un fonds, à part les fonds d'impact, quand on a déjà des fonds qui sont mis en place et qu'on veut les transformer en fonds ESG, c'est compliqué, parce qu'on a des actifs qui liquide, on doit récupérer de la donnée complémentaire, on doit peut-être procéder à système de due-diligence, etc. On a moins cette flexibilité de passer de l'ESG à du non-ESG et de modifier la composition du portefeuille. Et donc ceux qui sont passés dans l'alternative sur de l'ESG au début de la réglementation SFDR, sont les fonds d'impact qui collectaient déjà des données ESG avec la difficulté d'article 8, article 9, classification à nouveau, mais ils y sont allés. Et avec certains acteurs qui avaient déjà ce mindset ESG, qu'ils disaient, on va y aller, on va un peu compléter, on va en faire une de nos priorités et on va y aller. Et puis il y avait les autres qui n'ont pas beaucoup touché à l'ESG, qui ont dit « on va attendre, on va plutôt le faire en lançant des nouveaux fonds ». Donc il y a beaucoup d'AIFM qui ont profité de lancer des nouveaux fonds pour les faire ESG plutôt que de transformer des fonds existants. Ça, c'est un peu les grandes différences UCITS alternatives, matures et non matures.

FW : OK. Je ne sais pas si ça vaut la peine de revenir sur les secteurs. Je parlais des secteurs d'investissement principaux de l'ESG. Je disais que j'avais vu qu'il y avait pas mal qui se dirigeait vers le health care.

I3 : Ah, les thématiques.

FW : Oui. On a parlé, mais du coup, peut-être quels sont les critères de sélection ?

I3 : Alors, en termes de thématiques, on a vu beaucoup au début, c'est tous les aspects climatiques, donc tout ce qui était green tech, tout ce qui était mobilité, etc. De plus en plus, on va sur les aspects sociaux. Et quand on parle de sociaux, c'est plutôt l'aspect en effet health qui prédomine. Et on commence à avoir apparaître certaines thématiques liées à tout ce qui est éducation ou gender. Mais c'est moins présent. Si je prends maintenant, je pense que c'était l'étude de l'ALFI avait montré ça. Dans l'étude de Morningstar, ils intègrent aussi les thématiques. Je pense que ça doit être 70-80 % du climat et puis le reste plutôt les aspects sociaux ou du mixte. Et quand je regarde les classifications en actifs durables, c'est souvent majoritairement du climat ou de l'environnement et un peu moindres mesurent la partie sociale. Ou alors on a des fonds dédiés comme du Candriam qui a fait un fonds sur l'oncologie, donc la partie cancer, ou j'ai un client qui a fait un fonds sur le gender diversity au niveau board, donc il y a vraiment des fonds très spécifiques avec des thématiques, mais ça reste très limité.

FW : OK, on parlait aussi de Morningstar justement par rapport aux ratings qui donnent au fond. Donc il y a plusieurs ratings et une partie de mon mémoire s'intéresse aux articles scientifiques qui parlent des problèmes des ratings qui ne sont pas cohérents.

I3 : Je n'aime pas les ratings. Les ratings, ça peut être bien à partir du moment où on compare une évolution sur base d'une même méthodologie. Le souci, c'est que chaque ESG Data Vendor, Morningstar, MSCI, Sustainalytics ou peu importe, a chacun de développé sa propre méthodologie qui n'est pas transparente, donc on ne sait pas comment on s'en fait les ratings et qui évolue à travers le temps. Donc si jamais il voit qu'il y a un truc qui modifie, on va peut-être modifier le rating, on va peut-être passer d'un bon à un mauvais, mais on n'a pas d'informations. Mais en effet il y a des études qui ont démontré que pour une même entreprise, en fonction de qui faisait le rating, ça peut être très bon ou très mauvais. Mais en ne sachant pas pourquoi c'est très bon ou très mauvais en fait, parce qu'il n'y a pas beaucoup d'informations. Ça, c'est la première chose, manque de transparence et on ne compare pas nécessairement les mêmes informations. Le rating a été pas mal utilisé au début, mais le problème c'est qu'aujourd'hui quand on a le SFDR, en gros on s'en fout un peu du rating parce que normalement avec les PAI, la taxonomie, il faudrait avoir des informations réelles. Par contre, il y en a encore beaucoup qui l'utilisent dans le monde du UCIT, et c'est toujours validé par la CSSF ou l'AMF en France, qui utilisent des benchmarks de rating, en disant je prends l'univers MSCI, j'ai réduit mon univers d'investissement, et je regarde le top 15 au niveau de mes ratings, etc. Alors c'est bien si on peut faire une évolution à nouveau, on compare toujours un même rating, on peut faire une évolution par rapport au temps, mais si je regarde, on a fait pas mal d'analyse de portefeuille par rapport à la taxonomie, si je prends un portefeuille qui a super rating à Morningstar ou MSCI, ou, peu importe, et si je regarde leur contribution à la taxonomie, c'est quasi zéro. Pourquoi ? Parce que les entreprises qui ont un bon rating sont généralement des entreprises, qui font du secteur des services, donc qui n'ont pas beaucoup d'émissions de gaz à effet de serre ou ce n'est pas matériel par rapport à un Arcelor Mital ou un Cargolux, etc. Ce sont des entreprises qui travaillent beaucoup sur l'humain et moins sur de la production et c'est des entreprises qui du google, du amazon... qui sont des grosses boîtes qui font plutôt du retail ou de l'IT, qui ne sont pas dans le scope de la taxonomie et en gros ce que j'essaie de dire à mes clients c'est Amazon le jour où on n'aura plus rien à manger, on s'en fout d'Amazon. Ce n'est pas Amazon qui va sauver la planète. C'est investir dans l'agriculture, la manufacture, la transformation au niveau... voilà. Et donc il y a une décorrélation entre ce qu'on mesure avec un rating par rapport à ce dont on a besoin pour montrer qu'il y a vraiment une réduction de l'impact ou une contribution à des... Le problème aussi du rating, j'ai eu ces

discussions-là avec des clients, c'est que s'il y a un breach dans un rating, c'est-à-dire que j'ai, je prends, j'ai un rating de X %, puis il change et mon rating, je dis bah moi je prends, je prends les entreprises qui ont un rating au-dessus de 40 %, j'invente. Et que mon rating se dégrade et passe à 52 %. Je fais quoi ? Est-ce que je décide de désinvestir ou non ? Et quelle est la cause de la dégradation ? Est-ce que la cause de la dégradation est liée au fait que Sustainalytics a changé sa méthodologie ? Ou est-ce que si liée à une cause externe à l'entreprise, par exemple quand il y a eu Covid, il y a pas mal d'entreprises qui ont dû arrêter leur production. Quand ils ont redémarré leur production, les consommations énergétiques, l'intensité énergétique ou l'intensité carbone ont augmenté par rapport à la production. Du coup, les ratings se sont dégradés, ce qui est normal. Et est-ce que je décide de désinvestir dans une entreprise qui a un mauvais rating, est-ce que ce n'est pas contre-productif par rapport au support de cette entreprise pour s'améliorer en fait ? Donc c'est pour ça que je n'aime pas les ratings.

FW : C'est vraiment ce que j'ai lu, donc il y a beaucoup de problèmes par rapport à ça. Les labels pourraient-ils solutionner les problèmes liés aux ratings ?

I3 : Alors je n'aime pas les labels. Le problème du label c'est que déjà d'un pays à l'autre, ils ont chacun leur label. Puis dans un même pays, il y a plusieurs labels. Si on regarde la France, je pense qu'ils ont trois ou quatre labels. Luxembourg c'est facile, il y a Luxflag. Et Luxflag a un label entre guillemets par thématique ou par type de produit. En Belgique, ils ont un label aussi. Et chaque fois l'organisation du label est un peu différente. Fébelfin en Belgique, c'est lié à Fébelfin qui a défini les règles de critères. C'est une entreprise externe qui définit la certification. Je reviens un peu sur son nom, c'est Eco quelque chose. Bref, et il demande à un auditeur externe indépendant de faire de la revue. Donc en fait, celui qui a défini les critères, celui qui revoit les critères et celui qui fait l'audit, sont indépendants, eco certes. Donc ce qui est pas mal, parce que ça crée... C'est comme si je définissais les règles du jeu, mais j'évalue les gens en fonction des règles du jeu que j'ai fait, et je mets une assurance externe par rapport aux règles du jeu que j'ai définies. Le conflit d'intérêts est un petit peu là. Ce qui est le cas pour un Luxflag. Ils sont en train de corriger un peu ça, mais en gros Luxflag a défini les critères, c'est eux qui revoient sur base de leurs critères et je pense que c'est EY qui fait une partie de l'audit, mais EY fait l'audit sur base des critères définis que Luxflag a définis. Donc ce conflit d'intérêts il est un peu beaucoup là. En France, ils en ont trois aussi. Il y en a qui sont gouvernementaux, il y en a qui ne le sont pas. Il y en a qui exigent des critères restrictifs, il y en a qui ne l'exigent pas. Et donc au final, un label c'est intéressant dans le sens que ça puisse donner un certain confort à un investisseur externe parce qu'ici au moins il y a une organisation qui a défini des critères et je me sens confortable par rapport à ça. Mais je me pose juste la question, le label fait toujours du sens dans le cadre du SFDIR où on a des règles claires de classification, même s'il y a encore des interprétations directement, etc. Mais au moins ont a des règles, on sait ce que c'est un actif durable, on sait ce que c'est la taxonomie, etc. Et est-ce que les labels sont toujours utiles ou est-ce que les labels ne devraient pas plutôt intégrer ce SFDR ou cette taxonomie plus que de rajouter autre chose ? Ou alors s'ils rajoutent, s'ils sont plus restrictifs, je prends dans le cas du label Luxflag qui dit en fait pour avoir le label climat il ne faut pas investir dans les énergies fossiles alors qu'un article 8 pourrait toujours investir dans les énergies fossiles. Là il y a une restriction, mais il faut que ce soit clairement visible en fait lors de la labellisation. Parce que souvent un investisseur regarde, oui il y a un label, mais je mets au défi un investisseur qui sait qui a un label, de savoir quels sont les critères qui sont repris dans le label. Donc c'est ça mon souci à nouveau, c'est un manque de transparence, d'homogénéité, alors il y a le... future Ecolabel européen qui va sortir, où là il y a une bande standard qui est en cours de préparation, ça peut permettre une harmonisation au niveau européen. Mais je préférerais, je crois, plus en l'assurance externe, d'avoir un auditeur qui revoit sur base de critères, qui remet

une opinion en disant les procédures émises et réalisées, etc., que sur ce label qui est encore trop utilisé comme un outil marketing.

FW : Et sur des critères qui viendraient de l'auditeur externe ?

I3 : L'auditeur externe, par exemple, quand nous on remet un audit externe sur l'SFDR, on regarde les critères du SFDR. Voilà, donc des critères qui sont publics, qui sont reconnus, qui sont liés à des réglementations. Ou si je remets une assurance externe sur un rapport d'une entreprise, je vais baser sur le GRI, par exemple. De choses comme ça.

FW : OK. Et du coup, ma troisième question suit un peu la logique. Quel est l'avenir des labels avec des SFDR 1 puis 2, la taxonomie, les green bonds... ?

I3 : Alors pour moi, je ne sais pas bien parce que les investisseurs croient toujours aux labels et les labels sont... je n'ai rien contre les labels en tant que tels, mais moi je pense que l'avenir est plutôt sur la classification SFDR et sur la revue externe des rapports périodiques. C'est-à-dire qu'aujourd'hui... ce n'est pas obligatoire d'avoir une assurance externe sur le rapport périodique. Par exemple, j'ai un client, il a fait son prospectus, il a intégré ses commitments en disant j'aurai 40 % d'actifs durables, mes caractéristiques sont des caractéristiques climatiques et voilà comment, quels sont les binding éléments. Et puis il remet son rapport périodique, mais il n'y a personne qui revoit son rapport périodique. L'auditeur doit faire une revue de consistance, c'est-à-dire qu'il n'a pas dit dans son rapport financier il y a 30 % de cash et dans son rapport extrafinancier il en a 10, revue de consistance, il peut aller un peu dans les détails d'utiliser son scepticisme professionnel pour dire ça a l'air OK ou ça sent mauvais, mais au final il ne peut pas remettre son audit sur base de la partie non-ESG. Par contre ce qui sera intéressant c'est de dire, sur les classifications SFDR, il faudrait rendre un peu plus lisible l'actif durable, actif non durable, etc., etc., et il faudrait surtout avoir une assurance externe qui soit limitée sur certains champs. Par exemple, il y a eu un commitment de dire que j'avais 30 % d'alignement à la taxonomie et obliger qu'il y ait une assurance externe pour dire que c'est bien 30 % la taxonomie. Pourquoi ? Parce que c'est des critères qui sont repris à près dans les décisions de l'investisseur. Si, imaginons que vous allez demain chez votre compagnie d'assurance, vous avez gagné au loto, vous dites je vais contracter une assurance vie. Vous allez aller, peu importe, foyer, lombard, ou peu importe. Ils vont vous demander, ils vont faire votre profil IDD ou dans une banque profil mifid 2. Ils vont vous poser la question de vos préférences ESG. Vous allez dire oui oui ça m'intéresse, je voudrais comprendre vos produits. Et donc ils vont vous demander, est-ce que vous voulez avoir un calcul des impacts, est-ce que vous voulez avoir une proportion d'actifs durables, est-ce que vous voulez avoir une proportion d'actifs alignés à la taxonomie ? vous allez dire oui oui moi la taxonomie ça m'intéresse au minimum 20 % d'alignement à taxonomie, 50 % d'actifs durables et je veux mesurer mon impact climatique de mon produit. L'assureur ne gère pas les fonds. Il va déléguer la gestion à Amundi, Natixis, BNP, ou peu importe. Et donc lui, déjà il y a le courtier qui va vous vendre la police d'assurance, qui va faire ça sur base de ce que l'assureur a défini comme critère. Mais au final, il peut mettre ce qu'il veut à partir du moment où il check les critères. L'assureur doit comprendre ce que le courtier a vendu, la composition du portefeuille, pour pouvoir faire ses checks SFDR. Ce qui est mis dans le portefeuille, récupérer des EET — European ESG Template — pour regarder un peu ce qui fonctionne et on a dit je vais avoir 30 % taxonomie donc le courtier va sélectionner une quarantaine de fonds il va dire comme ça j'ai 30 % taxonomie, mais si à un moment donné l'asset manager il décide de revoir un peu sa position et de dire taxonomie je vais pas aller à 30 % c'est pas possible qu'il revoit tous ou qu'il y a des reclassifications qui diminuent tout, en fait le produit les produits vendus ne sera plus du tout aligné avec vos souhaits, donc il y a un breach. Si vous vous rendez compte, vous venez retourner l'assureur en disant, écoutez, on

m'a vendu ça, je me rends compte que c'est plus aligné, etc. Qu'est-ce qui va se passer ? Le courtier, il va dire « moi je vous ai juste vendu un truc, ce n'est pas moi en charge de la politique, d'assurance ». L'assureur qui est en charge de la police d'assurance, il va dire « bah oui, moi je veux bien faire, mais c'est pas moi qui ai composé le portefeuille. Et puis moi, je suis dépendante des données qu'on m'a données, au moment où je les ai reçues, c'était en adéquation, on ne m'a pas mis à jour, on m'a... et c'était il y a trois mois et je n'ai pas mis à jour entre temps ou quoi que ce soit, on ne m'a pas averti ». Donc qu'est-ce qui se passe ? Et donc pour moi, à partir du moment où à la source on a déjà une assurance externe et qu'on a dit c'était minimum 10 % de taxonomie alignée et qu'on remet une assurance, l'assureur sait que c'est 10 % qu'il peut le croire, il va vendre le courtier, il va recevoir la bonne information, etc. Et s'il y a un breach par rapport à ça, comme l'obligation de l'asset manager d'avertir l'assureur, bla bla bla. Et pour l'instant, tout ce mécanisme de partage d'informations, il est existant, mais il n'est pas du tout fiable. Et donc, même s'il y a un label derrière, le label ne répond pas à vos demandes taxonomie ou actifs durables. Ce n'est pas parce qu'il y a un label Luxflag que vous avez la voix de la taxonomie. Mais voilà, à nouveau rien contre les labels, mais avoir, et je sais qu'ils y travaillent sur Luxflag, une évolution du label par rapport à ces éléments de taxonomie, etc. Et pour l'instant, ceux qui ont du label Luxflag, il y a une partie c'est du retail, mais il y a une grosse partie c'est pour des investisseurs aussi institutionnels auxquels on ne pose pas ces questions de préférence. Donc il faut tout remettre ça dans le contexte, mais personnellement je préfère aller vers du SFDR, la classification, que du label directement.

FW : C'est vrai, il y a une grosse barrière avec ces réglementations qui sont difficiles.

I3 : Exactement. Voilà.

FW : Mais OK, donc l'avenir de l'investissement ESG se baserait plus sur des réglementations de plus en plus contraignantes ?

I3 : Oui et surtout une clarté dans la définition. Le problème aujourd'hui c'est que sur l'investissement durable, alors la taxonomie c'est encore une chose parce que les entreprises n'ont pas encore les données, ce n'est pas assuré, ni rien, bref. Mais ne serait-ce que la définition d'un actif durable, moi j'aime ma compréhension de ce que c'est, mais ma compréhension qui est très qui est très réductrice parce que je dis « bah moi pour être un actif durable, il faut démontrer ça ça ça ça » et en fait quelqu'un qui comprend moins va peut-être être beaucoup plus indulgent ou avoir des critères beaucoup plus importants et comme il y a un manque de guidelines et des définitions concrètes, c'est un peu compliqué. Ce qui est compliqué aussi, c'est que ça beau être une réglementation SFDR, c'est une réglementation européenne, donc normalement c'est stricto sensu applicable à l'ensemble des pays, mais la CSSF à son point de vue, l'AMF à son point de vue, la Bafine à son point de vue, l'Irlande à son point de vue, donc chaque pays a aussi son point de vue par rapport à ça. Et donc un produit accepté article 9 au Luxembourg, n'est peut-être pas accepté en article 9 en France. Donc si moi je suis article 9 au Luxembourg et toujours distribuée en France, bah l'AMF va dire « hors de question, tu dois mettre une note comme quoi, ce que tu dis n'est pas vrai ou quoi que ce soit ». Et donc au final, malheureusement, autant je pense que le SFDR est une super idée et qu'il faut continuer à aller de l'avant. Il y a cette période de transition qui est très compliquée parce que tout le monde interprète à sa sauce et tout le monde fait un peu ce qu'ils veulent. Et tant qu'il n'y a pas la CSSF, il n'y a pas des fines, des amendes, ou on a besoin de contrôle à l'externe, c'est compliqué.

FW : OK. Et par rapport à ces investissements qu'on va appeler durable, même si tout le monde n'a pas la même définition, par rapport au point de vue de l'investisseur, comment pourrait-on définir l'évolution des exigences des investisseurs ?

I3 : Je vais faire une distinction entre trois types d'investisseurs. Les investisseurs retail, vous savez, donc monsieur et madame de tout le monde qui ont un compte à la banque, qui veulent faire un peu d'investissement ou de l'assurance vie. Alors, ces personnes-là ont des attentes, mais ils ont surtout des attentes de retour sur investissement. Et avec MIFID et IDD qui sont applicables depuis le 2 août, malheureusement, on se situait dans une phase en termes d'investissement avec le contexte géopolitique qui fait que les énergies fossiles ont un meilleur rendement financier aujourd'hui que le nucléaire ou les énergies renouvelables. Et donc, il y a une contradiction de marché entre le « je veux du durable, mais je ne suis pas prêt à perdre de l'argent par rapport à ça ». Et donc quand on regarde ce qui a été mis en place, le résultat de ces demandes de préférence « oui j'ai des préférences ESG, mais pour autant je ne veux pas que ça impacte la rentabilité de mon portefeuille parce que les conjonctures, l'inflation, machin machin, font que moi je veux quand même avoir gagné de l'argent. Et donc je suis prêt à investir dans du durable à partir du moment où ça ne me coûte rien ou ça ne me rapporte et pour l'instant en fait ça ne rapporte pas ». Donc il n'y a pas eu cette vague d'investissement durable tel qu'espérée. Et deuxièmement l'investisseur, monsieur et madame tout le monde, il y en a très peu qui sont éduqués à comprendre ce que c'est quand on parle de taxonomie européenne, à part si on est dans le milieu, il n'y en a pas beaucoup qui comprennent que taxonomie, c'est qu'il y a une classification d'investissement avec des objectifs environnementaux et que ce n'est pas un sujet de taxe. Voilà, c'est la complexité. Donc il y a aussi un manque d'éducation de l'investisseur lambda, et un manque d'éducation aussi du conseiller, qui ne va pas pouvoir expliquer concrètement à quoi ça correspond, qu'en effet, c'est peut-être moins rentable maintenant, mais que c'est pour faire sur du long terme, etc. Et puis il y a les investisseurs hautes, les investisseurs institutionnels, les investisseurs privés et professionnels. Et les investisseurs professionnels, il y en a de plus en plus qui le demandent, tout en ne connaissant pas aussi cette distinction d'actif durable, etc. Et ils vont plutôt diversifier leur portefeuille. Donc, allez un peu plus vers l'article 8 et l'article 9, mais sans pour autant abandonner le reste. Et puis il y a les investisseurs institutionnels, fonds de pension, les pays, l'Europe, etc. qui eux vont de plus en plus demander de l'article 8 ou l'article 9 qu'ils vont arrêter d'investir dans l'article 6 parce qu'ils savent très bien qu'à partir du moment où ils font un investissement ils le font sur 10, 15, 20 ans et pas sur 2 ou 3 ans pour essayer d'avoir maximisé le retour et qu'eux ils voient aussi quand ils investissent en ce type de fonds, ils investissent aussi généralement dans de l'alternatif ou dans des infrastructures, dans des choses qui permettent aussi la transformation. C'est un peu la Belgique qui investit dans le tram à Liège. En gros, j'ai investi, mais je sais aussi que ça va contribuer et que je vais récupérer mon investissement sur le long terme. Mais en même temps, j'aurais une contribution. On travaille pas mal avec la BEI parce qu'on est auditeur externe de la BEI. Et la BEI, c'est ce qu'ils ont voulu faire, ils ont voulu intégrer la taxonomie pour démontrer qu'ils ont un rôle à jouer en tant que banque du climat pour pouvoir investir dans la transition. Mais en même temps, ils ont les moyens de le faire, ils ont les moyens en termes de ressources, de personnes qui vont consolider et avoir de l'information. Et ils ont des moyens de suivi et ils ne font pas ça pour trois ans, ils font du financement qui fait 10, 15, 20 ans.

FW : Et qu'en est-il au niveau des barrières principales de l'investissement responsable, mis à part le coût ?

I3 : L'éducation, savoir ce que c'est. Et puis pour l'instant, la barrière est surtout la stabilité économique qui fait que si on veut investir dans du durable, on le fait sur du long terme. C'est pour ça que je trouve que l'ESG est plus intéressant pour l'alternatif. Généralement, quand on investit dans l'alternatif, on investit dans des actifs et on s'attend à qu'il y ait une amélioration pour récupérer de l'argent après. Alors que sur du UCIT, ça peut être fake parce qu'on peut vraiment modifier le portefeuille en fonction de la direction du vent. Et cette notion de rating, etc. Il n'y a pas de vraiment engagement and voting, ou très peu sur le UCIT. Donc je trouve que le SFDR et l'ESG de manière générale, il est super intéressant sur l'alternatif parce qu'on peut vraiment être acteur de changement, alors que sur du UCIT, à partir du moment où on ne va pas aux assemblées générales et on ne fait pas le droit de vote de l'actionnaire, c'est voilà...

FW : Je pense que c'est le dernier thème que je souhaitais aborder, mais qui en partie est abordé. C'est entre le moment où j'ai commencé à rédiger mon mémoire et maintenant, il y a quand même eu au moins un an. Sur la dernière année, on a vu pas mal de changements au niveau de la guerre, l'inflation, la hausse des taux... Donc quel est l'impact ? Mais je pense qu'on a déjà parlé.

I3 : On n'a pas eu de la vague ESG désirée, alors que pourtant ce serait le moment de financer la transition et de profiter de cette instabilité pour redémarrer. Je ne sais pas si vous avez écouté de temps en temps la première. Il y a quelques semaines il y en a eu un, qui dit « on s'attendait à ce que le Covid soit une bonne opportunité pour un changement ». De dire, étant donné qu'on a réduit notre consommation à ce moment-là, qu'on a du faire un stop au niveau économique, au moment de relancer l'économie on aurait pu prendre des décisions de mieux la relancer. Parce qu'on a vu les effets positifs, on s'est dit « voilà il faut qu'on relance, est-ce que ce n'est pas l'occasion de la relancer en relançant uniquement, ou en privilégiant les activités dont on a besoin et en faisant un stop sur certaines activités ». Or on s'est rendu compte que ça a été en fait un boom, on a réaugmenté, on a fait plus qu'avant et on n'a pas pris ce temps-là, ce « courage » de modifier. Et en fait c'est ça le souci de l'homme, de l'être humain en tant que tel, c'est que je préfère savoir ce qu'il en est, quitte à me mettre vers un mur, plutôt que de modifier et d'avoir une incertitude, quitte à aller vers du mieux. Donc il y a aussi toute une dynamique psychologique liée malheureusement à ça. Et aujourd'hui, ce qu'on voit, c'est que même si on sait que le changement climatique, c'est une réalité, qu'on sait qu'on doit faire des efforts, etc. parce qu'on a du mal à faire ce changement, on a du mal à se dire « c'est moi, mais pourquoi pas les autres ? ». « Oui, mais en même temps il y a la crise, il y a l'inflation, il y a les taux d'intérêt qui remontent, etc., mais moi j'ai envie quand même de continuer à vivre ». Il y a « les décisions politiques qui sont aussi difficiles à prendre ». Il y a tout ce contexte et malheureusement, c'est propre à l'être humain de ne pas avoir le courage de prendre ces décisions-là. Je ne sais pas ce qu'il faudrait en fait. On a eu deux occasions, Covid et puis la guerre en Ukraine, pour dire on revoit un peu, et en fait ça n'a rien changé.

FW : Oui, on nous a démontré dans une présentation que plusieurs gros fonds voulaient viser le Carbon Neutral en 2050. Et mon collègue de LPEA, qui faisait une réflexion qui revient à une réflexion que j'ai eu par rapport à l'éducation des gens. C'est que ce sont ces gens qui mettent ces idées-là en place, qui en 2050 seront tous pensionnés. Et donc c'est pareil pour l'éducation, c'est tous des gens à l'heure actuelle qui... Je n'ai pas encore d'assurance vie, je n'ai pas encore de moyens d'investir, donc bon... Tous ceux qui investissent, ce sont des gens qui ne sont pas encore éduqués sur le sujet de...

I3 : Oui, dans des banques privées et on se dit on va aller déposer le questionnaire MiFID avec le gars qui vient avec sa Porsche qui a trois maisons en Espagne, etc. et on va lui demander s'il veut de l'ESG et en fait il va dire oui parce que ça l'intéresse qu'il en ait entendu parler quand on va lui

dire « attention parce qu'au lieu d'avoir 10 % vous aurez 8 % », il va nous regarder comme ça en disant « bah non » et en fait peut-être qu'il va changer, mais peut-être qu'il va aller vers ça, mais ça ne changera rien sur le reste où ce sera limité. Il y avait une émission sur les grosses fortunes françaises quand on voit un Bernard Arnaud, je pense que c'est 8000 tonnes de CO2 par an qu'il émet. Et il n'y a qu'une petite partie qui est liée à son train de vie, tout le reste c'est ses investissements. Ce qu'il a en banque, ce qu'il investit dans ses usines, etc. Et en fait si déjà on regardait les grosses fortunes et leurs avoirs et leurs investissements et qu'on disait « maintenant vous arrêtez d'investir dans des énergies fossiles, etc. Vous, OK vous allez perdre un peu d'argent, mais vous en avez déjà tellement franchement ». On pourrait, ça représente, je pense que les grosses fortunes mondiales représentent 15 % des émissions de CO2. Le problème est que ces gens-là ne voudront pas changer leur train de vie ou quoi que ce soit et c'est ça qui est dommage c'est que les ceux qui ont la possibilité de changer sont pas nécessairement ceux qui prennent les décisions aujourd'hui. Ou ceux qui prennent les décisions, mais influencés parce qu'ils ne veulent pas changer et c'est la même chose pour... alors, à contrario, parce que je pense que ceux qui prennent la décision d'aller vers la neutralité de leurs investissements aujourd'hui pour 2050, en effet, ne seront peut-être plus là. Mais inversement, il y en a qui disent « moi je ne préfère pas prendre de décision et puis ce sera pour les générations futures », mais qui ne pourront plus prendre la décision parce qu'il sera trop tard également. Donc voilà, c'est plus facile parfois travailler avec... Si je vais voir une entreprise familiale, de dire au management « vous voulez léguer quoi à la future génération qui sont en fait vos enfants ? ». Que d'aller dans une entreprise listée, privée ou publique et de dire ça parce qu'ils s'en foutent. Ils sont là pour un mandat et c'est la même chose malheureusement pour les politiques, « je vais me faire réélire et en fait le reste... ».

FW : De belles barrières à l'investissement responsable.

I3 : Voilà, exactement.

FW : OK, merci. Quelque chose à ajouter qui vous semble intéressant, que j'aurais oublié d'aborder.

I3 : Non, rien de spécial, la seule chose c'est qu'aujourd'hui, sur le sujet ESG, on ne peut émettre aucune certitude. Parce qu'il y a trop de variables, trop de choses en cours et trop de variables pour dire dans 3 ans ce sera comme ça ou dans 6 mois ce sera comme ça. Ou quelque chose qui est accepté par la CSSF aujourd'hui le sera encore dans 2 mois, même pas quoi. C'est ça la complexité, c'est ce manque de certitude qu'on a aujourd'hui. Alors on est vraiment dans cette période de transition, ça se stabilisera dans deux, trois ans. Mais on est vraiment dans cette période d'incertitude par rapport au sujet et par rapport aussi à l'environnement économique derrière. Voilà, rien d'autre à rajouter.

FW : Merci beaucoup.

I3 : De rien.

Interview 4 - Head of Sustainability Operations & Interview 5 - Sustainability Operations Officer

Interview 4 : Alors, pour commencer l'introduction, on va peut-être se présenter *** et moi, et ensuite on présentera Luxflag, et on reviendra sur les trois points que tu as soulevés, les ratings, les labels et la réglementation.

Interview 5 : Du coup, moi je suis ***, je travaille chez Luxflag depuis un an et demi, un peu plus. Donc mon titre c'est Sustainable Operations Officer. Je suis en charge de différents labels chez Luxflag, principalement le label ESG, mais aussi la microfinance, différents labels Impact comme Environnement et Climate Finance. Donc je revois les applications des labels et je prépare un rapport final pour la CEO ainsi que pour le Eligibility Committee qui va donner une recommandation pour le board qui va prendre la décision finale pour un label.

I4 : Moi je suis ***, ça fait deux ans et demi que je travaille chez Luxflag Mon rôle est Head of Sustainability Operations, concrètement c'est l'équipe qui revoit toutes les applications de label, qui propose des améliorations de label et qui les implémentent. Le rôle de Luxflag en général, c'est l'agence de labellisation de produits financiers à Luxembourg, pas de Luxembourg, parce que nous sommes structurés comme une association « not for profit ». On est soutenu par sept « charter members » qui sont distincts, à savoir l'ABBL, l'ALFI, l'ADA, la European Investment Bank, le gouvernement luxembourgeois, à savoir le ministère de l'Écologie, de l'Environnement et du Développement durable, le ministère des Finances et le ministère des Affaires étrangères. Notre rôle principalement, il est de certifier des fonds d'investissement pour leur approche durable, mais pas seulement. On a ce qu'on appelle aussi l'associate membership, qui est un réseau de participants et de stakeholders qui appartiennent au monde de la finance durable, et aussi le Sustainability Knowledge Center, qui est l'échange de bonnes pratiques dans le secteur de la finance durable. C'est trois principales activités qu'on a chez Luxflag. Si je continue sur la première question que tu nous as posée, à savoir au sujet des ratings. Ce qu'il est important de mentionner, c'est que par rapport aux critères de Luxflag, sur la totalité des labels, la présence ou l'existence de ratings auprès du candidat au label n'est pas obligatoire. Ce qui est important à retenir c'est qu'en soi avoir des ratings ne fait pas partie des critères, à savoir ratings tels que peuvent être fournis par un data vendor. Ce qui est important c'est qu'il y ait de l'intégration et une approche où chacune des décisions d'investissement du candidat au label intègre une dose de sustainability. Ça peut se faire par le biais de rating, mais ça peut se faire par le biais de questionnaires qui sont dressés directement du candidat à l'émetteur. Ça peut se faire par une approche SWOT. Ça peut être une approche qualitative, ça peut être une approche quantitative sur des critères en lien avec les émissions de gaz à effet de serre ou d'énergie savings ou d'autres éléments qui vont être un petit peu plus quantitatifs. Ou alors ça peut être un mix d'une ou plusieurs sources, un rating d'un vendor plus, une approche qualitative interne, ça peut être un re-engineering de plusieurs scores, de plusieurs agences pour obtenir au final un rating final interne. On voit ça aussi. Donc au final, le rating par rapport au travail qu'on fait à Luxflag, ce qu'il est important de noter c'est que pour nous, C'est important, mais ça ne fait pas tout. Ce qui compte c'est surtout le process, c'est surtout l'intégration et c'est surtout la prise en compte de critères extrafinanciers dans les décisions d'investissement. Et ça, c'est un des critères qui est en commun de tous les labels. Une agence de rating plutôt qu'une autre ? Non. Aujourd'hui d'ailleurs l'approche de Luxflag, elle est plus de diversifier les sources de données qu'on obtient, tout simplement pour prendre une approche un peu plus exhaustive et être un peu plus critique justement. Parce que premièrement si on utilise qu'une source de données, ça peut induire pour certains participants une espèce de sponsorship par Luxflag. On ne souhaiterait pas que certains participants du marché se disent

si je veux le Luxflag alors je vais utiliser les données de « Mamur » par exemple. Donc c'est important pour nous d'être multi sources. Il y a encore aujourd'hui certaines classes d'actifs pour lesquelles il n'y a pas de data vendor qui émerge plus qu'un autre. On doit aussi s'en accommoder. Je dirais que par rapport au rating, je ne sais pas si *** a des choses à ajouter, mais... C'est une partie importante, mais ça ne fait pas tout pourquoi ? Parce qu'il y a encore beaucoup de différences d'un vendor à l'autre, encore beaucoup de différences dans les définitions. Ça peut avoir concrètement des effets sur les allocations directement dans les portefeuilles. C'est encore quelque chose qu'on arrive à observer.

I5 : Peut-être pour moi juste au niveau des ratings, c'est vrai que nous, voilà comme *** l'a déjà expliqué, on ne se base pas du tout sur les ratings. Ce qu'on voit c'est que des asset managers utilisent les ratings pour la notation des entreprises, mais souvent au-delà ils vont refaire une analyse interne en se basant sur les données brutes plutôt que les ratings lui-même, puisqu'il n'y a pas vraiment de cohésion entre les différents data providers. Donc ce qu'on voit, c'est que les ratings divergent d'un émetteur de notation à un autre. Donc du coup, le marché ne va pas dans une seule direction, ce qui peut créer de la confusion encore une fois. Donc souvent, le manager lui-même va avoir une autre opinion sur ces ratings-là. Donc c'est pour ça que nous, on ne se base pas là-dessus. Que le label va au-delà et prend en considération d'autres critères que seulement un rating ou une notation ESG.

FW : Et justement, par rapport à ce que tu viens de dire sur la divergence des différents ratings. Ici j'essaie un peu d'étudier en quoi les labels pourraient aider les ratings à être plus crédibles, enfin, pourrait remplacer les ratings, pour aider à la crédibilité d'un fonds sur son approche sustainable. Et puis on voit aussi que tous les différents ratings ont énormément de divergences entre eux, donc un fonds qui est « triple A » dans une notation peut être beaucoup moins bien noté par une autre agence de cotation. Et donc c'était pour avoir un peu votre point de vue sur ces ratings qui ont des manières de, je veux dire, des procédés internes de notation qui sont privés, dont on n'a pas trop d'informations et donc qui ne permettent pas la transparence, la comparaison entre eux ?

I5 : Je dirais juste simplement que... Sur ça le label est une garantie en plus, est une garantie de transparence justement sur le marché. Il prouve que le manager va au-delà d'une simple stratégie d'intégration ESG, qu'il a d'autres stratégies telles que déjà une politique d'exclusion, qu'il se base, qu'il fait peut-être de l'engagement avec les entreprises. Qu'est-ce qu'on a d'autres comme stratégie ? On a aussi la best-in-class, que voilà, les ratings peuvent aider à mettre en place une stratégie best-in-class. Donc en fait le label va bien au-delà parce que le rating lui-même c'est bien, mais qu'est-ce qu'on en fait ? Donc voir comment on utilise ces ratings dans différentes stratégies, mais aussi quelles sont les autres stratégies que le manager applique. Et pour avoir un label ESG par exemple, le manager doit avoir au moins trois stratégies. Donc forcément il va avoir des ratings internes ou externes et au-delà de ça il va avoir d'autres stratégies qui vont être, qui vont avoir beaucoup plus d'impact qu'une simple notation.

I4 : Il y a un point effectivement au-delà de ce qu'*** a mentionné, est-ce qu'aujourd'hui, c'est le rôle du label de peut-être labeliser tous les fonds ? Aujourd'hui les ratings, les agences de ratings, ce qu'elles font c'est qu'elles fournissent grosso modo un score sur tous les fonds. Pourquoi ? Parce que quantitativement elles vont gérer un grand nombre de données, elles vont réussir à donner un score à un Morningstar, si on a 70 % des assets qui sont couverts, alors on arrive à avoir un score par exemple. Avec MSCI, c'est pareil, on arrive à avoir un score, mais dès qu'on a, grosso modo, 2 tiers, 70 % du portefeuille qui est couvert ? Et c'est une approche qui est extrêmement data intensive. Nous, c'est sur quoi on se concentre, comme l'a dit ***, c'est premièrement les

stratégies d'investissement. En général, on a une approche qui est en 4 P. C'est qu'on a le premier P qui va être quelle est la philosophie du fond. On va essayer de comprendre avec des termes simples, ce que le fonds essaye de réaliser, ou en tout cas le candidat au label, ce qu'il essaye de réaliser. Ensuite, on va regarder pour le deuxième P, quel est son processus d'investissement, comment s'intégrer, quelles sont les stratégies qui sont mises en place, typiquement. Ensuite, on va regarder le quatrième P pour People, en réalité, People et Governance. Ça fait partie aussi de notre revue en tant que label. Est-ce qu'il y a des comités ESG ? Est-ce qu'il y a une influence d'un comité ESG sur les décisions d'investissement ? Est-ce que ça rapporte à un comité d'investissement ? Est-ce qu'il y a des droits de veto ? Est-ce qu'il y a des choses comme ça au sein de l'organisation ? Mais aussi, individuellement, est-ce que la compagnie ou le portfolio manager, il a les bonnes personnes aux bons endroits ? Ces personnels sont-elles justement qualifiés pour effectivement prendre en compte intégré l'ESG dans un processus d'investissement ? Et aussi qu'est-ce que le portfolio manager fait, qu'est-ce que l'entité fait pour s'assurer que la totalité de son staff elle soit aussi au courant des bonnes pratiques ESG. Donc la partie people et gouvernance aussi, techniquement on ne peut pas l'assesser quantitativement et c'est pour ça que nous on le fait et ça fait partie du label. Mais ni Morningstar ni MSCI ne peuvent le réduire à un score parce que nous derrière, ce qui ressort de ça, c'est une appréciation de la gouvernance robuste ou pas robuste simplement. Et je dirais le quatrième P, c'est le portefeuille. C'est une revue du portefeuille, c'est un screening pour s'assurer qu'il en lien avec les exclusions dont *** parlait. Et ensuite, on fait un échantillonnage du portefeuille simplement pour s'assurer que pour la totalité des titres qui sont dans le portefeuille et via cet échantillonnage, on arrive à avoir des preuves du portfolio manager du produit qui postule au fond qu'il y a effectivement de la recherche ESG qui a été prise en compte avant d'investir dans tel titre ou un autre. Par rapport à ça, alors effectivement, il y a une différence, il y a peut-être peu de transparence sur la méthodologie des rating agencies, mais en réalité, ils ont une audience beaucoup plus large que la nôtre parce que nous, notre processus va beaucoup plus loin, il est beaucoup plus qualitatif. Au final, il faut prendre le label comme quelque chose d'un petit peu « select ». À la fin du jour, on ne peut pas avoir tous les fonds avec un label parce que du coup, on n'arriverait plus à séparer les bons des mauvais. Ou alors, il faudrait qu'on ait un label avec une approche entière je sais pas bronze argent or ou trois étoiles, quatre étoiles, cinq étoiles. Parce que ça reste encore important de distinguer les « top performance » du reste. Et je dirais que c'est pour ça que nous on ne prend pas en compte spécialement uniquement la partie portefeuille parce que de nouveau, si je vais utiliser un vendor pour screener un portefeuille et si j'en utilise un autre, il y a encore une chance relativement importante pour obtenir des résultats qui sont un petit peu à l'opposé.

FW : Ok. Parfait pour les ratings, je pense que c'est bien. Pour les labels... on a pas mal de divergences entre les ratings comme on a dit et un manque de transparence. Pour les labels, qu'est-ce que vous pensez de cette divergence ? Et j'entends par là moins que dans les ratings, mais je veux dire quelle est la différence des exigences de Luxflag par rapport à un label belge, un français, un nordique. Si on a un fond avec un rating, on peut les comparer tous. Comment est-ce que les labels pourraient être comparés en fonction les uns des autres ?

I4 : Aujourd'hui, les différentes agences de labellisation, elles vont être supportées ou pas par les autorités locales. En France par exemple, l'AMF elle dit clairement dans la doctrine 2020-03, elle dit clairement que « l'AMF recommande au fond porteur de caractéristiques ISR de s'engager à la faveur de la labellisation ISR ». C'est écrit, c'est noir sur blanc. Voilà, clairement ils supportent leur label. En Belgique, il est extrêmement poussé à des fins de distribution. En Belgique, si on veut distribuer localement un produit sustainable, alors les autorités elles vont dire bon, il faut passer par la case Towards Sustainability. Donc c'est pour l'un comme pour l'autre, c'est soutenu

localement par les autorités, premièrement, et deuxièmement, ça se fait à des fins de distribution. C'est-à-dire, si je veux distribuer un produit qualifié de sustainable, alors le régulateur local s'appuie sur son agence de labellisation. Ce n'est pas encore le cas à Luxembourg. Par rapport à ça, les agences françaises, belges, aujourd'hui, ils ont des labels qui sont plutôt ESG. Ce sont des labels plutôt standard transition. En Allemagne, FNJ et Nordic Swan, ce sont plutôt des labels environnement. Aujourd'hui, sur la carte des labels, il va y avoir certains qui vont être comparables. En Belgique, en France, le label ESG de Luxflag. Et par rapport à ça, le Luxflag, comment on se différencie ? C'est que non seulement on a des labels qui s'appliquent pour les fonds qui sont ESG, mais on a aussi un label ESG pour les produits d'assurance, pour les mandats, donc ça s'adresse à une population différente qu'en Belgique et en France ça s'adresse au fond. C'est le premier niveau et le deuxième niveau c'est qu'on a aussi des labels d'impact, on a un label climate finance, on a un label environnement et surtout on a un label micro finance qui est unique. Et justement, pour tout ça, ça nous permet d'avoir une audience complètement différente et en réalité d'avoir beaucoup plus d'impact sur l'impact en réalité. Parce qu'au final, avec le climat, avec l'environnement et avec la microfinance, on est dans le vrai impact. Là, on remet à jour un certain nombre de nos labels dans l'impact. On est dans le cœur du sujet. Donc je dirais que c'est comme ça qu'on se différencie. À terme, est-ce qu'il va y avoir une uniformisation ? A priori oui parce qu'il y a l'EU Ecolabel, maintenant entre l'ambition et la réalité, je pense qu'il va avoir un certain nombre d'années avant que ça ait vraiment lieu. Voilà donc pour moi ce « gap-là », il existe. Nous on a entrepris d'ouvrir le dialogue avec certaines agences, il y en a qui sont plus réceptives que les autres justement parce que l'on considère que ça fait partie de notre métier. De nouveau, ce n'est pas une compétition. Tout le monde se bat pour la même chose. Tout le monde, au final, tout le monde souhaite qu'il y ait plus de sustainability. Point. Le rôle de Luxflag, c'est supporter le développement de la finance durable. Que ça se fasse par le biais des labels Toward Sustainability ou ISR, ils ne nous enlèvent rien. Je pense que c'est important de le souligner. On n'est pas une entreprise commerciale, peut-être pour ça.

FW : Ok, donc maintenant on peut passer à la réglementation. Donc avec la réglementation en vigueur et son évolution, quel est l'avenir de label ? Est-ce que dans, certes ça prendrait quelques années comme on en parle à l'instant, et ce n'est pas du tout ce que je vous souhaite, mais est-ce que vous pensez que la réglementation... qui peut s'endurcir au fil des années, pourrait mener à, si on arrive à une SFDR qui est claire et assez compréhensive pour tous et stricte, est-ce que ça pourrait réduire l'utilité d'un label ou des ratings ?

IS : Moi je pense qu'un label, il aura toujours une valeur s'il sait s'adapter aux évolutions du marché et aux évolutions réglementaires. Puisque nous comme on dit toujours, en fait on prend la réglementation pour base, c'est-à-dire qu'aujourd'hui, c'est assez facile. J'ai entendu pendant une conférence que maintenant 80 % des fonds qui sont lancés sont des fonds article 8 puisque ça permet aux asset managers de lever des fonds plus facilement et de lever plus de fonds aussi. puisque c'est vraiment ce que tout le monde demande, en tout cas au niveau retail, mais que ce soit au niveau institutionnel. Donc tous les investisseurs demandent de plus en plus d'intégration ESG, de prise en considération des critères non financiers. Ensuite, la réglementation, je pense qu'elle est encore assez loin, puisqu'on a commencé avec la réglementation financière, donc on a réglementé le secteur financier, on a aujourd'hui la SFDR qui permet de dire qu'un produit est article 8, article 9, certains, à tort, l'utilisent comme une sorte de label, ce qui n'est pas le cas, ce n'est pas un label, tout le monde est obligé de se conformer avec la réglementation. Et aussi, en fait, la réglementation financière elle est au-dessus, mais ce qu'on ne voit pas, la partie cachée de l'iceberg c'est la réglementation qui va s'appliquer aux entreprises. On a la taxonomie, qui est une classification européenne de ce que c'est une activité durable, donc, un fond, pour pouvoir définir

à quel point il est durable, il va devoir se référer à cette réglementation-là et on a aussi un autre point important qui va arriver c'est le CSRD « Corporate Sustainable Reporting Directive », qui va s'appliquer à toutes les entreprises, les plus grandes tout d'abord et dans une moindre mesure, en plus petites entreprises, mais c'est ce qui va aussi permettre de vraiment verdir le secteur, d'apprendre à tout le monde, de diffuser le savoir au niveau de la durabilité à tous les niveaux. C'est-à-dire que dans tous les secteurs et à tous les niveaux, les petits et les grands, disons, comme j'ai dit, les personnes de tous secteurs, de tous domaines vont devoir comprendre ce que c'est la durabilité et comment y arriver. Et à ce moment-là, le secteur financier pourra accélérer et aller plus loin. Et le label, je pense qu'il va falloir qu'il s'adapte à tout ça et qu'il aille plus loin, c'est-à-dire qu'il y a toujours un minimum à faire et que tout le monde devra faire ce minimum-là, mais le label garantira une conformité avec les meilleurs standards du marché.

I4 : Tout à fait juste franchement je suis évidemment d'accord sur 100 % avec les propos que*** vient d'avoir. Par rapport à la séquence réglementaire, on veut faire toujours plus que la réglementation. Je considère extrêmement positif, autant la taxonomie que les PAI. Je pense que c'est important de commencer avec ça, même si aujourd'hui les chiffres ne seront pas extrêmement bons, mais en tout cas, on doit faire prendre des nouvelles habitudes par rapport à la réglementation. Mais si je prenais même un pas de distance supplémentaire, j'insisterais quand même sur le fait qu'aujourd'hui la réglementation, c'est une réglementation de transparence. Ce n'est pas une réglementation contraignante en termes de process, ça ne veut pas dire qu'on est obligé d'intégrer le ESG. Ça veut juste dire que si on le fait, on doit le dire. Et que si on ne le fait pas, on doit le dire aussi. C'est pour ça que la perception peut-être de la SFDR est différente, c'est une disclosure regulation. Ce n'est pas une disclosure qui force à prendre en compte l'ESG. Non, c'est une réglementation qui vous force à le reporter d'une certaine manière, à le mettre en avant d'une certaine manière, avec un certain type de clauses et avec un certain type d'outils de catégorisation des actifs qui sont tels que la taxonomie et certains outils de reporting tels que les principales adverse impact indicators. C'est important de le signaler, ça reste une réglementation de transparence.

I5 : Je rajouterai, peut-être le label, en fait, c'est une opportunité pour le label de s'appuyer sur les lacunes de la réglementation et d'aller plus loin. C'est-à-dire que la réglementation c'est une base, c'est une disclosure, qu'est-ce qu'on fait, qu'est-ce qu'on ne fait pas et le label il va dire on fait ça et on le fait de cette manière-là, on le fait mieux que tout le monde le fait c'est peut-être ça en fait c'est vraiment parce que voilà la réglementation elle va dire comment ils le font, mais nous avec le label on va demander concrètement on va regarder le portefeuille on va dire comment vous le faites ? Quelle est la stratégie que vous appliquez ? Montrez-nous que vous avez bien mis en place cette stratégie donc la réglementation oui et le label c'est « j'ai fait vraiment quelque chose et je veux me distinguer des autres ».

FW : Oui je comprends bien, mais « je fais vraiment quelque chose et je veux me distinguer des autres » justement c'est ça qu'imaginons dans le futur la réglementation impose à tout le monde que tous les fonds soient articles 8 ou 9. Je sais que ça ne marche pas comme ça, mais, disons 10 ou 11 dans 15 ans dans le sens que ça va plus loin encore, certes, le label sera toujours présent pour dire ceux qui le font le mieux, etc. Mais ma question est « est-ce que le durcissement de la réglementation et le fait que ce soit beaucoup plus accessible et compréhensible par tous pourraient être une des pistes d'avenir de la sustainableisation du marché financier, du secteur ? ».

I4 : Une parmi tant d'autres. Enfin, je trouve que jusque maintenant, on reste sur une réglementation de transparence, pas sur une réglementation contraignante. Si tel devenait le cas,

en réalité tant mieux. Enfin, si tout le monde devient un peu plus sustainable, enfin, amen. Nous, on est contents et on trouvera d'autres moyens de nous-mêmes de rester crédibles en tant qu'agence de labellisation. Je pense qu'on l'a dit, nos critères ne sont pas fixes, ils évoluent avec le temps, ils évoluent avec les pratiques de marché, avec la réglementation, ils vont continuer à le faire. Pour moi, ce n'est pas du tout une source d'inquiétude.

I5 : Oui, en fin de compte, il faudrait que tout le secteur soit durable, tout le secteur financier. Pour ça, je pense que ça prendra des années. Il y a une partie de la transition qui doit se faire. Et pour ça, le label aussi joue une partie puisque, voilà, on permet d'accompagner les managers dans la transition. On peut se poser la question « est-ce que désinvestir brutalement c'est la solution ? » ou « est-ce que plutôt s'engager avec les entreprises c'est peut-être une meilleure solution ? » Donc ça prendra sûrement du temps donc je pense qu'il nous reste pas mal de temps et de travail à faire afin d'accompagner les acteurs, autant d'aider les investisseurs, que les managers eux-mêmes.

FW : dernière question. Donc moi ici, juste pour préciser, je ne cherche pas à abolir les labels, mais à trouver une piste qui permettrait de, comme on disait, de faire en sorte que tout le monde soit sustainable dans le milieu des investissements. Et donc c'est là-dessus que ma recherche théorique se base actuellement. Donc est-ce que vous avez quelque chose, une piste supplémentaire aux ratings, labels et réglementations à analyser ou quelque chose à ajouter par rapport à l'interview ?

I4 : Non, parce qu'en fonction du thème il va y avoir tellement de pistes, de développement, mais je dirais que d'un point de vue policy aujourd'hui on traite le problème d'une façon principalement européenne, qu'en réalité on doit même « zoom out » et regarder ça d'une façon peut-être un peu plus globale. Le FCA a une autre façon de voir les choses, la SEC sûrement aussi. Jusque maintenant, il y a beaucoup d'initiatives locales ou continentales. Il n'y a pas vraiment encore de consensus exactement sur ce qui est un produit financier durable et l'objectif qu'il devrait avoir.

FW : OK. Merci.

I5 : Merci à toi. Bonne chance.

I4 : Merci à toi. Bonne chance.

Interview 6- Head of Investment Funds & member of the group Executive Committee

FW : Ok, donc voilà en deux mots, j'ai fait mon stage chez LPEA, où mon rôle était de labelliser l'association avec le label de l'INDR, ESR. Et puis j'ai travaillé là quelques mois et j'ai rencontré Mickael Tabart parce qu'il est dans le board de l'association et c'est lui qui m'a donné vos contacts. Donc voilà, moi ici, ce que j'aimerais bien c'est avoir votre avis sur la réglementation qui régit l'investissement durable, donc SFDR, Taxonomy, Green Deal, etc. sur les ratings ESG, sur les labels ESG. Donc je vais vous laisser parler de ça et puis après on reviendra sur quelques problématiques, je veux dire, qui... m'intéressent le plus et sur lesquelles je vais le plus me pencher dans mon mémoire.

Interview 6 : Et qu'est-ce que vous voulez savoir exactement? Mon avis personnel sur le développement de la réglementation ESG, c'est ça?

FW : C'est ça. En façon générale. Peut-être commencer par vous présenter, s'il vous plaît.

I6 : Je m'appelle ***, je suis membre du comité de direction de ***, qui est une société luxembourgeoise active dans l'investissement, dans des sociétés basées dans certains pays européens et ça c'est notre première activité. Notre autre activité c'est d'investir dans des fonds d'investissement en Europe et surtout aux Etats-Unis. Nous sommes une équipe de 30 personnes et nous avons aussi une personne qui s'occupe exclusivement de l'ESG. Ça c'est le sujet qui nous occupe aujourd'hui. Alors effectivement la réglementation n'est pas encore complète, c'est une réglementation qui est en cours de développement, qui crée aussi une certaine incertitude pour les sociétés, dans la mesure que quelques-unes doivent commencer à faire du reporting sur comment eux traitent ESG. Cette incertitude fait que chez nous, nous avons créé un comité, Sustainability Committee, notre conseil d'administration qui a comme objet justement d'étudier cette réglementation et de donner des directions à notre société et aussi aux gens qui s'en occupent. Donc cette réglementation, on la suit, on estime que c'est effectivement utile de réglementer pour donner un cadre à la société ; d'abord en ce qui nous concerne de mesurer le progrès ESG de nos sociétés en portefeuille et aussi de fixer des milestones pour que ces sociétés atteignent certaines réglementations en termes de ESG. D'un autre côté, en termes de société et nous-mêmes, nous sommes en train de réfléchir comment nous-mêmes nous pouvons améliorer notre score ESG, comment nous pouvons appliquer ou nous donner à nous-mêmes des critères qui résultent de cette réglementation. Pour s'appréhender toute cette réglementation, nous avons pris un consultant. Il y a deux ans, ce consultant nous a aidé à justement analyser la réglementation et il nous a fait un processus par lequel on a contacté, interrogé tous nos stakeholders, c'est-à-dire nos actionnaires, nos créanciers, nos employés, comment eux ils perçoivent ESG et quels sont les objectifs que nous en tant que société, en concertation avec tous ces stades, dans toute cette réglementation, quels sont vraiment les objectifs importants à devoir traduire dans notre propre société et aussi à l'égard de nos sociétés de portefeuille. Donc cet exercice a été fait et il y a les trois sous rubriques : l'environnement, la gouvernance et le social. Donc, ça c'est les trois grands vecteurs. Dans tous les trois grands vecteurs, on a, suite à ce processus que je viens de décrire, on a pour nous décrit 9 objectifs dans ces trois verticaux que nous estimons importants et que nous voulons utiliser pour développer des sujets ESG dans notre société, mais aussi pour définir le catalogue due diligence par rapport à nos sociétés de portefeuille et sur base de ces 9 objectifs qui sont les nôtres. Je dirais d'en déduire les objectifs pour les sociétés aussi. C'est là où nous en sommes aujourd'hui. Donc si votre question est aussi de savoir si cette réglementation est une bonne chose, je crois qu'il y a différentes réglementations. La taxonomie, c'est pour définir, il faut faire un catalogue et dire qu'est-ce qui est sustainable, qu'est-ce qui n'est pas vraiment sustainable. Ça je pense que nous estimons que c'est important d'avoir là. D'un autre côté, il y a des réglementations sur le reporting. Comment, sur quoi est-ce que nous devons reporter ou sur quoi les sociétés dans le portefeuille, sur quoi est-ce qu'ils doivent reporter. Donc, nous estimons que c'est important d'avoir ça aussi. Et finalement, sur les fonds d'investissement, les articles, articles 8, 9, etc. vont définir comment les fonds se qualifient eux-mêmes par rapport à ESG. Est-ce qu'ils considèrent qu'ils prennent une approche plus ou moins active contraignant par rapport aux exigences de ESG ? Voilà. Donc, réglementation c'est nécessaire. Elle n'est pas encore entièrement complète. C'est du moving-target. C'est ça qui est un peu la difficulté. C'est de dire on avance, on essaie d'avancer sur base d'une réglementation qui est encore vague.

FW : Ok, merci. Je vais proposer de continuer sur les ratings et puis je reviendrai avec les questions par après. Donc donnez votre avis comme vous venez de le faire pour la réglementation mais sur les ratings ESG. Donc le principaux qui sont les plus utilisés, Morningstar par exemple ou autre

chose. En comparaison, enfin pas vraiment en comparaison mais en gardant en tête les ratings de crédit qui sont les plus utilisés.

I6 : Effectivement, je pense que pour les investisseurs, ils ont défini pour eux-mêmes certains standards. Ils disent, moi, je ne veux investir que dans un article 8 ou encore un article 9. Je pense que là, c'est difficile de se baser uniquement sur ce que les fonds définissent eux-mêmes. Donc il y a besoin de ratings, donc c'est en soi une bonne chose. Maintenant pour faire ces ratings, je pense que ces agences de ratings doivent faire du travail de due diligence et analyser par rapport au fond quel est le track record. Les fonds ont un rapport, un critère qu'ils se donnent eux-mêmes. Et... Voilà, donc c'est important d'avoir des ratings, surtout pour notre partie investissements parce que ça permet d'avoir, je dirais, la vue externe d'une agence de ratings qui permet quand même de définir, de certifier avec plus de certitude que les indications ou que le label que les fonds se donnent eux-mêmes correspond à une certaine réalité.

FW : Ok, mais donc les ratings, vous les utilisez moins ou autant que... Là vous abordez le sujet des labels, peut-être déjà commencer par... Est-ce que vous utilisez autant les ratings que les labels ? Est-ce qu'il y a une utilisation différente ? Quel est le point de vue ?

I6 : Je pense que oui, les ratings, ça je pense qu'on... il y a beaucoup de fonds qui n'ont pas de ratings donc je pense que tout ça est en train de se développer, c'est pas complet mais lorsqu'il y a un rating c'est quelque chose que nous utilisons parce que nous estimons que c'est vraiment un tiers qui a regardé, qui a fait vraiment le travail de due diligence tandis que un label... je dirais, c'est aussi intéressant mais c'est peut-être moins fiable, moins vérifié que les ratings.

FW : Ok intéressant. Parce que... Bah donc, voilà, je pense qu'on a... J'ai l'avis sur les trois... les trois outils, je veux dire. C'est ce que vous dites par rapport au label et aux ratings m'étonnent parce que dans mes recherches j'ai trouvé que la corrélation entre les ratings donc qui est par exemple si on compare Moody's et S&P's pour les ratings de crédit la corrélation est de 0,99 alors que pour ce qui est des ratings ESG elle n'est seulement que de 0,3. Donc là il y a différentes méthodologies qui sont utilisées pour chacun des ratings qui sont assez... donc c'est assez opaque la méthodologie derrière. Évidemment ils ne vont pas montrer, ils n'ont pas montré au grand public comment ils font pour donner leurs ratings vu que c'est un peu leur business model je vais dire, mais la divergence derrière ces ratings est assez assez importante et donc là mes recherches ont prouvé que cette divergence pouvait fausser la réorientation des flux des capitaux alors que un rating, un label pardon, ok c'est une base volontaire donc certes c'est différent ; c'est différent du ratings qui est, je vais dire involontaire mais le ratings va avoir accès à une information différente du ratings. Le label va avoir accès à une information différente du ratings étant donné que c'est sur base volontaire et qu'il peut demander au fond en question de donner plus d'informations sur un tel ou un tel sujet. Et voilà après c'est vrai que les problèmes que j'ai relevés par rapport au label c'est la prolifération. Donc il y en a de plus en plus et ça mène à une certaine confusion et méfiance. Et en plus de ça, ils sont nationaux. Je veux dire, par exemple, à Luxembourg, on a Luxflag. Mais qu'est-ce que Luxflag signifie en France ? En France, il y a le label ISR. Mais est-ce qu'il est utilisé au Luxembourg ? Et qu'est-ce que ça signifie ? Parce que les réglementations sont différentes d'un pays à l'autre. Donc c'est un autre problème des labels mais voilà, je ne sais pas si vous avez quelque chose à ajouter par rapport à ça ?

I6 : Non mais ça revient un peu à dire que tout ça n'est pas encore vraiment mûre. Je veux dire que c'est au niveau des ratings, qu'au niveau des labels, comme vous dites, qu'il y a une certaine prolifération mais je veux dire que... Ratings c'est vrai que ça reste un peu opaque, mais ces agences ont quand même une certaine réputation, ils sont plus internationaux. Voilà, je pense

que la crédibilité pour nous, elle est le cœur. On attache plus de crédibilité au rating, au stade actuel, je veux dire.

FW : Ok mais oui, c'est vrai que d'un point de vue international, le ratings est peut-être plus pertinent qu'un label. Et oui donc pour ce qui est de la réglementation, comme vous avez dit, elle n'est peut-être pas encore au point. Je ne vais pas revenir sur chacune des problématiques que j'ai relevées par rapport à ça parce que bon... ça a plus ou moins été dit, mais selon vous, du coup, lequel de ces trois outils – donc la réglementation, les ratings et les labels – serait le plus enclin à réorienter les flux de capitaux vers l'investissement durable ? Et j'entends par là... dans le monde dans lequel nous vivons à l'heure actuelle, je pense qu'il y a une certaine importance, aussi par urgence, à réorienter une certaine partie du capital vers l'investissement durable, justement. Et lequel des trois pour vous est le plus enclin à pouvoir arriver à cette fin ?

I6 : Je pense que c'est la réglementation dans ce domaine. Il y a de plus en plus une prise de conscience, mais qui vient de la réglementation. Si je vois notre cas, s'il n'y avait pas eu la réglementation, je ne sais pas si on aurait vraiment réfléchi en profondeur au sujet. C'est la réglementation qui nous pousse et c'est aussi, je dirais, l'affaire des contagions parce que dans notre industrie, moi je parle pour l'industrie de l'investissement, aujourd'hui c'est un sujet que vous ne pouvez plus... Voilà, il y a la réglementation, mais il y a aussi la communauté des investisseurs qui exige de plus en plus de savoir quelle est la partie sustainable dans les investissements. C'est-à-dire que les fonds d'investissement doivent réagir parce qu'il y a une attente aussi déjà de leurs investisseurs. Les investisseurs veulent savoir mais c'est quoi, dans quoi est-ce que vous investissez ? La réglementation elle pousse vers plus de transparence et transparence signifie que les gens doivent se poser des questions. Ma réponse c'est de dire je pense que c'est la réglementation qui est le plus enclin à changer les choses et en fait les ratings et les labels c'est une suite à ça, une conséquence.

FW : Quel est le problème de la réglementation ? Qu'est-ce qui fait en sorte qu'à l'heure actuelle ça prend de plus en plus de place dans le milieu de l'investissement, mais ce n'est pas encore quelque chose de mainstream ? Qu'est-ce qui, pour vous, est le problème à ça ? Est-ce que c'est... qu'est-ce qui empêche la réglementation de faire en sorte qu'il y ait la majorité d'investissements en tant qu'investissements durables ?

I6 : Nous sommes partis, en fait, d'une base zéro. Donc on est parti de zéro il y a 2-3 années et donc on a quand même dû s'approprier le sujet qui est un sujet complexe, international et pas encore vraiment abouti. On est plutôt, je dirais, on ne veut pas avancer plus vite que la réglementation parce qu'on ne sait pas c'est ça va être quoi vraiment ce qu'on attend de nous. Il y a des réglementations qui ne sont pas encore définitives donc c'est ça il y a une certaine hésitation de pousser le sujet à l'extrême. Donc, je dirais, ce que nous sommes en train de faire, c'est comme je disais de développer pour nos propres sociétés des catalogues de due diligence et aussi de les soumettre eux à des contraintes. Je pense pourquoi est-ce que ça prend du temps c'est parce que c'est de nouveau des contraintes supplémentaires, c'est une réglementation supplémentaire dans une marée de réglementation que nous avons, je veux dire qu'on a d'autres sujets compliance, money laundering. Donc il faut prévoir des ressources, ouvrir tout ça, donc nous on a dû, dans une petite équipe déjà, on a dû... dégager une personne qui s'occupe de l'art, on a dû créer un comité et c'est quand même un sujet complexe. Et la réglementation aussi est complexe. Donc je veux dire que ça prend du temps à cause de la complexité, à cause du fait que c'est nouveau et à cause du fait que pour beaucoup, c'est perçu comme une contrainte un peu supplémentaire parce que si les choses viennent par la réglementation et par l'obligation de faire du reporting. Voilà, ça exige de dégager des ressources supplémentaires pour gérer tout ça. Je

veux dire que nous, par exemple, on a une quarantaine de sociétés, donc il faut contacter toutes ces quarante sociétés, il faut leur soumettre des catalogues, il faut leur poser des questions, et souvent c'est des petites sociétés qui ont déjà tellement de choses à gérer. C'est quelque chose qui est, voilà, qui est, où tout le monde est conscient, mais où la réalité heurte la bonne volonté parce qu'à la réalité il y a toujours un manque de personnel, il y a la complexité, il y a d'autres sujets à traiter. Donc je pense que ça prend du temps pour dégager les ressources nécessaires jusqu'à ce qu'on ait les processus. Alors je sais aussi qu'il y a des startups qui sont en train de répondre à ça. Il y a par exemple en Allemagne une loi qui est venue maintenant qui oblige toutes les sociétés à vérifier leurs chaînes d'approvisionnement. D'où est-ce qu'elles viennent, de vérifier est-ce qu'il n'y a pas du child labor par exemple. Alors il y a des startups qui viennent, il y a des logiciels qui viennent pour aider. Et donc tout ça je crois est en phase de développement. Il ne suffit pas de dire voilà ça c'est la réglementation mais il faut aussi un peu donner les moyens ou développer des outils un peu comme... par rapport à la comptabilité des finances, donner des outils qui permettent de gérer la masse d'infos qu'il faudra traiter. Dans notre cas, la masse d'infos, elle est très importante à traiter et à suivre.

FW : Oui, ok donc c'est quelque chose qui revient je vais dire assez souvent. Donc la charge de travail et la complexité, le manque de clarté derrière la réglementation. Mais c'est vrai que beaucoup de monde pense que c'est la réglementation qui est l'outil le plus enclin à réorienter les flux de capitaux. Je pense que j'ai répondu à toutes mes questions. J'ai peut-être une dernière : c'est vous demander si vous avez quelque chose à ajouter que vous jugez pertinent par rapport à ma recherche qui n'aurait pas été abordée lors de cette entrevue.

I6 : Oui, je dirais que c'est l'effort international, la coordination internationale. Je pense que là on doit faire face à des problèmes de la planète, mais qui sont gérés souvent, peut-être pas localement mais quand même par bloc. Et donc je pense que c'est très important comme sujet de régler ça vraiment à l'échelle internationale et de veiller à ce que les règles que nous on s'impose. Si nous on investit aux Etats-Unis on doit faire face à d'autres règles, est-ce qu'on ne peut pas gérer cette règle différente ? Ça c'est une problématique que je vois. C'est cette coordination allez, au niveau vraiment international. On va complexifier davantage les choses et les rendre discordantes.

FW : Ok, super intéressant. C'est vrai qu'au niveau européen, les décisions sont prises sur un bloc européen, mais que l'investissement international est quelque chose d'un point très intéressant. J'avais noté une question. Oui, donc au début de l'interview, vous avez parlé de la marche à suivre et des piliers, des neuf piliers à suivre pour autant pour vous que pour vos sociétés portefeuille et donc dans celles-ci, vous ne vous basez pas sur les ratings et les labels, peut-être les ratings un peu, mais les ratings et les labels sont quelque chose qui ne sont pas ou très peu utilisés dans les décisions d'investissement.

I6 : Je dirais dans nos décisions d'investissement, nous aujourd'hui, on s'est fixé des critères d'exclusion, donc on investit pas dans les fameux trucs, dans le tabac, dans la pornographie, dans les armes. Alors là, en termes d'énergie, est-ce qu'on fait du gaz ou non ? Donc là, on a eu quand même pas mal de discussions. Donc on a un catalogue qu'on a fixé. Donc ça c'est en due diligence, on dit est-ce qu'on y va ou est-ce qu'on n'y va pas ? Donc ça c'est un catalogue d'exclusion. Et après, une fois qu'on investit, c'est de se fixer des objectifs. Et alors dans cet univers d'objectifs que l'on peut tirer sur la réglementation des Nations unies ou la réglementation européenne, nous on en a retenu neuf qui semblaient pertinents pour nous par rapport aux attentes aussi de nos actionnaires. Donc là, les ratings après, c'est une conséquence. Nos choix, c'est de voir les ratings, comment est-ce qu'ils répondent un peu à nos objectifs. Mais ce qui est important, c'est que

chacun pour soi se définisse des objectifs qu'il considère importants dans tout cet univers. Par rapport aux attentes, comme je disais de ces stakeholders. C'est un exercice que nous avons trouvé important et qui est un peu notre catalogue des valeurs et qui va être un peu le fil conducteur pour notre société.

FW : Ok, très bien, merci beaucoup. Dernière question, est-ce que vous auriez un contact auquel vous pensez qui pourrait éventuellement répondre à mes questions dans le domaine ?

I6 : Écoutez, chez nous, la personne qui s'occupe de l'ESG est une personne qui peut aussi répondre à vos questions parce que c'est son daily business de s'occuper de ces questions. Donc voilà, je peux vous donner son contact. Je peux vous mettre en contact avec elle.

FW : Oui, ça serait très intéressant pour moi.

I6 : Voilà. Et ce qui peut être aussi intéressant c'est que nous faisons partie du groupe foyer, foyer aussi en tant que société commerciale s'occupe de ces questions de... voilà. Mais je vous dirais peut-être en premier contact, vous voyez avec cette personne chez nous, voilà. Ça vaut la peine peut-être de lui parler parce qu'elle est encore plus spécialiste que moi. Si vous avez des questions plus spécifiques, moi je crois qu'elle vous dira pas autre chose par rapport à notre contexte global. Mais elle travaille plus encore avec des labels et des ratings, elle connaît mieux la réglementation parce que c'est elle la personne chez nous qui s'occupe de cette partie-là et elle peut peut-être vous mettre en contact aussi avec les gens de foyer. Je vais vous faire un mail.

FW : Ok, super. Merci beaucoup. C'est tout pour moi. Je vous souhaite une bonne journée. Merci d'avoir répondu à mes questions.

Interview 7 - Senior Wealth Manager

FW : Donc peut-être quand même je peux vous demander de vous présenter en deux mots, votre poste par exemple.

Interview 7 : Oui donc vous connaissez mon nom, mon titre c'est Senior Wealth Manager. Ça veut dire que ma fonction est principalement une fonction de relation avec des clients en matière d'investissements mobiliers. Je travaille dans une société qui s'appelle *** et c'est une PME belgo-luxembourgeoise dont l'activité est de donner des conseils en investissement mobilier à des clients. Donc c'est un service personnalisé de private banking. Voilà. Et services que ne font quasi plus les banques grand public qui sont bien souvent organisées en fonction de la vente de leurs propres produits. Donc nous n'avons pas de produits, mais ce que nous faisons, c'est conseiller des placements dans toute une série de fonds, d'investissements existants dans le monde.

FW : Ok. Donc moi ici je... vous avez lu j'imagine, je fais mon mémoire sur les outils qui permettent ou qui permettraient de réorienter les flux de capitaux vers l'investissement durable, à savoir principalement la réglementation, les ratings et les labels ESG. Et donc premièrement est-ce que je pourrais vous demander votre avis sur les trois outils ? Donc commencer par la réglementation.

I7 : La réglementation européenne ?

FW : C'est ça. Donc par exemple principalement les Green Deal, la taxonomie, la SFDR.

I7 : Oui donc c'est évidemment un cadre réglementaire que nous appliquons. Ce que nous pensons et ce que je pense c'est que ce cadre réglementaire est venu assez tard sur les places financières

ou en tout cas en Europe. C'est-à-dire c'est postérieur à ma connaissance à l'existence de fonds badgés ESG. Je pense qu'elle est encore à un stade préliminaire... et je crois qu'une des difficultés majeures... est un stade préliminaire qui est encore extrêmement général. Une des difficultés majeures pour des gens comme nous qui sont confrontés à ça, c'est que dans l'hypothèse où les clients souhaitent définir précisément le pourcentage de leurs investissements qui doivent être investis dans des fonds de type SRI ou ESG, c'est probablement impossible à gérer parce que ça nécessite pour chaque mouvement dans le portefeuille une série d'analyses détaillées pour lesquelles nous n'avons pas les outils et c'est également contraignant par rapport à la stratégie de base. Ça peut être contraignant par rapport à la stratégie de base adoptée par les clients au départ. Je veux dire par là, ils ont une stratégie de base en terme d'appétit ou d'aversion pour le risque et une stratégie aussi en fonction de leurs espoirs de rendement et donc ça peut créer vraiment des blocages. Donc je pense que le mérite de la réglementation est de se mettre en place mais pratiquement c'est quasi ingérable et bon on en a parlé avec eux, avec des banques, qui sont confrontées aux mêmes problèmes. Donc en effet, nous avons en place, ça fait partie de nos contrats, des parties du contrat consistent à déterminer les souhaits des clients en matière d'investissement ESG. Et donc, on ne peut en faire se peut, on essaie... on essaie de, on a cette annexe mais on essaie un accord de bonne volonté pour quand même arriver à tendre vers le souhait du client mais sans en faire une contrainte parce que ce serait ingérable. Ça c'est pour la réglementation et vous aviez deux autres questions ?

FW : Oui, donc les ratings.

I7 : Oui, donc les ratings, il y a différentes agences de ratings. On peut retrouver ces ratings sur les sites de ces différentes agences. Moi je ne connais pas bien au détail les différences, comment sont faits ces ratings. Je pense que... ce qui se passe c'est que souvent, quand on parle de fonds d'investissement, avant de parler de société, quand on parle de fonds d'investissement, on a tendance dans les fonds, on dit ESG ou SRI, à retrouver quasi systématiquement les mêmes sociétés composant le fond, s'il s'agit de fonds d'action. Il y a également des obligations vertes pour des fonds obligataires. On retrouve souvent les mêmes. Évidemment avec des répartitions différentes selon la gestion du fond. Mais donc, je ne connais pas bien les grilles d'évaluation. Souvent, ce qu'on voit, c'est que bien souvent, comme on retrouve les mêmes sociétés, il y a beaucoup de ressemblances. Et ce qu'on observe aussi, c'est des consolidations, des effets de consolidations. C'est-à-dire qu'imaginez un client qui est client de deux banques, qui a deux portefeuilles d'investissement, il achète deux fonds qu'il croit différents, deux fonds ESG, et au final, ils se ressemblent fort, puisque on retrouvera systématiquement... des sociétés probablement sont des fonds qui seront surpondérés en technologie puis on retrouvera des sociétés qui sont, qui sont les mêmes dans l'un ou dans l'autre et donc il y a relativement de ce fait là peu de différenciation dans le cadre du marché. Et en matière de ratings, moi j'ai une expérience. Je fais ce métier depuis trois ans. Avant, j'étais collègue d'Éric, donc je travaillais vraiment ailleurs. Je me méfie beaucoup du tapage. Je me méfie beaucoup des communications d'entreprises et donc, en l'occurrence, je me méfie beaucoup de la communication, du greenwashing en fait, et de la communication insistante que feraient des fonds ou des gestionnaires sur le côté vert. Je pense qu'il y a une dimension marketing qui est très très loin d'être négligeable et qui cache une réalité. Quand une entreprise communique et répète cette communication, c'est parce qu'elle veut passer un message qu'elle aime qu'on entende, mais derrière... il y a vraisemblablement beaucoup d'autres problèmes à laquelle l'entreprise fait face. Donc le pharma peut dire « je suis vert », mais si elle prescrit, si elle permet l'utilisation de médicaments qui sont en dehors des résultats cliniques, et c'est des réalités, je ne sais pas si éthiquement... si éthiquement ça tient la route. Donc je crois qu'il y a une mode à tout verdier et

ça ne garantit pas spécialement le côté éthique des choses. Donc je crois que les grilles d'évaluation, bon ben c'est des systèmes « tick the box » et ça ne prend pas en compte ce qui n'est pas défini évidemment par la grille d'analyse. Je sais pas si Éric vous a envoyé l'article que je lui ai fait suivre.

FW : Oui, oui, oui.

I7 : Je sais que c'est... Je souscris assez fort, c'est l'exemple extrême. C'est l'exemple extrême, quoi, donc, de sociétés qui exploitent les travailleurs, qui ne mettent pas en place les conditions de base en matière de sécurité du travail, mais qui par des actions d'éclats et tapageuses et sur lesquelles elles communiquent fort, parviennent à cocher une case et à dire voilà je suis vert. Que des sociétés minières le font, des sociétés minières australiennes qui sont actives en Afrique du Sud etc. le font. Il ne faut pas être naïf quoi. Donc elles peuvent être à la fois, obtenir un label ESG mais derrière elles ont une âme bien noire et donc c'est là que je suis très très, très très dans le doute. Pareil, je vous parlais des technologiques il y a cinq minutes. Donc les technologiques à priori ne pollueraient pas. Donc les technologiques pensons à Apple. X, puisque c'est X maintenant. Amazon, etc. Ou Nvidia. Mais je crois que c'est... A priori, elles ne pollueraient pas parce que pas de transport, pas d'énergie, pas d'utilisation d'énergie, etc. Or, c'est pas vrai. On sait bien que les salles d'ordinateurs ont un niveau de pollution qui est significatif, qui ne fait pas partie des divers, qui est vraiment significatif. Mais c'est juste pas pris en compte par les grilles d'évaluation. Donc je pense qu'il faudrait en effet qu'il y ait une grille si possible un peu plus universalisée. Je pense que c'est peut-être le rôle de l'Europe ou des grandes agences et qu'elles soient non ambiguës et qu'il y ait des critères objectifs et mesurables d'exclusion. Donc je crois que ESG, ça veut pas dire éthique, ça veut pas dire éthique, honnête et vertueux. Ça veut dire que les grilles, en tout cas il y a des critères qui ont été évalués par des agences en fonction d'une grille et qui satisfait en partie probablement, qui satisfait en partie le critère ESG, mais qui n'est absolument pas une garantie en matière d'éthique. On sait bien qu'Apple fabrique ses téléphones en Chine et que le travail des enfants en Chine... On peut prendre le problème dans tous les sens. C'est là que se situe la limite. Est-ce qu'on va arriver à rendre tout le monde économique, éthique? Non, évidemment que non. Jamais. Je pense que jamais. Ici regardez la carte mondiale de la corruption, c'est une lutte sans fin. Voilà, maintenant, en y allant petit à petit, en corrigeant, en mettant... en prenant des critères d'exclusion. Exclure des secteurs ou exclure certaines manières de faire son activité, petit à petit on arrivera à rendre un peu plus vert. Pour le moment, c'est une bonne intention, mais c'est quand même un peu le Far West.

FW : Donc ici vous avez mis un peu les ratings et les labels dans la même catégorie ou... avec quelque chose à ajouter par rapport plus au label que les ratings.

I7 : Non, je ne souhaite rien, je ne souhaite rien ajouter de particulier, de particulier d'autre. Comme je dis, je ne maîtrise pas bien le contenu précis des ratings, j'en connais l'un ou l'autre. Voilà, et je respecte la démarche, mais je pense qu'elle est pour le moment plus commerciale que, comment dire, réglementaire et vertueuse. La réglementation suit l'approche commerciale. Et du reste, ce qu'on a pu observer, c'est qu'il y a eu quand même une... Enfin, c'est une parenthèse, mais il y a eu un engouement en 2020-2021 pour les fonds ESG, donc ils se vendaient relativement plus. Mais il y a quand même un phénomène de reflux. Maintenant, il n'y a plus... À ma connaissance, il n'y a plus le même avantage commercial perçu par les clients pour ce type de fonds. Avant, comment ça s'explique, je ne sais pas. Il y a probablement plein de facteurs. Il y a la crise qui est intervenue également. Et forcément, il y a plein de gens qui se sont mis en 2022 à investir dans l'uranium et dans le pétrole, ou dans les armements pour les moins éthiques... parce que c'est ça qui était porteur en 2022. Et donc ça explique peut-être aussi le reflux des fonds ESG.

Mais voilà, enfin, c'est... Pour la partie de clients qui est quand même motivée par le rendement, il y aura... ce sera ça le critère premier et donc il abandonnera en fonction de la conjoncture ou des... des phénomènes économiques, il abandonnera les critères ESG.

FW : Oui, ok. Et donc, je pense que, là vous avez parlé pas mal, je pensais d'abord parler de la présentation des outils, et puis de la problématique liée à ceux-ci, je pense qu'ici on a bien abordé la problématique des ratings et des labels.

I7 : Oui.

FW : En ce qui concerne la réglementation. Dans ma recherche, j'ai relevé pas mal de problèmes. Par exemple, dans le Green Deal, on dit que la politique n'est pas spécialement contraignante, que certains pays, vu que c'est des réglementations européennes, certains pays qui sont moins enclins à se tourner vers le développement durable, bloquent certaines réglementations. La charge bureaucratique augmente largement, que la réglementation n'est pas complète, etc. Est-ce que vous avez quelque chose à ajouter par rapport à ça?

I7 : Oui, je suis en train de le charger. Je vais prendre un exemple devant les yeux de l'index du supplément. Ce qu'on a dû faire, c'est faire signer des annexes au contrat existant pour recouvrir la partie ESG. Que des pays ne souhaitent pas suivre, bon mais ça c'est assez facile, je crois que c'est assez facile à traiter. Si des pays ont en leur sein des entreprises ou ont un système financier qu'ils ne souhaitent pas suivre, c'est leur choix. Mais bon à la limite c'est identifiable et c'est assez facile, c'est relativement facile éventuellement d'exclure. Bon, ma société est active en Belgique et au Luxembourg et dans quelques pays européens qui sont tous dans... qui ne sont pas dans le cas que vous décrivez et il se fait qu'il y a une réglementation à mettre en place. Réglementation qu'on est obligé... enfin, réglementation qui se traduit sous forme d'annexe au contrat. Et on est susceptible d'être contrôlé là-dessus. J'arrive.

FW : Oui, pas de soucis.

I7 : Oui, donc je télécharge là une annexe pour prendre les termes qui sont pris dedans. Donc en fait, comment ça se passe pratiquement ? Donc on a un client et on lui pose la question : est-ce que vous avez des préférences en matière de durabilité ? C'est oui ou c'est non. C'est la question de base. S'il répond oui, la question est donc : avez-vous des préférences ? Si c'est oui, ma foi ce n'est pas encore trop grave, mais alors la question suivante c'est avez-vous des préférences et les préférences c'est donc de trois types instruments alignés sur la taxonomie européenne, donc les instruments financiers dans des investissements durables par rapport à l'environnement et donc qui sont classifiés par l'Europe. La catégorie 2, c'est un investissement durable en matière environnementale, sociale ou de bonne gouvernance. Et le niveau 3, c'est l'instrument financier, prenant en compte la principale sensibilité négative, ce facteur de durabilité. Il s'agit d'instruments financiers qui sont investis de façon de ne pas nuire, par voie d'impact négatif en matière environnementale, sociale et personnelle. Donc la question que je me pose, je ne l'ai pas encore trouvée, mais est-ce que la FN à Herstal, si elle coche les cases environnementales, sociales et personnelles, a-t-elle le droit de tomber là-dedans ou pas ? Ça je ne sais rien. Et donc il s'agit de sélectionner ces préférences-là. Et quand ces préférences-là sont choisies, il s'agit en plus de cocher, en tout cas de choisir pour le client, s'il préfère des critères environnementaux, sociaux ou des critères de gouvernance ou bien s'il n'en a pas du tout. Et puis après, de définir le niveau d'investissement durable qu'il souhaite, donc de 5 à 25%, 25 à 50% ou 50% dans des critères ESG. Et donc tout ça nécessite des systèmes d'information. Ça c'est la partie contractuelle. Je ne connais pas en moyenne comment répondent nos clients. On n'a pas fait l'étude. On n'est pas encore

contrôlé. Mais ça risque d'être extrêmement compliqué. Pas tellement pour nous parce que pour finir, on a des portefeuilles relativement simples. Mais pour les grandes banques, de devoir traiter cela alors que les fonds sont gérés quotidiennement. Là que leur composition change, je ne sais pas si ces critères sont mis en place par les acteurs financiers afin de s'assurer que les portefeuilles ne dépassent pas les critères qui sont définis par leurs clients. Le fait est qu'acteur belge, on est obligé de le faire. Acteur luxembourgeois, on est obligé de le faire. Français, on est obligé de le faire. Mais je ne pense pas en effet de toute façon que... non plus il y ait des moyens de contrôle poussés pour le moment qui permettrait aux organismes de contrôle de type FSMA de s'assurer que tout est bien en place. Mais bon, probablement que ça viendra quoi.

FW : Pour revenir sur les ratings et les labels, dans les problèmes il y avait par exemple que la corrélation entre les ratings est faible. Elle est de 0,3 entre les ratings ESG, alors que les ratings de crédit S&P et Moody sont à 0,99. Les problèmes de marketing derrière, quand on a un bon rating alors qu'au final peut-être que les ratings d'à côté nous jugent d'une façon totalement différente, faussent la réorientation des flux des capitaux et les méthodologies utilisées par chacun.

I7 : Il me semble que j'ai lu un article, je ne me souviens plus mais en effet j'ai lu ça. Il y avait un réel problème mais comme je vous dis je n'ai pas... Nous travaillons principalement avec la version professionnelle de Morningstar. On a d'autres outils, agences également, mais c'est principalement celle-là. Ce n'est pas mon boulot et je n'ai pas l'expérience de benchmarking de ces ratings. J'ai lu en effet un article similaire.

FW : Oui, donc en effet ça pose problème. Et par contre, par rapport au label, un point que je voudrais aborder, c'est que le but principal, enfin un des buts principaux, je vais dire, est de limiter le greenwashing et de l'empêcher. Vous avez dit tout à l'heure que pour vous, ça en était. Alors vous avez ajouté que c'était par rapport à... surtout par rapport au marketing qui était fait là derrière et que un fond qui obtenait un label ou un ratings pouvait faire du marketing sur le fait qu'il l'avait obtenu et que ça rejoignait plus ou moins le greenwashing. Est-ce que j'ai bien compris que c'était par rapport au marketing ou d'après vous le greenwashing est quand même toujours possible avec... avec ces différents label ratings ?

I7 : Je pensais à cette conversation hier, par anticipation, ou plutôt avant-hier. Il y avait un article intéressant dans l'Echo qui parlait, ça n'a rien à voir avec les fonds, mais qui parlait de l'Organisation des Jeux Olympiques de Paris en 2024, où ils avaient annoncé que... ils ont annoncé, et c'était le slogan, que à Paris les Jeux Olympiques seraient, respecteraient des critères d'environnement stricts. Et donc ils mettaient en évidence, c'est quasi pas de bâtiments à construire ou de stades à construire, et s'ils en construisaient c'était des bâtiments réutilisables ou en matériaux entre guillemets verts etc. etc. Et l'article met en évidence toutes les... Cette image verte est réelle, c'est clair que par rapport à des Jeux Olympiques qui se passent à Sotchi en hiver, où tout a été construit, ou bien la Coupe du monde de football au Qatar, ou bien les futurs Jeux Olympiques qui auront lieu en Arabie Saoudite, c'est clair, on ne remet pas ça en doute. Mais ce que mettait l'article en évidence, c'est toute la déviance au niveau de la gestion du projet des Jeux Olympiques de Paris qui est en place. Donc des travailleurs non déclarés sur les chantiers. Jeux Olympiques de Paris mais avec des épreuves qui se passeront à Tahiti de façon excentrée. Il y a eu des problèmes dans les attributions de marché. Voilà. Le label vert en soi n'est pas critiquable. Je pense qu'en effet, Paris a une réelle... Les organisateurs en l'occurrence ont un réel message à faire passer et ce message se défend facilement et très bien. Maintenant, si on met ça en évidence, là à nouveau pour cacher les turpitudes de marchés publics et de l'organisation de chantiers. Pour moi, c'est un réel problème. Pour moi, c'est clairement cet exemple-là est du greenwashing. Et donc je pense que l'article que je vous ai envoyé est un exemple spécifique, en

effet écrit par une journaliste qui est connue pour dire les choses et pour ne pas bêler avec le troupeau des moutons. Mais je pense que c'est une réalité, comme je vous le disais au début, c'est une réalité. Je crois qu'il faudrait quand même avoir un tableau de bord environnemental des sociétés. Prenons l'exemple d'Apple. Si Apple excluait de ses tableaux de bord, par exemple, ses usines de Chine parce qu'elles sont sous-traitées chez Foxcom, ou le transport de leurs tableaux de bord personnels, ça ne tient pas. Il faut lire, moi je suis assez, comment dire, j'aime bien écouter Jean-Marc Jancovici, il faut lire son estimation de ce que coûte la publicité par internet, tout ce que le nombre de spams, combien de millions, de milliards de spams sont envoyés et ce que ça coûte en CO2. Mais voilà, ça ce n'est pas pris en compte par rapport à une centrale nucléaire, une centrale à charbon qui fabrique de l'électricité avec de la lignite en Allemagne. Et en effet, celle-là n'a pas le droit d'être verte. Mais donc, je pense que pour moi, le rating se fait en surface et prête à l'exemple de cette histoire de Paris, prête au greenwashing et à la confusion. Mais bon, à nouveau, l'intention, je ne critique pas du tout l'intention, je crois que l'intention est bonne, mais il y a du travail pour avoir, comme vous dites, une cohérence, améliorer la cohérence entre les différentes agences ; avoir des critères un peu plus end to end pour les entreprises qu'on évalue ou les fonds qu'on évalue et exclure toute société qui consciemment ou inconsciemment ferait du greenwashing pour cacher cette turpitude à l'instar de l'article que je vous ai envoyé.

FW : Ok, donc merci. Dernière question qui me semble, je pense, la réponse va être assez claire. L'outil principal ou le plus enclin à réorienter les flux de capitaux vers l'investissement durable parmi les trois pour vous, c'est la réglementation.

I7 : Laissez-moi réfléchir. Réglementation, ça inclut à la fois la définition des critères. C'est la réglementation si ça inclut la définition de critères univoques et en tout cas plus ou moins universels, la mise en place dans des contrats, la disponibilité d'outils de gestion parce qu'il faut suivre, il faut être capable de suivre les investissements réels faits au quotidien. Je pense que ce n'est pas insurmontable, mais à ma connaissance, ça n'existe pas, ces outils n'existent pas. Et il faut, c'est toujours la même chose, une réglementation sans, comment on dit, « enforcement », sans un outil de contrôle et sans des moyens qui contrôlent l'abus, ça ne survivra pas longtemps, on sera perçu comme une simple contrainte et s'il n'y a pas derrière des conséquences, des conséquences s'il y a des abus, bon ben, ce ne sera pas vu de façon sérieuse. Mais en effet, donc, si c'est ça la réglementation, oui. Oui, je pense que c'est ça qui est fondamental, c'est faire vivre, faire évoluer, faire vivre la réglementation et donner les moyens de la mettre en place et de la contrôler.

FW : Oui, c'est ça donc régler les problèmes de clarté. Comme je disais, qu'elle n'était pas contraignante etc. mais une réglementation améliorée serait l'outil de prédilection.

I7 : Oui et je pense pour moi il y a les critères verts mais à la moindre incartade d'éthique connue d'une entreprise elle perd son label quoi.

FW : Oui.

I7 : Et même si c'est hors critère : travail des enfants, je sais pas moi, mais donc je sais pas si vous êtes familier avec... il y a des critères qui ont été définis par l'ONU en matière de... comment dire... en matière d'éthique. Et donc c'est probablement aussi une base qu'il faut considérer. Donc c'est pas en matière verte mais en matière d'éthique, c'est aussi une base qu'il faut considérer pour fonctionner par exclusion et si on applique ça c'est pour finir beaucoup plus contraignant en fait. Et il y a des fonds d'ailleurs qui se spécialisent là-dedans, qui disent nous investissons que dans des activités qui répondent à tel et tel et tel critères définis par l'ONU. Je vais essayer de retrouver

ça. J'avais un slide qui montrait le gradient des contraintes. Je vais y mettre 10 minutes. Vous avez des contraintes de temps pour finaliser votre travail ?

FW : Oui, c'est pour le rendre en août, mais ça me laisse encore un peu de temps.

I7 : Je vais voir si je retrouve ça. Et je vous envoie. Vous allez voir que c'est un slide qui présentait les critères en matière d'éthique. C'est un slide qui montrait une échelle d'éthique et les types de réglementation et de fonds qui tombent dedans. Voilà, bon, ceci dit, le succès commercial de ces fonds ou de ces produits financiers qui respectent les critères d'ONU ne sont pas là. Il y a eu beaucoup moins d'attrait parce que ça fait appel aux microfinances, aux financements de projets humanitaires en Afrique. Voilà, forcément le rendement n'est pas le même. C'est intéressant de regarder ces critères-là et de se dire, tiens, est-ce que ce sont deux mondes parallèles ? Ou est-ce qu'il y a moyen de les réunifier, enfin ESG et l'Éthique ONU, et d'en faire quelque chose peut-être encore plus contraignant, mais en tout cas, si on fonctionne par exclusion, de pouvoir être plus vert que le vert qui est en place pour le moment et qui à mon avis évoluera petit à petit, en tout cas dans le monde civilisé – je veux dire dans le monde démocratique. Ailleurs c'est une autre histoire.

FW : Dernière question, est-ce que vous avez quelque chose à ajouter qui n'a pas été abordé que vous jugeriez pertinent par rapport à ma recherche ?

I7 : Non, je n'ai rien à ajouter.

FW : Ok, super, merci beaucoup.

I7 : Bonne journée.

Interview 8 - Head of Institutional Investors Client Lines

Interview 8 :

FW : Pour ne pas rentrer directement dans le vif du sujet, j'aimerais bien votre avis général par rapport aux trois outils, un peu ce qu'ils font et puis après arrivent à la question.

I8 : D'accord. La réglementation telle qu'elle est déployée en Europe, ça te donne un cadre. Ensuite, elle est implémentée dans les pays. Et ça peut varier d'un pays à l'autre. Tu as des pays qui sont beaucoup plus directifs que d'autres et qui vont aller plus loin que d'autres. Par exemple, Luxembourg a plutôt tendance à transposer une réglementation européenne, à la transposer telle quelle et se dire le marché va étudier, voir l'application, enfin ce que veut dire cette réglementation-là et revenir vers le régulateur CSSF en disant « bah ça pose telle question », « ça, ce n'est pas très cohérent avec le métier », etc. Mais ils ont plutôt une logique de l'Europe statue, Luxembourg déploie, ensuite le business me dit... En France, ils ont une approche différente, ils sont beaucoup plus directifs. Donc l'Europe statue, enfin l'AMF, le régulateur local, regarde et parfois va être plus sévère ou plus directif que la loi européenne. Et notamment en finance durable c'est un peu ce qui se passe. Sur certaines obligations ils vont plus loin, ils vont plus haut. Donc ça pour te dire que tu as aussi ça au niveau européen, ce n'est pas une loi que tout le monde applique comme ça. Tu as aussi une interprétation des régulateurs locaux par rapport aux différentes activités. Donc nous, ce qu'on connaît bien forcément, c'est notre activité à nous au niveau des titres. Et déjà, je peux te dire que, par exemple, le régulateur français est en termes de contrôle sur les labels par exemple, ou en tout cas quand tu market ton produit, ils sont beaucoup plus stricts en France aujourd'hui que le Luxembourg. Pourquoi je te dis ça ? Parce que tu as besoin en

fait... Il y a deux choses sur l'investissement durable. Je pense qu'il y a des enjeux politiques, donc effectivement de s'assurer que l'on va dans le bon sens et qu'on investit sur des produits durables, etc. Mais il y a aussi des enjeux sociétaux et on voit bien qu'en termes d'investissement, par exemple, il y a eu des études qui ont montré que les investisseurs jeunes ou pas forcément avaient plus confiance dans des produits avec un label Finance durable, et ils étaient prêts à rester investis plus longtemps, ce qui est mieux pour la finance. Et donc du coup, c'est un peu ces deux combinaisons qui font qu'on avait un besoin politique de vraiment initier un changement, que tu te dis « bon, est-ce que tu le fais sans légiférer ? Bah non, en fait il faut un petit peu donner un cadre et la réglementation, un peu pousser le business et l'industrie à aller dans ce sens-là ». Mais t'avais quand même des enjeux sociétaux en fait, donc t'as une espèce de match. Et pourquoi je te dis ça ? Parce qu'après par rapport au label et au rating, c'est ça qui est aussi important parce qu'en fait t'as ce côté marketing pour matcher les investisseurs, les besoins des investisseurs, et puis après t'as le cadre réglementaire. Donc du coup, tu as besoin de la réglementation pour donner un cadre et obliger les acteurs à s'intéresser. Tu as ceux qui effectivement depuis très longtemps ont été engagés et n'ont pas attendu que la réglementation soit là pour déjà commencer à favoriser des investissements en finance durable, dans les produits durable, des éoliennes, enfin différentes choses. Et puis tu as ceux qui n'étaient pas forcément, d'un point de vue... mais ce n'était pas quelque chose qui a été dans leur culture et qui vont parce que d'abord parce qu'il y a la réglementation qui va de plus en plus pousser, mais aussi parce qu'ils se rendent bien compte que tu as une demande forte au niveau sociétal et des gens et surtout que des investisseurs ils vont plus vers des produits finance durable. Donc la réglementation est là pour un peu encadrer et s'assurer que ça va dans le bon sens. Donc tu as besoin de ça. On voit bien que par exemple aux États-Unis, il y a une réglementation qui est moins forte, tu as moins de dynamique. En Europe, on est un peu leader là-dessus, mais on a des régulateurs et des pays européens qui sont très engagés là-dessus. Donc tu as besoin de ça. Quelque part, le côté compliqué de cette réglementation, c'est que... En fait, ça engendrait, ça je sais que *** le répète, ça engendrait quand même des gros changements en termes d'obligation, de contrôle et surtout de donner. Puisqu'en fait ce que demande la réglementation, c'est contrôler ce que tu fais, investir OK donc très bien il faut que tu investisses très bien, mais comme tu vas vendre à un public il faut que tu t'assures que tu ne fais pas n'importe quoi et le greenwashing, etc. Donc du coup tu dois tu dois « annoncer » et « prouver que tu contrôles et que tu fais » ce que tu as annoncé. Donc tu as dit que tu vas avoir telle et telle politique d'investissement et que tu vas faire ça. Donc tu structures ton fonds ou ton portefeuille comme ça, mais du coup ensuite donc si tu fais ça, t'as un cadre réglementaire qui tu dis « très bien tu fais ça donc c'est comme ça que tu dois le faire, mais donc du coup tu dois aussi contrôler et me prouver que tu contrôles ce que tu as fait ». Et en fait in fine le vrai enjeu c'est « OK, mais je contrôle sur base de quelle information, quel critère ? Est-ce que c'est viable ? Est-ce que... ». On s'aperçoit que notamment dans les investissements durables, souvent c'est des sociétés, des compagnies, des produits. Du coup, il faut, et ça revient avec ton rating ou ton label, mais en fait c'est des sociétés, ce sont des corporates à la fin. Du coup, c'est qu'elle est la viabilité du produit. C'est vrai qu'un total c'est simple, mais quand tu veux avoir des informations, sur une éolienne ou un truc comme ça, c'est plus compliqué. Ou même le pire, c'est dans le real estate en fait. Donc tous ces critères écologiques, etc. Donc il y a un vrai problème aujourd'hui lié à la réglementation, c'est la donnée qui permet de montrer, de prouver, non seulement aux investisseurs, mais surtout aux régulateurs, que tu es conforme à tes obligations. Parce qu'en fait, les seules façons de le faire, c'est de la preuve, c'est de la donnée. Et aujourd'hui, l'enjeu, c'est la donnée. Et d'ailleurs, il y a un peu un débat en ce moment, ça devient le monopole des data provider. En fait, aujourd'hui, il y a énormément de data provider sur le marché et ils sont un petit peu un monopole. Tout le monde a besoin de cette donnée et comme

le réglementateur te demande forcément de faire ses contrôles, sans donner tu peux ne rien faire, donc tu es un peu piégé. Quelque part cette réglementation qui était nécessaire a un peu chamboulé un statu quo et une façon de travailler. Et qui a soulevé des problématiques de ce qu'on appelle la taxonomie. Donc en gros, la taxonomie c'est comment tu normes, c'est les normes. Donc en fait, c'est quoi les normes aujourd'hui en sustainable finance ? Il n'y en a pas, il n'y en avait pas. Et donc du coup, tu as une réglementation qui est bien claire, enfin qui est claire sur ce qu'elle demande à faire, mais il n'y a pas de normes et il n'y a pas forcément des données aussi fiables qu'on peut l'avoir sur des titres classiques, ou des instruments, ou des produits classiques. Donc ça a un peu créé le bazar et pas mal de questionnements. Et c'est pour ça aussi qu'on a vu et qu'on voit un peu certaines sociétés de gestion qui se disent qu'ils étaient à fond dans le sustainable finance. Il y avait un cadre réglementaire qui leur permettait d'y aller avec certaines conditions et voyant un peu la difficulté... et surtout tu t'engages vis-à-vis du régulateur, donc en fait tu ne peux pas faire n'importe quoi, et bien ils sont revenus. Par exemple je t'ai entendu parler des articles 8, articles 9, et bien il y a eu beaucoup qui étaient en article 9 et ils sont revenus vers du 8 voir y en a qui sont sortis. Donc la réglementation, oui c'est bien parce que c'est comme ça qu'on a structuré le marché qu'on a organisé le marché sur plein... enfin en Europe ça a été comme ça sur tous les grands sujets, donc oui c'est bien. Maintenant ça a un peu chamboulé et mis en évidence là où ça a chamboulé les statu quo et va probablement y avoir des réajustements et ça a mis en évidence quelque part la problématique de la data provider parce que sans ça tu ne peux rien faire et donc tu ne peux pas être conforme à ta réglementation. Donc ça, c'est sur la partie réglementation.

FW : Les ratings c'est d'eux dont je parle.

IB : Oui parce qu'en fait eux c'est les data provider, mais après t'as le rating du corporate en soi. En fait du titre, tu vois, comment tu dis ? C'est un peu lié quoi, mais voilà. Donc les ratings... Il y a toujours eu des Bloomberg... on a toujours eu besoin pour évaluer un titre. Voilà, ça a toujours été là. Et maintenant aujourd'hui, ils se mettent sur ce segment effectivement de la finance durable. La réglementation, je pense qu'elle est évidente, c'est comme ça qu'on a toujours fonctionné, sans réglementation, sans de coup de pied dans les fesses, rien n'a jamais vraiment avancé. Après, c'est ce que je te dis, tu as comment chaque État membre de l'Union européenne transpose. Parfois ils vont aller plus loin comme les Français qui vont par l'AMF demandent à des dépositaires de faire plus de contrôle que la réglementation de la demande. Alors que Luxembourg par exemple, on te dit non, c'est l'auditeur qui va faire les contrôles, ce n'est pas les dépositaires. Donc ils ne vont pas plus loin, mais ça a mis en avant d'autres problématiques. Par exemple, les data provider, moi je les appelle ça les ratings, c'est les data provider. Ils ont toujours été là. Nous on le voit de façon générale, le coût de la donnée a explosé ces dernières années, mais pas que lié à la finance durable, mais aussi lié à la finance durable. Ça a explosé parce qu'il y a plus de données, tu vas me dire, plus de capacités à mesurer un titre donc très bien il y a plus de types de titres, etc. de produits financiers. Donc du coup la donnée a explosé, et la réglementation a mis en évidence le besoin encore plus d'avoir des bases de données. Et donc là ils se sont tous lancés là-dessus. Et tu as même des nouvelles boîtes qui se sont lancées avec des ratings vraiment particuliers. Enfin, moi je sais qu'il y a une boîte qui s'appelle Carbon4 ou un truc comme ça. Et ils se sont spécialisés pour aller vraiment plus précis. Est-ce que ça va durer dans le temps ? Parce que ce qui se passe aujourd'hui, c'est que comme pour nous, le prix de la donnée explose. Pour nos clients, c'est pareil. Est-ce que ça va durer dans le temps cette dépendance aux ratings ? Peut-être pas parce que là il y a une tendance que nous on observe, c'est que les sociétés de gestion finalement elles reprennent elles-mêmes les calculs et les ratings ou elles se font leurs propres benchmarks, ils se les font eux-mêmes, ce qui pose du coup des questions sur « est-ce qu'on va

finalement avoir plusieurs benchmarks Sustainable Finance sur le marché et comment le régulateur va monitorer ça ». Donc il y a des discussions par exemple sur la sur la place au Luxembourg, sur « est-ce qu'on n'essaie pas de faire un benchmark commun » parce que sinon, chaque société de gestion fait son propre benchmark pour dire qu'il est bien en fonction des besoins de la réglementation. Donc, est-ce que dans la durée, toutes ces entreprises de rating vont rester ? Je ne sais pas parce que de toute façon vu que le prix que ça coûte et le monopole qu'ils ont, on va devoir trouver une alternative comme le font aujourd'hui les sociétés de gestion en créant leur propre benchmark. Donc est-ce qu'ils sont nécessaires ? Enfin c'était un peu ça ta question, est-ce que c'était par rapport à l'importance ?

FW : Quel était le plus enclin à réorienter ?

I8 : Pour moi le rating non, parce que sinon tu peux toi-même faire ce qui se passe aujourd'hui. Les entreprises, les sociétés de gestion se font leurs propres benchmarks, en faisant leurs propres calculs, ils acquièrent aujourd'hui des analystes qui font quasiment ce que pourrait faire une entreprise de rating. Donc voilà, ils ont « réinsourcé » quelque part le rating. Ça coûte beaucoup d'argent aussi. Est-ce que c'est nécessaire aujourd'hui pour pouvoir, encore une fois, montrer que t'es conforme à ta réglementation ? Non, par rapport à la finalité, je ne dirais pas que c'est nécessaire. Enfin, c'est un facilitateur, on va dire. Et label, qu'est-ce que tu mets dans le label ? C'est un label ISR, etc.

FW : Oui ISR, LuxFlag.

I8 : Ouais. Bon ça c'est du marketing. OK bon, c'est nécessaire. C'est direct, mais oui, c'est du marketing, avec un vrai enjeu derrière de greenwashing. C'est ton label, mais derrière... Donc on en revient aux obligations réglementaires et la preuve... Donc ça, c'est du marketing, le marketing c'est absolument nécessaire. Après il faut pouvoir montrer dans ton marketing qu'effectivement c'est une vraie volonté de faire ça, d'aller dans l'investissement durable. Mais c'est du marketing parce qu'in fine tu veux vendre tes produits à des investisseurs qui sont intéressés par ce genre de produits là. Nous on a des clients, ils te disent « nous on le fait parce que les clients ils veulent », donc ils vont avoir label. Et c'est là où tu as besoin, in fine, quand même, de la réglementation, des certains cadres qui définissent ce que tu dois faire et qui définissent qui est l'investissement durable. Sinon, tu rentres dans du petit label comme il y avait en France ISR, il y avait des fonds comme ça, label ISR avec les premières lois. Mais bon quand tu regardais le portefeuille tu avais du Total, tous ces trucs-là pour le moment, donc tu n'étais pas du tout dans de la vraie finance durable. Ce n'est pas comme nous où on a des clients aujourd'hui qui font que de l'investissement dans des éoliennes. Et donc le label pour moi c'est du marketing. Mais ça peut être pas négatif tu vois, ça peut être un vrai marketing précis où tu expliques. Puis ça peut être un marketing light pour montrer que toi aussi tu as un produit sustainable... maintenant est-ce que tu vas avoir de l'impact ou pas ? C'est une autre chose.

FW : Pour rebondir là-dessus, une des critiques que j'avais par rapport à la réglementation en général, c'est qu'elle n'était pas suffisamment contraignante.

I8 : Elle va devenir très contraignante. Là, elle commence.

FW : Mais à l'heure actuelle, par exemple, si on prend la SFDR, c'est vraiment une réglementation de transparence, et c'est des informations qui sont mises à disposition des investisseurs. Mais donc un label qui se veut aller plus loin que la réglementation est-il vraiment contraignant ?

I8 : En fait, le label c'est ton marketing, mais finalement tu as toujours un cadre réglementaire. Je ne vais pas te dire de bêtises par ce que si tu n'es pas régulé, tu fais du fun ou de l'alternatif. Je peux te dire qu'eux, ils ne s'embêtent pas à faire du sustainable finance, ce qu'ils veulent, c'est du rendement. Après, tu as quelques produits non régulés. Pour le coup, tu fais ce que tu veux, quasiment. Ou en tout cas, tu as une réglementation beaucoup plus light. Eux, ils sont là pour faire du rendement. Il n'y en a pas qui se lancent dans du hedge fund, sustainable, durable, je n'en ai pas vu. Maintenant, ça peut peut-être arriver, tu vois, mais ils sont vraiment dans le rendement. Donc généralement, c'est des produits régulés ou relativement régulés. Et donc du coup, ton label, il est moins fort que ton cadre réglementaire, en fait. Tu vois ce que je veux dire ?

FW : Oui, mais j'ai eu une interview avec Luxflag, qui eux disaient, évidemment ils vont dire ça parce que c'est un peu leur business model, mais qu'ils se basent sur la réglementation pour créer leurs critères pour obtenir un label. Mais ces critères-là vont plus loin que la réglementation et sont plus contraignants. Ils demandent d'avoir des stratégies mises en place, etc. dans les fonds. Ma question pour rebondir c'est « est-ce que cette analyse de Luxflag et leurs critères est vraiment contraignante pour un fond ou ils le font juste, ils le mettent en place, mais après voilà ils ont le label et ça ils leur côté marketing ? ».

I8 : C'est quoi comme label, plus contraignant que la réglementation ?

FW : Par exemple le label ESG en particulier.

I8 : Qu'est-ce que t'appelles label ? Parce que pour moi un label c'est en fait, tu es flagué ESR en fait.

FW : Oui, mais le Luxflag par exemple il demande trois stratégies différentes pour le fond, donc best in class, exclusion et... oui, parce qu'ils ont le label impact, donc ça n'a pas vraiment dans l'OSG.

I8 : Donc ils lancent des labels et ils disent que leur label est plus contraignant que la réglementation.

FW : Voilà, et que dire qu'une société lance un fonds article 9, si elle est labellisée Luxflag ESG, ça va plus loin que l'article 9.

I8 : Je ne veux pas aller contre Lux Flag.

FW : Mais donc, pour vous c'est cet article neuf qui serait labellisé Lux Flag et un article neuf standard. Il est juste labellisé et ce label sert vraiment juste au marketing.

I8 : Pour moi, le label, c'est du marketing. Mais c'est bien. Donc, très bien. S'ils ont un label, on va dire que c'est plus loin que la réglementation. La réglementation te donne un cadre de ce que tu peux faire en disant « voilà si tu veux être "super green", "dark green", t'es article 9 ». Si tu lances un fonds qui est régulé, tu dois dire s'il est 8, 9, 6 donc peu importe ton label, il est catégorisé donc il est 9 donc « dark green », il est 8 « light green » ou il est « brown ». Donc il a un cadre et si tu as un super label luxflag, il doit être catégorisé article 9 avec ce label en plus qui fait du marketing, mais qui... Et donc du coup, moi je trouve que le marketing c'est important parce que c'est une dimension, ce que je te disais, la réglementation et comment tu matches les besoins des investisseurs ? Et parfois avoir un label, tu vois c'est comme les labels bio, voilà les gens ils achètent, ils veulent se repérer. Donc avoir un label aide à driver effectivement l'achat, le consommateur vers ça. Mais pour moi c'est du marketing. Mais du coup, est-ce que par le passé, on avait des labels ? Est-ce que c'est pour ça que par rapport à ton point, est-ce que c'est là où

on... c'est ce qui assure qu'on va aller vers plus d'investissement durable ? Bah moi je dis que le marketing ne suffit pas forcément et surtout que ça va avec les tendances de la consommation si on veut vraiment, la réglementation est nécessaire.

FW : Oui, oui parce que si un gars ne veut pas acheter un fonds sustainable, ce n'est pas le label qui va le pousser à l'acheter.

IB : C'est comme ça, tu veux acheter bio, tu ne veux pas acheter bio, ceux qui veulent acheter bio, ils veulent acheter bio, ils veulent regarder les labels. Et ceux qui n'en ont rien à faire avec le bio, ils s'en foutent du label. Après effectivement, c'est dans un engouement nécessaire et plutôt positif d'aller vers de la finance durable, où tu vois qu'il y a de la demande, le label apporte de la lisibilité dans les types de produits, même si c'est un peu compliqué. Même si c'est ce que la réglementation veut faire quand même, apporter de la lisibilité, comme tu disais, transparence, machin, contrôle sur ces fonds, quand tu sais que c'est un article neuf, tu sais que normalement ça doit être pas trop mal, il est plutôt green ce fond-là, donc tu dois avoir « un confort ». Maintenant, est-ce que l'investisseur lambda sait faire la différence en 9, 8 machins, donc le label...

FW : Si quelqu'un veut aller dans le sustainable, il se dit, voilà, j'ai de l'argent à mettre dans un fond durable. Lui il a un label, lui il n'en a pas. Peut-être que les deux sont aussi vert l'un que l'autre, mais le label est...

IB : Après tu sais, tu as des très bonnes sociétés de gestion qui n'ont pas forcément de label, mais qui ont des performances, qui ont un très bon marketing sans label. Et en fait, on va aller acheter ses produits. Je pense peut-être pour des produits, pour des sociétés de gestion qui n'ont pas de marque ou qui veulent se lancer. Donc quelque part tu dis bon tiens moi je veux me faire connaître, une garantie, une marque, enfin m'aider d'une marque. Donc je vais utiliser de label Luxflag. Comme ça se on dit « bon ben voilà, s'ils sont contrôlés, ils ont le label Luxflag, c'est plutôt bien ». Mais si t'as une société de gestion qui est établie, etc. Est-ce que t'as absolument besoin du label Luxflag pour faire ton propre label ISR ou... bon, pas forcément, enfin tu vois, tu peux... C'est important le marketing, mais est-ce que c'est absolument ? Je dirais que voilà, si la question est « on veut changer le monde de demain », ce n'est pas que le marketing, on va le faire. Parce que le marketing, c'est de la mode de consommation. Là, il y a eu un engouement pour les private assets. Là, peut-être ça va un peu changer. Donc on va revenir sur des UCITs. Il y a quelques années, on allait à l'alternatif à fond. Après, on est sur les private assets. En fait, les modes d'investissement évoluent. Donc si on veut vraiment aller vers de l'impact, s'assurer qu'on est dans la transformation, et comme tu l'as dit dès le départ, je pense que c'est pour ça qu'il y a une volonté politique derrière et qui passe par la réglementation, c'est de s'assurer que les investissements, l'argent va vers des projets de finances durables. En fait, c'est ça le projet sociétal politique dans lequel l'Europe est engagée. Donc maintenant, comment la finance contribue ? Il faut s'assurer que les investissements, dont les deniers des Européens, vont faire ce genre de projet là. Donc les labels sont nécessaires puisque c'est du marketing, tu vois. Mais pour moi la réglementation est ce qui fait toujours bouger les lignes, en bien et en mal parfois. Parfois c'est un peu trop, mais c'est ce qui fait bouger les lignes en fait.

FW : Donc c'est un peu la réponse à la question de base.

IB : Ça, c'est mon point de vue. Il y a une volonté politique et sociétale de changer et ça passera par de la réglementation. Sinon, ce n'est pas nouveau le sujet de la sustainable finance, la première fois que j'en ai entendu parler, c'était à un moment où on était dans l'ère du digital, on ne parlait que de ça, et ça avait commencé. ESG, les labels ISR, CSR, etc., c'était il y a plus de dix

ans. Entre aujourd'hui et dix ans, on voit les sujets aujourd'hui, « on dit il faut changer davantage, il faut aller plus vite ». Si on avait commencé il y a 10 ans, quand ça commençait, je me rappelle les premières analyses, les premiers besoins, les premiers investisseurs nordiques ils ont commencé à aller vers de l'investissement durable, mais c'était il y a 10 ans. Et pourquoi aujourd'hui ça bouge plus vite ? Parce que la réglementation est de plus en plus stricte. Et elle va être de plus en plus contraignante. Les prochaines réglementations qui vont tomber « dans tout ce que tu fais, tu devras prouver ta dimension sustainable ». Donc si tu ne fais rien... Et en plus, dans toute la chaîne, c'est-à-dire, tu devras, toi en tant qu'investisseur, toi en tant que société de gestion, toi en tant que service provider. Du coup là, ça va devenir contraignant. Donc même les acteurs et en plus, par exemple nous, sociétés de gestion, nous, service providers, la société de gestion va devoir prouver qu'au niveau de la finance durable, elle non seulement au niveau de ses produits, mais en tant qu'entité, elle est conforme. Et donc elle devra le prouver à son régulateur et à ses investisseurs et donc du coup pour l'aider dans son rating, dans son reporting, etc. elle va nous demander à nous « OK donc qu'est-ce que vous faites-vous ? Parce que vous êtes mon prestataire ». Donc en fait c'est un espèce d'effet de chaîne et ça, c'est nouveau. Donc par exemple en ce moment il y a toutes des réflexions au niveau de *** centrale « qu'est-ce qu'on peut fournir pour montrer que bah oui on contribue ». Et donc du coup bah on contribue à l'effort général donc on va pouvoir reporter et ça je peux te dire que *** il a des meetings avec des clients qui n'ont pas capté ça. Ils disent « non c'est pas pour moi », « bah si c'est pour vous parce que vos clients ils vont vous le demander donc ils vont vous demander des informations », « Ah bon d'accord ». Donc en fait ils n'ont pas encore perçu le côté contraignant des prochaines réglementations.

FW : Et donc par cette réglementation contraignante, c'est ça qui réorienterait vraiment l'investissement, les flux de capitaux vers l'investissement. Un point que vous avez soulevés qui est intéressant, c'est que dans mes autres interviews, on parlait du fait que... Le problème c'est que si on a un investisseur qui dit « moi je veux juste du rendement financier, le durable je m'en fous ». Là avec les nouvelles réglementations dont on vient de parler, il n'aura pas le choix que de venir parce que la société de gestion, etc. n'aura pas le choix d'investir dans le durable. Donc lui s'il dit « je veux juste du rendement, je ne veux pas le durable » on lui dira « on n'a plus de fonds ».

IB : Après ça dépend de ta proportion, tu auras toujours un peu plus de classique.

FW : Ce que je veux dire par là, c'est qu'on parlait d'une réglementation qui inciterait plus l'investisseur à lui demander du durable. Et donc si l'investisseur demande du durable, le fond va être obligé de lui proposer du durable si l'on n'investit pas. Mais ici, ce serait plutôt dans le sens inverse où c'est la société qui dit, on ne peut pas vraiment te proposer autre chose que du durable. C'est ça ?

IB : Alors, ce n'est pas forcément qu'au niveau de ces produits, c'est au niveau aussi de la société, enfin de la société en temps corporel. Par exemple, donc toutes ces politiques qui ne sont pas liées à l'investissement, mais qui sont liées aussi à ce qu'on appelle nous le corporate sustainable finance en fait. Donc du coup c'est toi en tant qu'entreprise, qu'est-ce que tu fais dans tes bâtiments, qu'est-ce que tu fais vis-à-vis de ton staff « qu'est-ce que tu fais au niveau du papier », « qu'est-ce que tu fais pour réduire tes émissions de carbone », enfin voilà, donc c'est en fait quelque part qu'on retrouve dans les ratings des entreprises sur lesquelles tu investis. Mais en fait donc on demande à chaque entreprise d'augmenter quelque part son rating vert, son score vert. C'est un peu ça. Et donc c'est un peu ça aussi que la réglementation va au-delà. Et donc quelque part, nous on voit bien dans les RFP, ils nous posent des questions liées à la société « Qu'est-ce que vous faites pour... Net Zero ? », « Qu'est-ce que vous faites avec votre staff ? ». Donc ça n'a

rien à voir avec le service de contact qu'on va leur offrir, rien du tout. C'est là où quelque part ça devient un tout. Donc par rapport à ton point, un investisseur qui veut que du rendement, de toute façon à la fin il va garder le rendement. Mais bon, comme tu le sais aussi, le rendement c'est un gros un des gros enjeux des sociétés de gestion c'est que soit pour avoir du rendement tu fais la spéculation ça c'est être fun soit il faut que tu investisses sur du long terme or on sait bien que le problème aujourd'hui c'est que tout le monde veut du rendement, mais tu restes exposé trois ans donc si tu ne fais pas de la spéculation comment tu veux faire du rendement sur trois ans et donc c'est là où quelque part voilà il y a aussi une pédagogie un marketing en disant « bon bah on est sur des projets long terme durable ». Si le client ne veut du rendement, il y aura toujours des produits pour faire un petit rendement, mais en même temps ils vont t'expliquer. Aujourd'hui si c'est toi et moi, on t'explique que pour faire du rendement, il faut rester exposé. Il n'aura certainement pas accès au Hedge Fund en tant que retail, après ça va être d'autres clientèles. Donc je ne pense pas que ce soit problématique s'il n'y a que des produits labellisés durables. Parce qu'il y aura différents degrés. De toute façon, tout le monde le sera pareil. Et en plus, nous on a des clients, tu vois, même ils te disent « moi, je ne veux pas de fonds labellisés, enfin une étiquette 8 et 9. En fait, je veux du 8 et 9, des browns, mais je veux du vert sur toute la ligne, sur toute ma ligne ». Donc en fait, quelque part, encore une fois, ils veulent prouver que même si t'as un article 9, donc qu'ils n'investissent pas sur du durable, enfin en tout cas, moins, beaucoup moins. Ils veulent quand même prouver qu'en tant que société de gestion, alors comment je ne sais pas, ils sont en train de réfléchir à ça, peut-être créer un propre label interne, je ne sais pas, mais qu'ils sont une entreprise durable. Donc sur d'autres éléments, ils veulent montrer qu'ils ne veulent pas avoir une seule étiquette pour prouver qu'ils veulent tourner vers le durable. Ils disent voilà on peut le faire de différentes façons. Donc soit avec une étiquette dans le cadre réglementaire, mais parfois pas forcément. Donc ils réfléchissent différemment.

FW : Un fonds article 6 qui aurait un impact positif sur l'environnement, mais sans avoir de contraintes réglementaires.

I8 : Exactement. Tu vois, les clients qui réfléchissent comme ça. Encore une fois, le label... peut-être qu'il y a un label différent, tu vois, mais c'est ce qui est bien, c'est le marketing positif.

FW : Oui, mais c'est une partie du process, mais ce n'est pas la partie principale. Mais les ratings, pour revenir justement à ce qu'on... Enfin, le benchmark d'un rating perso, les données, elles viennent...

I8 : Des data providers.

I8 : Donc les sociétés achètent quand même les données. Aujourd'hui on les a toujours, elles sont obligées. Aujourd'hui tout le monde est connecté à Bloomberg, etc. ou sans prendre le service avec les ratings spécifiques. D'ailleurs c'est ce qui se passe, les entreprises, les grosses sociétés de gestion qui ont des analystes qui investissent énormément sur des analystes ESG ils font leur propre recherche, notamment en Private Capital, quand tu dois faire du rating sur de l'immobilier, bon bah du coup, ils épluchent les chiffres et machin puis ils font un rating, ce que fait aussi MSCI, je ne sais plus leur Sustanalytics, etc. ils font aussi tu vois, sauf que quand c'est vraiment niche, niche, niche, finalement tu prends des gens chez toi qui font... Donc les données viennent en interne ou alors elles vont aller lire les documents publics de l'entreprise et faire leur propre analyse, ce que fait un data provider. Aujourd'hui, le fond a très grande échelle sur le tout-venant. Après quand il faut effectivement aller vraiment sur du spécifique par secteur lié à la finance durable, ben voilà, ils ont leurs analystes, ils peuvent revendre ces ratings là. Mais une entreprise peut très bien acheter, enfin avoir la compétence pour faire aussi ces ratings. Et c'est ce qui se

passer de plus ils vont faire du... D'ailleurs c'est ce qu'ils disent, plus ils vont aller dans des niches d'investissement durables, moins aujourd'hui il y a de la donnée sur le marché, donc du coup ils font eux-mêmes les analyses.

FW : Ou est-ce qu'un fonds qui est dans la petite entreprise qui est son set pour faire tout et en leur demandant plus de faire du reporting de leurs données, etc.

IB : C'est ça, c'est ça. Donc aujourd'hui c'est nécessaire parce que voilà t'as besoin de données. Maintenant est-ce que c'est ça le plus important ? En fait si la question philosophique c'est « qu'est-ce qu'on doit faire pour transformer le monde de demain » bah c'est pas parce qu'il y a des ratings qu'on va investir plus sur du durable, mais c'est aujourd'hui dans le fonctionnement t'es obligé d'avoir du rating.

FW : Si quelqu'un se base sur des ratings pour investir est-ce qu'un rating est fiable ?

IB : Alors il n'est jamais complètement... T'as des méthodes de calcul, c'est un grand débat aussi. C'est comment t'as calculé ton rating.

FW : Parce que, par exemple, si on prend dans les ratings de crédit, si on compare S&P et Moody's, la corrélation est de 0,99. Si on prend la corrélation des ratings MSCI, Sustainalytics, etc. Ils sont à 0,3. Donc... Qu'est-ce qui n'est pas fiable ? C'est les ratings ? C'est les données sous-jacentes ?

IB : Parfois, c'est les données. On revient aux sous-jacents. Est-ce que ce sont les données faciles d'accès, publiques ? Est-ce que c'est basé sur ta propre analyse ou est-ce que c'est le sous-jacent et puis après c'est quelle méthode tu t'appliques pour calculer ton rating donc plus tu vas être sur du spécifique plus ça va être encore une fois soumis à débat, j'imagine. Ce n'est pas comme voilà aujourd'hui un rating d'une grosse boîte comme ***, bon bah ça se discute pas quoi voilà, enfin tout est public, les comptes sont publics, c'est clair il n'y a pas de débat. Donc est-ce que c'est fiable ? Ça peut être plus tu vas sur du spécifique, plus c'est sujet à débat. Parce que ce n'est pas norme, il n'y a pas de normes aujourd'hui sur les labels, enfin la taxonomie sur les normes, plutôt c'est les normes, pas les labels. Donc la réglementation devrait donner un peu plus de guidance aussi là-dessus, avec taxonomie notamment.

FW : Et la taxonomie, j'ai plusieurs critiques par rapport à toute la réglementation. Par exemple, la taxonomie qui est une large charge bureaucratique supplémentaire et qui ne couvre pas tous les aspects de la durabilité. C'est vraiment quelque chose qui... Par exemple, on peut être durable, mais si on ne contribue pas substantiellement au climate change mitigation, on ne rentre pas dans la taxonomie. Est-ce que... parce que je crois que vous parlez beaucoup de la taxonomie. Qu'est-ce que vous pensez ?

IB : En fait, moi je parle de la taxonomie parce qu'en fait, aujourd'hui, c'est ce qui est très attendu, c'est d'avoir une norme, un peu un cadre, parce que sinon, tu appelles... Enfin, tu compares des choses qui... Les cheveux, les carottes, quoi. Et c'est ce que... Et c'était un peu le problème de cette réglementation qui était là. Effectivement c'est de la bureaucratie face à la réglementation, c'est des contrôles, c'est toujours la bureaucratie et une charge supplémentaire. Moi ce que j'entends plutôt c'est qu'on a besoin de normes. C'est une bonne chose. Après oui effectivement ça sera une contrainte en plus, est-ce que ce sera parfait ? Peut-être pas tout de suite, et on voit que c'est compliqué à sortir la taxonomie. Effectivement, j'entends plutôt qu'on attend quand même, on a besoin de normes, on a besoin d'un cadre pour éviter justement que ça...

FW : Je pense qu'on a répondu à toutes mes questions. Peut-être juste une dernière prise générale, un avis, une pensée, quelque chose a ajouté ?

I8 : Je pense que c'est que le début de notre investissement durable. Je pense que ces dernières années, il y a eu une vraie prise de conscience générale de l'ampleur du sujet. L'investissement durable, il y a plein de dimensions. On parle beaucoup du climat, effectivement, financer la transition. Mais on s'aperçoit qu'il y a d'autres problématiques, il y a notamment un sujet... qui commence à émerger énormément, qui est la biodiversité, la biodiversité en fait, la disparition et en fait c'est pareil, donc on s'aperçoit que ça a un lien assez potentiellement, ça peut avoir des dégâts au-delà du climat, sur la santé, sur les maladies, sur plein de choses. Je pense qu'il y a une vraie prise de conscience de quel est le problème... l'éducation, il y a la pédagogie, l'explication, même dans les jeunes générations sur ça. Je ne parle pas de Greta et tout ça, je parle vraiment de beaucoup plus de communication pour expliquer. Je vois nous-mêmes dans les entreprises comme la nôtre, bon voilà. On a tous les fresques du climat pour expliquer le sujet, je pense que malheureusement il y a une vraie prise de conscience qu'on est dans une spirale, qu'effectivement il faut financer les bons projets pour aider à remettre les choses dans le bon ordre. Est-ce qu'on va y arriver à temps ? Probablement pas. En fait, on sait très bien que c'est trop tard. Tous les analystes le guident, maintenant on peut juste essayer de ralentir et de réorienter un peu. Mais je pense qu'aujourd'hui, quand on voit le climat, quand on voit ce qui se passe, les incendies, les maladies, les disparitions d'insectes liés à l'agriculture, des choses comme ça, on se dit que c'est inévitable, en fait on doit faire quelque chose. Donc du coup pour moi c'est que le début et que la réglementation a mis quand même quelques années en Europe à atterrir et de façon à ce qu'elles soient comprises. On voit bien au Luxembourg ça a mis du temps, quand on discute avec des consultants, que le monde de la finance comprenne le rôle qu'ils ont à jouer, ça a mis du temps. Donc pour moi c'est que le début.

FW : Et la réglementation elle est claire depuis qu'elle a atterri ?

I8 : Non, justement, pour moi c'est que le début et il va y avoir d'autres réglementations, d'autres choses qui vont arriver, qui vont bouleverser probablement la façon dont l'économie ou le monde de la finance opère, parce qu'en fait on a un rôle clé de driver justement ce financement. Enfin il y a quelques années on parlait de financement des retraites, là effectivement c'est financement de la transition écologique, c'est évident. Donc la réglementation non, elle n'était absolument pas claire du tout beaucoup de questions, beaucoup d'interprétation. *** ça fait 4/5 ans qu'il est sur le sujet, plutôt cinq ans, et dans les débuts ce n'était pas clair et puis petit à petit on a commencé à comprendre le truc et là ça y est voilà c'est clair, on commence à avoir des normes, on commence à avoir des choses en place, des succès et une prise de conscience encore une fois générale que tout ça, c'est un peu tard et qu'il y a beaucoup de choses à faire et qu'effectivement le monde de la finance, l'argent est nécessaire. Moi je suis convaincue que malheureusement, tu as besoin d'un cadre réglementaire strict qui rajoute des couches de bureaucratie, etc. Mais sinon, tu n'as pas vraiment de prise de conscience. Enfin t'en as très peu, les clients qui ont le pouvoir, sustainable finance...

FW : Ouais, qu'ils sont plus à court terme.

I8 : Oui voilà, mais ce n'est pas qu'un sujet d'investissement, en fait c'est un sujet oui d'investissement, mais ce n'est pas qu'un sujet de finance. En fait c'est un sujet éthique, en fait c'est ça le vrai politique. Ce n'est pas quand je dis éthique, mais c'est politique. Enfin je pense qu'il y a vraiment une impulsion politique énorme. Moi je pense par exemple, typiquement, je pense que notre CEO *** est en lien direct avec Macron, je pense qu'ils ont des commandes directes. Alors effectivement, on dit que ***, c'est un ingénieur qui est très sensible au sujet de l'environnement, mais moi je pense qu'ils ont tout le CAC 40, ils ont un lien direct avec le gouvernement qui leur a dit « maintenant vous êtes les grosses entreprises, vous devez faire

quelque chose ». Et je pense que c'est aussi le cas dans d'autres pays, mais bon, il y a des pays qui sont plus ou moins comme ça.

FW : Et ça fonctionne ?

I8 : Oui, mais on voit par exemple, même chez Crédit Agricole, il y a des choses qui commencent à bouger. Oui je pense hors monde finance, mais toujours mon investissement.

FW : J'ai parlé dans un interview des grosses fortunes par exemple la famille Arnault qui qu'est-ce qu'elle fait ?

I8 : Alors moi la famille Arnault je ne la connais pas, mais je peux te dire que chez Hermes qui sont dans le cuir notamment et dans les foulards et tout ils sont en train de regarder des alternatives au cuir. Parce que du cuir c'est des bêtes, des choses comme ça. Donc voilà, il y a quand même chacun dans son domaine. Bon après, on sait bien que tu as des sujets de fast fashion, etc. Mais chez Hermes, je peux te dire qu'ils sont en train d'étudier ça. Donc ça va prendre du temps, tu vois, ça va prendre du temps. Mais je suis convaincue que derrière, c'est une impulsion politique, au niveau européen, et qui aujourd'hui met une pression. Nous, le monde de la finance, on canalise les flux financiers.

FW : Oui, le problème de l'Europe, c'est que l'écologie n'est pas un problème européen.

I8 : Exactement. Non, exactement. Bon après il faut voir comment les Américains ils bougent. Bon après on va voir. Mais bon, j'ai ma sœur qui était en Afrique du Sud en vacances, elle était à Johannesburg, elle m'a dit, mais en fait on parle de nous, des problèmes écologiques et tout, elle m'a dit « là-bas pour se chauffer, ils brûlent des pneus, des trucs... ». Elle me dit « en fait la pollution c'est horrible ». Elle me dit « moi je peux plus respirer ». Elle me dit « je suis rentrée, elle est asthmatique ». Elle me dit « j'avais problème de... ». Mais bon voilà, donc tu te dis-toi t'es là, à réfléchir à des trucs et tout. Puis en fait là-bas, ils ont d'autres problèmes primaires. Bien évidemment, il faut qu'ils se chauffent, alors ils brûlent ce qu'ils peuvent. Mais donc du coup ça crée de la pollution. Et donc c'est compliqué.

FW : Merci beaucoup. Je peux poser une dernière question ? Est-ce que vous pouvez présenter votre poste ?

I8 : Alors, je suis ***, donc moi je suis responsable client line à Luxembourg, donc en fait je suis en charge de tout ce qui est développement produit pour nos clients institutionnels. Donc les clients institutionnels au Luxembourg c'est principalement 90 % des sociétés de gestion, mais aussi des assureurs, moindre mesure. Voilà, donc... Et ça fait 23 ans que je suis chez ***.

Interview 9 - Expert SRI

FW : Ok, est-ce que je peux vous demander de vous présenter pour commencer?

Interview 9 : Bon, je m'appelle ***, je travaille chez *** depuis 23 ans. J'ai une formation de romaniste au départ, agrégée et licenciée en philologie romane. Je travaille dans le département investissement, marché financier, depuis 7-8 ans maintenant. C'est un département où on retrouve vraiment tous les stratèges de la banque, tous ceux qui prennent les décisions pour les conseils qui sont donnés aux clients. Tous les spécialistes et experts des marchés se trouvent dans ce département. Et moi j'occupe une fonction un peu plus spécifique au sein du département de communication au sens large. C'est-à-dire qu'on fait de la com, dans le sens où on fait de la pédagogie, donc on donne des formations, on produit des contenus de vulgarisation, on anime

tout le volet technique des chargés de relations en ce qui concerne donc les marchés financiers et c'est un département aussi où on encadre toutes les publications d'experts qui vont vers les clients. Donc c'est pas de la communication de ce sens large, c'est vraiment spécifiquement lié au marché financier et alors moi dans les casquettes que j'ai, la plus importante aujourd'hui c'est celle d'experts SRI. L'investissement durable et responsable et je suis donc porte-parole de *** dans les médias à l'échelle nationale. Et alors je porte des projets qui sont transversaux avec le groupe, notamment sur l'implémentation de la réglementation européenne à notre business au quotidien. Je suis chargée de la formation des experts, parce que les experts en marché financier ont peu de connaissances vraiment précises sur les investissements durables. Ça reste quelque chose qui est très niché comme ça chez quelques experts. Donc le but, c'est vraiment d'upgrader les compétences de toutes les équipes d'experts dans ce domaine-là. Donc voilà un peu le scope de mon travail. Je donne des conférences forcément aussi en région, au niveau national et puis j'écris des articles, j'écris des articles aussi, je suis interviewée par la presse, j'anime des chroniques à la télé, voilà un peu globalement tout ce que je fais.

FW : Ok merci. Donc... Ici, moi je vais peut-être parler un peu du mémoire plus précisément et d'expliquer comment je voyais cette interview. Ma question de recherche porte en fait sur la réorientation des flux de capitaux vers l'investissement durable. Et j'analyse principalement trois outils qui pour moi étaient, je vais dire, à la base de ma recherche, les trois outils les plus enclins à arriver à réorienter et réallouer ses capitaux, à savoir la réglementation, les ratings ESG et les labels ESG. Donc voilà, en général, je demande plutôt un avis général sur les trois outils avant de s'attaquer à la problématique de chacun de ceux-ci. Et de voir un peu l'avis sur lequel est le plus enclin à arriver à ça.

I9 : Je suis un peu une convaincue de la première heure des investissements durables et responsables. Donc je dirais que j'ai approché l'investissement durable et responsable d'abord par la question du rating ESG, comme beaucoup de gens qui ont travaillé à ça dès la première heure. Donc c'est-à-dire que le seul outil qu'on avait au départ, c'était effectivement cette capacité de certains analystes à aller scorer sur base de critères ESG, la nature durable d'un actif. Donc ça c'est pour le sens, je dirais l'approche générale, mais c'est clair que les labels et la réglementation ont permis d'élargir le scope des intervenants du monde financier mobilisés dans le transfert des capitaux. C'est-à-dire qu'auparavant ce qu'on avait beaucoup c'était soit les convaincus soit les non convaincus, et dans les convaincus, il y a ceux qui arrivaient peu à peu à proposer ça à leurs clients dans le monde de la finance, c'était vraiment sous l'angle de la performance ou parce qu'il y avait une volonté managériale ou stratégique de le faire. Aujourd'hui la réglementation de côté coercitif clairement oblige à un moment donné à poser cette question et le label a été je dirais la première étape pour moi, la réglementation pour moi est la deuxième qui permet vraiment le transfert des capitaux. Donc je m'explique, on avait vraiment toute cette masse d'argent investi, d'une part dans le durable et responsable, d'autre part dans le reste de l'univers et la migration progressive, elle a commencé avec les labels. Ça c'est vraiment une première étape pour convaincre les non-believers. Pourquoi le label? Parce qu'il y a un schéma performatif dans le label qui séduit beaucoup le monde de la finance. On est encore dans la logique de « on est les meilleurs » et d'ailleurs on remarque énormément de communication autour des labels, utilise ces éléments de rhétorique là, on est leader du marché, on est récompensé, on a des prix, c'est une logique à laquelle la finance a beaucoup obéi pendant des décennies, donc le label ça a permis quelque chose. Mais alors la réglementation en revanche le secteur bancaire y est très sensible pour une question de réputation et la réputation liée à la réglementation c'est un élément plus sensible à la limite que la réputation liée à des controverses ESG. C'est assez paradoxal. La plupart des banques ont été beaucoup sanctionnées ces dernières années, surtout avec le durcissement de

toutes les réglementations. Attention, on ne doit pas être pris en défaut. La réglementation, ça je dirais que c'est vraiment la cerise sur le gâteau, mais qui amène en revanche beaucoup de non-believers sous la contrainte de la baguette, du fouet, à aller vers le durable et responsable. La grande difficulté de tout ça, c'est que cette face-ci, ils n'ont pas le choix, ils s'y mettent un peu sans goût. donc il manque un peu l'élément de quand même encore de conviction, de passion et la grande difficulté et ça je peux que leur donner raison en revanche c'est que la réglementation est très mal construite en tout cas de manière très fragmentée. T'as la taxonomie, le CSRD, t'as SFDR, Mifid ESG et il faut faire assembler tout ça alors que la plupart des institutions financières avaient déjà leur propre méthodologie de rating ESG pour classer l'univers. Ils obéissaient à une logique soit positive, c'est-à-dire qu'on récompense les meilleurs, soit une logique négative qui est une logique d'exclusion, mais dans tous les cas de figure va devoir faire combiner ça avec les caractéristiques à abaisser des produits et donc le grand souci c'est qu'on doit retisser un nouveau narratif pour les non-believers et ça ça risque de complexifier les choses. Donc ça je dirais que c'est un avis qui est général. D'accord donc les believers connaissaient déjà le Rating ESG, le Label ESG a permis aux esprits plus traditionnels de la finance, d'y aller avec la notion de performance, de leadership et la réglementation oblige tout le monde à le faire, mais peut-être sans vraiment le goût qui est la passion que eux vivaient déjà au quotidien pour leur travail. Mais là, je parle des investisseurs professionnels. Est-ce que tu veux, j'abord tout le long des investisseurs privés?

FW : Du coup je disais que c'était vraiment un point de vue général. Et voilà je pense que du coup le côté professionnel est peut-être plus intéressant. Mais voilà si vous avez un avis à donner sur le côté privé.

I9 : Ok et puis après j'aborderai si tu veux peut-être point par point. Donc les trois aspects. les investisseurs privés. Je dirais que là le rating ESG a été moins déterminant. C'est vraiment le sentiment que j'ai. C'est à dire que l'investisseur privé aujourd'hui, le label a probablement été quelque chose de plus déterminant dans le flux de capitaux. Et la réglementation, elle est trop vague pour le moment, elle est trop abstraite pour eux. d'autant que, je le répète, le narratif qu'ils ont reçu, tout le discours qu'ils ont reçu de la part de leurs conseillers au sujet de la durabilité, était plutôt ancré dans le rating, dans la notion de rating. Que ce soit un rating propre, ou un rating inspiré d'agences de notation, ou, enfin chez nous, c'est un conglomérat, on va dire, de rating, inspiré de certaines agences de notation. Il y a tout un travail critique qui est fait d'ailleurs par rapport à ces agences, mais je pense que pour l'investisseur privé, le label a été probablement plus déterminant, parce que label, dans le chef du consommateur, cette fois-ci, c'est quelque chose qui est un gage de qualité, cette fois-ci. Et comme il y a énormément de méthodologie sur la durabilité en finances qui coexiste, bah l'investisseur, il est perdu, l'investisseur privé, le label était peut-être quelque chose de plus déterminant. Mais la réglementation reste très abstraite et les ratings ESG, au final, un instrument de propagande utilisé peut-être par les banques, mais pas réellement quelque chose qui leur parlait de manière précise. Ou alors quelques clients qui, parce qu'on a des notations qui vont en gros de 0 à 10 pour les actifs, en fonction de la durabilité. Et le client disait, ben ok, c'est votre méthode. Et moi, je ne peux faire qu'une chose, c'est l'écouter, vous dire, ok, oui, non. Mais le label c'est un organisme externe, c'est audité. Donc là je suis tranquille avec ça et j'ai pas la banque qui essaie de me vendre sa daube. En quelque sorte, c'est un peu ça. Donc ça je dirais que c'est pour l'aspect plus général. Est-ce que tu veux peut-être pour chaque point réglementation, rating et label, peut-être, tu as des questions à me poser ou...

FW : Non c'est vraiment avoir un avis général premièrement. voir ce que vous en pensez, ce qui est bien, ce qui est pas bien. Et puis voilà, moi j'ai plusieurs points à aborder par après, mais c'est au début pour ne pas orienter, je vais dire, la question.

I9 : Est-ce que ça te suffit comme avis général, ceci?

FW : Comme avis général, oui. Et voilà, maintenant j'en reviens à la même chose, mais plus ciblé en commençant par la réglementation.

I9 : Ok. La réglementation, très clairement, c'est pour moi un élément clé. En durabilité, le coercitif, ça va devenir essentiel. On voit qu'aujourd'hui, malheureusement, encore un paquet de gens qui ne se sentent pas investis dans les enjeux durables de la finance ou de l'économie parce que soit ce n'est pas leur problème, soit ils pensent court terme ou encore ils estiment que c'est trop tard. Il y a plein de raisons qui font, il y a des tas de bouquins qui ont été écrits là-dessus. Et la réglementation, c'est une façon quelque part d'obliger l'investisseur à y réfléchir, que ce soit un investisseur professionnel ou privé. Avec ses avantages, le gros avantage c'est que c'est une armada de réglementation qui est derrière. Donc moi ce que j'apprécie beaucoup dans cette réglementation, c'est qu'elle cascade de l'économie vers l'investisseur. Donc tu as la taxonomie, tu as la CSRD, tu as SFDR, et puis tu as MIFID. C'est juste que cette réglementation ne s'est pas créée de manière vraiment intégrée et qu'il a fallu raccrocher les wagons. Mais globalement, faire cascader depuis l'économie jusqu'à l'investisseur, ce qu'est la durabilité, c'est quelque chose qui me paraît assez cohérent. De plus, la réglementation, son gros avantage, c'est qu'elle va quand même concerner l'ensemble des actifs qui sont cotés en Europe, dans nos régions, pour l'investisseur européen. C'est aussi une limite de cette réglementation, c'est que malheureusement, les standards dans le monde entier ne sont pas tous les mêmes. Donc ça, c'est un gros souci quand même, parce qu'on a beaucoup de clients. Donc, par exemple, quand un fonds JP Morgan ou un fonds BlackRock, où on doit vérifier que ce fonds est intégrable à notre univers, BlackRock forcément est obligé, à cause de SFDR, de classer son produit, de prendre des engagements en matière de durabilité, ça c'est SFDR. s'il veut pouvoir être commercialisé dans un univers d'investissement qui est durable et responsable, tel qu'imposé par MiFID II. Donc ça c'est bon. Mais les sociétés individuelles dans lesquelles les investisseurs investissent, ça c'est vraiment un problème. C'est-à-dire que la réglementation aujourd'hui, elle ne touche que les entreprises européennes. Alors concrètement, on a un paquet de données qui permet d'aller combler les lacunes. Mais la grande problématique de cette réglementation, je pense aujourd'hui, c'est que même à sa source, donc la taxonomie, qui est la classification des activités économiques, on n'a même pas encore de données complètes. Donc c'est-à-dire le CSRD, qui est cette directive qui impose en marge de la taxonomie, de publier les indicateurs d'alignement sur la taxonomie. C'est en application à partir de 2024, 2025, on sera en full application 2027, 2028 je crois pour l'ensemble des entreprises. Donc c'est beaucoup trop tard. Et alors la grande difficulté, c'est qu'évidemment, ça brouille tout le travail de transparence des investisseurs institutionnels, comme nous. Par exemple, aujourd'hui, si on veut prendre des engagements sur la taxonomie, celle que SFDR nous propose de le faire, pardon, c'est MiFID II, ça je me mélange encore, ben on a un problème, c'est que les entreprises ne publient pas. Aujourd'hui, on a à peu près 2% de l'économie européenne qui est alignée sur la taxonomie et publie des données alignées. Donc, ça ne peut pas dire qu'il n'y a que 2% qui est alignée, mais on a des données telles que imposées par la taxonomie dans la publication qui sont alignées. Je ne sais pas si tu me suis bien, donc tu as des indicateurs à publier et il y a en gros des données alignées, publiées pour 2%. Donc ce n'est rien du tout. Ce n'est pas du tout représentatif, ce n'est pas combinable avec un risque financier gérable. Tu ne peux pas dire à un client, ah vous voulez être aligné sur la taxonomie, ben parfait. Je prends toutes ces entreprises-là, c'est 2% de l'univers, donc tu rétrécis à mort ton univers et ce n'est pas combinable avec un risque financier. Je pense, et ça je vais y revenir peut-être régulièrement, je pense que c'est un travail qui est en cours d'études, et notamment à HEC, je pense que Marie Lambert travaille sur le sujet, il va falloir à un moment donné, d'une manière ou

d'une autre, imbriquer les ratings financiers et les ratings extra-financiers. Et ça je pense que c'est une grande lacune de la réglementation, c'est qu'elle... notamment via le SFDR, donc ça c'est la deuxième grande lacune du SFDR pour moi, c'est qu'elle ne concerne que les fonds d'investissement, la taxonomie concerne les entreprises et donc la publication des données des entreprises, mais le SFDR propose pour les fonds un auto classement des produits. Alors un auto classement qui au départ a abouti à des désastres quoi. Donc on avait par exemple... des fonds avec des actions des secteurs traditionnels, filtrés avec un filtre ESG. Mais alors, comme tu n'avais pas de méthodologie uniforme, chez un Belfius, tu allais avoir un univers A et un univers B, peut-être chez ***. Et chacun estimait que son produit était un produit d'article 8. Donc un produit d'article 8 qui n'a aucun sens dans la mesure où chacun en fait est en train de dire moi je pense que c'est durable et l'autre dit que c'est durable alors qu'il n'y a pas de consensus sur ce qu'est la durabilité. Donc ça c'est une grosse lacune pour moi du SFDR à ce niveau-là. Et alors l'autre problème c'est qu'en plus de la méthodologie qui est différente, le choix de classer article 8 ou article 9 incombe à l'investisseur institutionnel. Donc par exemple, t'avais des fonds investis dans des actions mondiales, filtrés sur base de l'ESG, donc une approche qu'on appelle best in class, tu vois de quoi je parle aussi, qui était classée par exemple en articles neufs. Veridique, ça moi j'ai été mappé un peu chez les fonds des concurrents, et t'avais des articles neufs sur des fonds best in class. Enfin, faut pas déconner, ça va pas ça. Un article 9, c'est la promotion de caractéristiques durables et responsables, environnementales et sociales, la poursuite même de cet objectif-là. Donc tu peux avoir un fonds thématique sur l'eau, sur l'énergie propre, qui est article 9, mais pas un fonds best in class. Donc tout ça a été downgradé beaucoup en 2022, donc ça c'est déjà très bien, mais il n'y a pas encore d'audit. Et les audits vont arriver après. Donc ça crée de la confusion tout ça, dans cette réglementation, énormément de conflits. Et alors maintenant j'en arrive à la critique en quelque sorte de la MiFID II. Alors la critique positive, alors là je trouve ça formidable pour le coup, parce que c'est idéal dans la conscientisation pour moi, avant tout, ça va paraître paradoxal, mais de l'investisseur institutionnel. La banque. d'office au travers de ces chargés de relations, questionner le client sur ses préférences en matière de durabilité, quel que soit le client. Donc ça veut dire qu'ils comprennent enfin que à côté de la sensibilité aux risques financiers qui fait partie de la culture de toute façon du chargé de relations du conseiller, il va falloir questionner sur les préférences. Et ça, pour moi, c'est vraiment quelque chose d'incontournable maintenant dans le dialogue. Et mon travail, par exemple, consiste à produire avec les chargés de relations et les équipes de support commercial un pitch qui tienne la route. Pas pour dire vous devez aller à gauche ou vous devez aller à droite, mais pour que le client comprenne bien l'impact de ce questionnaire sur la réduction de son univers, mais la réduction de son univers mais aussi l'augmentation dans certains cas de son impact. Mais il y a aussi un élément qui est clé et donc là j'y reviens une fois de plus et sur lequel on ne fait pas encore assez de pédagogie donc ça aussi c'est mon travail de faire de la pédagogie vers les investisseurs là-dessus, c'est l'impact financier de ce risque, de cette intégration du risque ESG. Donc je m'explique Si tu mets un filtre ESG sur un MSCI World, tu réduis ton univers de 70%, à peu près, au minimum. Et encore, c'est les critères des MSCI. Tu réduis ton univers de 70%, tu te concentres, alors tu te retrouves avec une bosse de malade dans les GAFAM, dans les IT. Alors que le client va décorhéler complètement son portefeuille par rapport au marché. Donc il y a tout un travail de réallocation de ses portefeuilles pour que le tracking error par rapport au marché reste raisonnable. Mais du coup, il faut que l'investisseur comprenne qu'une fois qu'il va vers la durabilité, l'économie n'est pas encore prête. Donc il va... chambouler l'équilibre sectoriel, géographique de son portefeuille. C'est comme ça. Tu mets un filtre ESG sur un univers d'investissement, tu vas d'office vers les Etats-Unis et d'office vers l'IT. Si tu ne remanies pas un peu ton résultat, c'est comme ça. Et donc, c'est pour moi un des gros soucis avec MiFID II, c'est que si on se limite à poser la question et qu'on ne fait pas de

pédagogie derrière, on a un gros soucis avec les attentes des investisseurs. Parce que les attentes des investisseurs, il ne faut pas oublier que quand ils pensent à durabilité, ils ne vont pas se référer au marché financier. Ils vont se référer à leur quotidien. Ils vont passer et pour eux, il n'y a pas encore ce pont entre leur valeur quotidienne et leur portefeuille. Et on peut les comprendre parce que l'instrument qu'on leur propose est un instrument qui est à des kilomètres de leur valeur. C'est des grandes entreprises côté en bourse, vu qu'ils puissent comprendre la corrélation ou en tout cas le parallèle qu'on peut faire entre ce qui se passe dans les entreprises et ce que eux vivent au quotidien. Donc, enfin bon, je pense que j'en avais déjà parlé à Romain, moi je collabore tant et tant avec Virginie aussi, donc ils savent bien mon mindset, mon mindset c'est vraiment la pédagogie. Moi c'est vraiment clé, parce que sinon on va avoir des grosses surprises. Donc pour MiFID II, c'est qu'effectivement on est obligé de discuter le coup avec l'investisseur et j'avoue que discuter le coup en lui proposant soit en gros de chercher l'impact sociétal soit de limiter son impact négatif, c'est déjà un bel élément de pédagogie. Je pense que c'est vraiment un des gros avantages de MiFID II. Le gros désavantage, c'est que ça se balade toujours 4 km au-dessus de la tête de l'investisseur parce qu'il ne comprend pas comment son investissement va vraiment créer de l'impact. Et alors la grande difficulté de SFDR, c'est qu'elle impose en fait cette norme-là des reportings de portefeuille pour améliorer la transparence. Mais aujourd'hui, ce que nous propose l'Europe, c'est un template rétrograde. C'est moi qui me suis occupée de rédiger le rapport pour nos portefeuilles SRI. Il est horrible ce template, ça ne dit rien à l'investisseur. Et quand... Moi je suis occupée, donc je rencontre d'ailleurs tout à l'heure à 11h une spin-off d'HEC pour discuter de ça. Je suis occupée donc à essayer de trouver un support plus pédagogique de rapport. Mais la grande difficulté qu'on va avoir, c'est la FSMA qui va nous sortir toute une série d'articles en disant vous pouvez citer ça, vous ne pouvez pas citer ça. Alors que nous notre objectif c'est juste faire de la transparence. et être sûr que ce SFDR reporting va être lu et compris par le plus grand nombre, mais on est bloqué par la réglementation locale, qui a sa propre lecture. MiFID II c'est une directive, c'est pas une réglementation. Donc le problème c'est qu'on est dépendant de la lecture locale de la directive. Enfin voilà, donc le volet, c'est toujours le problème de l'Europe. On est dans une structure qui a plein de bonnes idées, on est à la pointe en matière de durabilité c'est très clair, mais il n'y a pas de coordination. Et donc le rapport SFDR par exemple, bah moi mon objectif d'ici un an, un an et demi maximum, c'est que ce template, on puisse le compléter, parce qu'on est obligé de le publier, d'un rapport pédagogique et pourquoi pas d'un rapport sous forme de vidéo. Parce que nous on fait beaucoup de vidéos donc j'écris des scripts de vidéos, des reportings de portefeuille avec un speaker donc c'est moi qui anime ce truc là avec des graphiques des machins ça dure quatre minutes c'est pas long mais que une fois par an le client puisse recevoir vraiment un rapport vidéo de son portefeuille. Et là pour le moment c'est des balbutiements. Donc voilà ça c'est pour l'aspect réglementaire. Je sais pas s'il y a encore d'autres points que tu veux que j'aborde pour l'aspect réglementaire.

FW : Non, vraiment comme je disais, c'était avoir un avis général sans aiguiller de trop. Donc je pense que là j'ai eu ce que j'attendais.

I9 : J'aborde le rating ESG alors?

FW : Oui, merci.

I9 : Alors le rating ESG pour moi, c'est le mérite qu'il a, c'est que d'abord il est pionnier. Donc on va pas enlever à César ce qui est à César. Donc c'est-à-dire qu'il a le mérite. d'avoir mappé en premier lieu tous les indicateurs et d'objectiver tous les indicateurs qu'on doit mesurer quand on veut, qualifier un actif de durable ou non. Ça c'est formidable. Il est pionnier et il est complet en termes d'indicateurs. Ça c'est vraiment un élément important. Je trouve que beaucoup de ratings

ESG ont vraiment cette capacité à aller dans le détail. La contrepartie, elle est négative, c'est que forcément chaque institution financière, chaque analyste ESG en fait ce qu'il veut de ces indicateurs. Donc c'est-à-dire que si tu vas chez un Sustainalytics, chez un Morningstar, un MSCI, ou pire que tu vas regarder chez les asset managers ce qu'ils font de toutes ces données, parce que tu as les providers d'analyse extra-financière, puis tu as ce que font les institutions avec ces données, là c'est une catastrophe. C'est un vrai capharnaüm. Pas le travail en soi de chaque institution, mais la cacophonie au niveau du re-travail de ces données. Parce qu'on remarque que bien souvent, il y a une notion d'idéologie derrière le travail qu'on fait autour de ces données, qui est même parfois lié au positionnement commercial de l'asset manager. Je m'explique, on ne va pas nécessairement si le groupe... à une politique d'exclusion très légère, on ne va pas nécessairement pousser très loin les indicateurs environnementaux, par exemple, ou sociaux de bonne gouvernance. En tout cas, les facteurs d'exclusion vont être un petit peu moins stricts. Il y a la problématique de qu'est-ce qu'on fait de ces données-là, alors que ce sont des données complètes. Je le répète, tout le monde analyse les mêmes choses, c'est pas un problème, c'est qu'est-ce qu'on en fait? Quel poids est-ce qu'on le raccorde? Par exemple, chez ***, je vais te donner un exemple tout de suite, pour une valeur individuelle, on a une méthodologie de notation qui n'est pas la même que pour les fonds. Alors, c'est pas la méthodologie de notation qui est diverse, c'est la méthodologie d'analyse. Pour une valeur individuelle, tu vas avoir l'analyse forcément de l'activité de l'entreprise. Tandis que pour un organisme de placement collectif, on va analyser le travail du gestionnaire. C'est totalement différent. Donc une valeur individuelle, tu vas pouvoir aboutir parfois à des superscoring. Parce qu'en plus, la valeur individuelle, elle est souvent chez nous, en tout cas c'est le cas, elle est classée par rapport à un peer groupe. Donc ça veut dire que, par exemple, nous on a 80 peer groupes pour les valeurs individuelles, c'est-à-dire qu'on a 20 secteurs multipliés chaque fois par 4 régions. Tu as l'énergie des pays émergents, l'énergie des pays des Etats-Unis, Japon et Europe. Pareil pour les utilities, voilà pour toi, donc on a 80 pire groupes. Et chaque valeur appartient à un peer groupe et on va noter chaque indicateur par rapport à une déviation standard par rapport au peer groupe. On fait la somme de tous ces indicateurs de déviation et on obtient une note. Ok super. Il y a un volet absolu mais il y a un volet très comparatif. Ça veut dire en clair que tu peux avoir une Total qui pourrait avoir le même score, j'invente, qu'une General Electric par exemple. Tu vois? Parce que par rapport au peer groupe, il se situe bien. C'est vraiment un souci ça pour moi. Parce qu'à un moment donné, si on va aller un pas plus loin par rapport à la réglementation européenne, il va falloir qu'on enlève ces notions de peer group. Il va falloir qu'on réintroduise de l'absolu. Et en intégrant d'autres notions comme la latence environnementale qui pèse sur l'actif. Aujourd'hui, et ça c'est un travail de recherche qui manque encore, ou en tout cas qui n'a pas encore affaire à démontrer assez de résultats, Si je prends une action totale aujourd'hui, quelle est la part de la valeur de l'action qui est potentiellement exposée à des risques environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance? Et ça, c'est vraiment un des gros problèmes des ratings ESG pour moi, c'est qu'il n'y a pas de score agrégé. Je vais donner un autre exemple. On a une Silicon Valley Bank qui au mois de mars, je ne sais pas si tu as entendu parler de cette histoire, donc étant faillite, pour des problématiques de gouvernance essentiellement. Donc cette banque n'avait pas couvert ses fonds propres contre un risque de hausse de taux. Donc tu sais que les banques ont des obligations d'avoir un certain quota de fonds propres, ils peuvent les investir dans souvent et quand les taux montent, les obligations souveraines perdent la valeur. Et en plus, c'est une période où, comme les taux montaient, beaucoup d'entreprises technologiques qui sont souvent peu bénéficiaires, donc l'essentiel de leurs bénéfices se situe loin dans l'avenir, ce sont des entreprises qui sont très sensibles à la hausse des taux d'intérêt. Donc en général quand les taux montent, la valeur dans les transactions baisse. Elles ont tout intérêt à plutôt retirer des liquidités qu'à faire du crédit. Et donc ça a été un effet

boule de neige parce que ces entreprises ont retiré leur capital. Donc les liquidités présentes au sein des banques ont été moins importantes. Donc elles ont dû aller chercher dans les fonds propres pour rester bien liquides. Et à un moment donné, les fonds propres, elles les ont vendues à perte parce que les obligations souveraines avaient perdu de la valeur. Voilà un peu le mécanisme. Silicon Valley Bank avait, par rapport à son groupe de pairs, une très bonne notation ESG. Alors que l'analyste financier, deux mois avant, j'ai regardé l'analyste financière chez nous par exemple, deux mois avant déjà l'analyste avait dit il y a des soucis de gouvernance chez Silicon Valley Bank, nous on conseille de réduire la position, de ne pas la garder. Il y a un souci, il y a clairement un souci. Et il y a un souci parce que l'analyste ESG et l'analyste financier ne se parlent pas. Et c'est comme ça énormément, dans la plupart des institutions financières. Donc non seulement on ne collecte pas des données, on collecte des données qui sont uniformes, mais on n'en fait pas la même chose et surtout on ne les croise pas avec les données financières. Et donc je pense que la clé pour convaincre vraiment beaucoup d'investisseurs et surtout les institutionnels, c'est d'arriver à montrer quelle est la latence ESG, quel est l'impact de ce rating ESG sur la valorisation de l'entreprise. Et ça... j'arrive à trouver aucun papier vraiment fiable et complet sur ce sujet. Donc ça c'est vraiment pour moi, l'avantage je le répète, c'est qu'ils sont pionniers, les données sont très complètes, mais tant que ces ratings seront très variables et sujets aux politiques et aux stratégies des entreprises, à leur positionnement dans la société, à leur stratégie aussi de développement durable, liée à leurs exclusions bien souvent, ça posera problème. Mais le grand chantier pour moi dans le rating ESG, c'est de l'associer au rating financier. J'espère un avis un petit peu plus précis. Alors moi, j'ai aucun souci, par exemple, avec le fait d'aller chercher des données chez des providers différents. Pourquoi? C'est ce qu'on fait d'ailleurs chez ***. On a par exemple un ISS qui est un provider plutôt de données relatives à la gouvernance. Ils sont spécialisés dans ce domaine-là. On ne peut pas avoir une agence de notation qui est spécialisée dans le E, le S et le G. Ce sont des sujets qui sont bien trop spécifiques et je trouverais logique d'avoir des agences de notation pour certains spécialisés dans la question environnementale, deux dans la question sociale et trois peut-être dans la question de la gouvernance. Et puis alors effectivement, pour chacun, chacune de ces entreprises a un calcul d'impact potentiel sur la valorisation de l'entreprise. Et alors là, on agrège avec le scoring financier. C'est une utopie peut-être, hein, mais... voilà, je me dis qu'avec la taxonomie qui arrive, le CSRD qui va mesurer vraiment, indicateur par indicateur, l'alignement sur la taxonomie, on va avoir un moment donné en Europe les prémices même d'une matrice complète, hein, en matière de latence environnementale, sociale et de bonne gouvernance, essentiellement dans un premier temps environnemental et social pour la taxonomie, mais... un moment donné on aura même pourquoi pas une base taxable pour l'Europe, ne serait-ce que pour les entreprises européennes, à partir du moment où tu sais quelles sont les entreprises qui sont alignées ou non sur la taxonomie, que tu sais à quel secteur le marché du carbone par exemple est ouvert. Je prends l'exemple du transport maritime qui s'est vu donner accès il y a un an et demi à peu près au marché du carbone, en tout cas à un élargissement. Ça se fait toujours au dépend d'un autre secteur. Le quota de carbone qui est disponible sur le marché du carbone ne grandit pas. C'est-à-dire qu'on enlève des quotas à certains secteurs et on en remet à d'autres. Dans tous les cas de figure, ça augmente la pression sur la rentabilité de ces secteurs-là. Si tu as une taxonomie qui est complète, tu vas pouvoir voir quelles sont les entreprises alignées sur la taxonomie. Tu crois ça avec les données du marché du carbone et tu sais à un moment donné aller calculer tout ça. C'est un exemple. Mais alors qu'aujourd'hui dans un rating ESG, qu'est-ce que tu vas voir, c'est les émissions de carbone. Super. Parfois tu as l'intensité carbone c'est déjà un peu mieux, mais ça ne dit rien. Ça ne dit rien par rapport aux objectifs à atteindre. Tous ceux en gros qui n'ont pas un

alignement sur l'accord de Paris sont hors scope en fait. Et il faudrait savoir ce que ça peut leur coûter. C'est ça qui est important. Donc ça c'est pour le côté rating ESG.

FW : Oui c'est un avis assez différent de ce que j'ai récolté jusqu'à présent.

I9 : Qu'est-ce que c'est que tu récolté jusque-là?

FW : Beaucoup de négatifs. Voilà, le fait qu'il y ait une conglomération des ratings, des données en tout cas, dans les institutions, et que chaque institution crée un peu son rating, c'est quelque chose qui est vu comme très positif parce que... les ratings sont très peu corrélés entre eux, donc ça sert à rien de... Enfin, personne ne veut vraiment les utiliser, mais chacun trouve que la donnée est bien... est bien déagée, donc ils utilisent juste la donnée et pas le rating pour se faire eux-mêmes leur rating et donc ça c'est quelque chose...

I9 : Ça c'est comme nous?

FW : Ouais ouais mais c'est... Enfin, j'ai l'impression que c'est vu qu'elle est beaucoup plus positivement... ailleurs, que ce que vous dites, que chacun et son rating c'est pas... quelque chose de positif...

I9 : C'est positif pour la banque parce que c'est vendeur. Et nous on en est convaincus que c'est très positif dans notre storytelling. Évidemment, on a une histoire à raconter et on la raconte, ce n'est pas un problème. Mais moi je me mets à la place de l'investisseur et je me mets à la place d'une institution financière qui comme *** a énormément de capitaux à migrer. Énormément. Nous on est... Comment dire? On est toujours les premiers visés dans les controverses. Parce qu'on est la banque, la banque à papa quoi. La banque qui vient du fossile. On a des engagements de malades. Et ça se fait sans slogan. Ah oui, oui, évidemment, il y a du marketing derrière. D'accord, mais je veux dire que le travail qui est fait derrière, il est colossal. Et donc, on doit migrer nos capitaux. Et pour migrer ces capitaux-là, on nomme des experts et on nomme des experts qui ont pour objectif, donc moi j'ai été nommé ici il y a deux mois, trois mois, ou deux mois et demi, j'ai été nommé pour booster vraiment toutes les compétences du service Investments. Il n'y a aucune institution financière qui fait ça aujourd'hui. Je ne veux pas tirer à bout les roues sur les autres, mais je connais bien le marché. Et je pense que la grande difficulté quand on est fier de son rating ESG, c'est que souvent, souvent, on rentre dans la logique que je t'expliquais tout à l'heure avec les labels. C'est « waouh, on est les premiers, on est les meilleurs ». Ça, c'est de la vente. Ce qu'il faut faire, c'est améliorer la pratique, améliorer la pertinence de ces ratings. Et pour moi, tant que l'Europe n'aura pas encore progressé dans sa réglementation, la pertinence des ratings sera assez modérée pour moi. La seule chose, c'est qu'elle permet de donner de la cohérence par rapport à l'approche. Voilà. On offre une forme de cohérence à l'investisseur, mais moi je me mets à la place de l'investisseur. Et l'investisseur, il sait quoi? Il sait qu'il est dans une banque dont on lui a expliqué les valeurs et que le rating va suivre ces valeurs-là. C'est tout. Ça s'arrête là. Mais ça ne dit rien sur le trajet que la banque est en train de faire. Et ce qui compte, c'est le trajet qu'elle est en train de faire. Il faut pouvoir lier ce trajet qu'elle est en train de faire au portefeuille. Et ce trajet qu'elle est en train de faire, il faut pouvoir idéalement aussi le mettre en parallèle avec les valeurs du client. Donc, voilà. Je crois en notre rating, donc ça ne veut pas dire que je n'y crois pas, pas du tout, j'y crois. C'est un instrument très important parce que nous en plus, comme on a deux méthodologies différentes, une pour les valeurs individuelles, une pour les fonds, c'est le cas partout normalement. En revanche, dans la phase où on va noter les actifs, là on va utiliser une échelle qui va permettre d'agrèger la note du portefeuille. L'investisseur va avoir, chez nous c'est les trèfles que ça s'appelle, mais ça peut être des pommes, ça peut être des poires, ça peut être

des points en fait, il y en a de 0 à 10. Et donc quand on a... converti ses notes en trèfle, bah l'investisseur peut calculer le trèflage, le trèflage chez nous, donc le nombre de trèfles moyen de son portefeuille. C'est pas un problème. Mais ça va dire quoi? Ça va dire où il en est par rapport à notre histoire. Est-ce que c'est compatible avec MiFID II? Moi je suis pas d'accord. Non. MiFID II est compatible avec l'Europe. Et toute la difficulté, c'est de voir comment on va tracer un pont entre cette réglementation et la manière dont les banques aujourd'hui ou les asset managers font de l'analyse extra-financière. Or, aujourd'hui, tout repose sur de l'autoproclamation dans SFDR. Par exemple, dans les SFDR, on doit prendre des engagements, surtout les produits étiquetés comme durables et responsables. Donc en article 8, ça veut dire quoi concrètement? Quel est le pourcentage d'article 8 qu'on met dans les portefeuilles? Et pour ce qui concerne... Ah non, non, pour les articles 9, autant pour moi, pour les articles 9, on dit ben voilà, ça va être un certain pourcentage de sustainable investment. Ok, mais de sustainable investment tel que défini par nous. Qu'est-ce que ça dit? ça dit rien du tout. Tu vas chez Triodos. Je vais partir d'un bout à l'autre de l'échiquier, quand ça sera clair. Tu vas chez un Triodos. Tu vas chez un Black Rock. T'imagines la différence d'univers? C'est pas du tout pareil quoi. C'est pas du tout pareil. Donc l'investisseur, pour moi... ça reste aujourd'hui cette réglementation telle qu'elle est là aujourd'hui continue de reproduire en fait un certain schéma. Et la vraie question puisque c'est la banque qui détermine ou l'asset manager de ce qui est un sustainable investment, un investissement durable, la vraie question c'est l'alignement de l'investisseur sur les valeurs de sa banque. S'il a un rating, il va être cohérent dans ce rapport qu'il a avec sa banque puisque le rating, la méthodologie de rating de chaque institution est cohérente par rapport à sa vraie stratégie. Mais pour moi, le rating ne solutionne pas cette question de l'absolu. On reste dans du relatif. Et si la banque raconte des cacahuètes à son client, ce seront des cacahuètes qu'il y aura dans son portefeuille. Et SFDR pour le moment n'est pas audité, n'impose pas d'audit, donc on n'est pas encore à la quintessence. Et donc à travers la pédagogie au moins, et ça c'est ma vision, on peut enlever toute possibilité de doute. Donc tu expliques, tu dis ok, voilà nos politiques sectorielles, voilà la réduction de votre portefeuille, voilà ce que ça implique, monsieur le client, est-ce que vous êtes à l'aise avec ça? Ok, vous voulez du sustainable investment? En moyenne, chez nous, pour les clients qui veulent du sustainable investment, pour tous nos produits sustainable, on a minimum 40% d'investissement durable dans les portefeuilles. Alors tu vas me dire, vous étiquetez vos produits comme durable et vous en avez 40%? Ça n'a pas de sens! Mais je ne sais pas si tu as questionné les autres institutions sur le minimum, super haut. Pourquoi? Parce qu'on a une taille qui fait qu'on travaille avec beaucoup d'assets de managers, on est en architecture ouverte chez nous et donc on a beaucoup beaucoup de données. Mais on doit encore, malgré la taxonomie, on doit encore faire appel à des programmes d'intelligence artificielle pour aller capter les données. Pour pouvoir prendre ces engagements-là de 40% minimum. Alors on est au-dessus hein, dans tous nos portefeuilles d'articles 8 on est autour de 47-50% donc c'est super. Dès que les données seront publiées, on devra, moins, recourir au programme d'intelligence artificielle, donc on pourra aller plus haut en cours dans nos engagements. Mais qu'est-ce que ça dit? Ça dit que pour nos portefeuilles de gestion discrétionnaire, les clients ont en moyenne 47% d'actifs déterminés comme durables par les assets managers. Donc si BlackRock estime que son fond sur le sustainable énergie est durable, bah voilà, c'est bon. Donc ça veut dire qu'à côté de ça, c'est clair que nous on doit avoir une méthodologie d'analyse extra financière qui va permettre de déterminer si ces fonds-là sont éligibles à notre univers. Tu vois? Quand on travaille en architecture ouverte, nous en revanche, on doit vraiment aller s'assurer que les fonds, et ça c'est vraiment un élément important, je pense, et positif du rating ESG, surtout quand tu travailles en architecture ouverte, c'est que tu vas pouvoir faire coïncider la stratégie finalement de tout ton univers d'investissement avec celle de l'institution pour laquelle tu travailles. Donc en clair, nous on a ***, qui a un asset

manager qui est ***. Tous les fonds de *** sont forcément en ligne avec notre stratégie de durabilité puisque c'est le même groupe. On va noter ces fonds, on va évaluer aussi la qualité de la gestion, on va déboucher sur une notation avec un nombre de trèfles, mais c'est clair que les critères ne seront pas les mêmes que pour une valeur individuelle. On va noter par exemple la qualité de l'analyse ESG, la qualité de politique d'exclusion, les politiques sectorielles, s'assurer qu'elles coïncident bien aux nôtres. On va noter aussi la qualité de la politique de vote aux assemblées générales, l'engagement qui est fait en amont aussi. les entreprises. Donc on note tout ça et on arrive à une notation. Donc on le fait aussi bien pour les fonds de notre asset manager que pour les fonds externes. Pourquoi est-ce qu'on le fait avec les fonds externes aussi? Comme je te dis, pour être sûr qu'ils correspondent bien à notre univers. Donc ça c'est très positif je pense. C'est que, une fois de plus, et ça c'est mon avis, ça permet de rendre l'histoire cohérente sous l'angle de l'institution qui distribue les produits en fait et que le client sache où il a mis les pieds. Donc en termes de transparence, c'est très clair. Mais la transparence, ce n'est pas de l'impact. Elle ne va pas te garantir l'impact. Or, si tu veux augmenter ton impact, à un moment donné, il faut que tout soit comparable. Et la grande difficulté, c'est que, voilà, d'une institution à l'autre, on va te créer un univers qui sera différent. Alors... une fois de plus, si tu fais de la pédagogie sur ton rating, là alors peut-être que ton client ou ton investisseur va être capable de dire « dans une institution comme celle-là, on va exclure le fossile, dans celle-là on va le tolérer, mais moyennant alignement sur l'agenda de la COP21, dans cette institution-là on va limiter l'exclusion aux fossiles non conventionnels, donc tout ce qui est gaz de schiste. » alignement sur la COP 21. Chez nous c'est le cas par exemple on exclut le fossile non conventionnel et on tolère le fossile aligné sur l'agenda de la COP 21. Donc des acteurs qui diversifient en fait leur activité. Mais voilà ça ne... Je pense que la clé, ça reste quand même de bien expliquer où le client a mis les pieds, dans quelle banque il a mis les pieds, qu'est-ce qu'on finance comme modèle économique, où est-ce qu'on en est. Et c'est là-dessus qu'il faut essentiellement faire de la pédagogie. Alors après les instruments... sont variables, on a noté financièrement et on a noté la qualité, la capacité de ces instruments à atteindre les objectifs que l'institution s'est fixé, qui sont souvent alignés sur les uns par rapport aux autres, mais on n'y va pas de la même manière. Je veux dire, quand tu investis, quand tu finances, quand 80% de ton mix énergétique financé, c'est du fossile, tu ne vas pas avoir la même stratégie que quand c'est 30% de fossile dans ton mix énergétique financé. Donc voilà. Donc oui, il y a du bon, je pense. Les critères, je le répète, pour moi c'est top. Tout le monde est d'accord sur les critères. Ce qu'on en fait peut varier. Ça va torpiller pour moi très clairement l'expérience de l'investisseur. Et ce qu'on fait de ces données, les ratings qu'on calcule, sont très souvent liées à une politique propre, à l'institution financière. Et donc, une fois de plus, ce que l'investisseur, en termes d'expérience, va vraiment vivre, pour moi d'important, c'est cet alignement entre ses propres valeurs final et celle de son institution financière. Et si on veut vraiment objectiver et permettre à l'investisseur d'aller plus loin dans son travail, il faut énormément de transparence, énormément de pédagogie et je l'espère peut-être des moyens coercitifs via la réglementation européenne qui soient plus forts. Je réfléchis si tu avais encore autre chose à dire à propos des ratings. Non, non je ne pense pas. Voilà, c'est une identité pour moi le rating. Alors les labels, je ne sais pas si tu avais encore d'autres questions par rapport au rating.

FW : Non, non c'est très complet. Merci.

I9 : Il y a deux points de vue, comme je te l'ai expliqué. Le premier point de vue, c'est celui du client, du consommateur. Moi, je compare souvent le label Towards Sustainability. C'est celui que nous, on suit en Belgique. On a accompagné la création de la norme en 2017, 2017, 2018, 2019. Il y a une date de février 2019 de mémoire cette norme. Donc, voilà, on a travaillé énormément sur le sujet. Je trouve formidable que les banques soient arrivées à se mettre d'accord. Et en Belgique,

on a beaucoup de chance. Parce que que des banques arrivent à se mettre d'accord sur un si petit pays, avec beaucoup d'acteurs quand même internationaux dans le monde de la finance, c'est quelque chose de formidable parce que ça a vraiment permis, une fois de plus, de mettre à jour, de rendre plus visible ce qui devait, au minimum, exister dans un portefeuille d'investissement durable et responsable. Donc ça veut dire quoi concrètement? Ça veut dire l'alignement du secteur énergétique sur la COP, donc sur le scénario de neutralité carbone avec la dégressivité des émissions de CO2. Qu'est-ce qu'on fait du pétrole et du gaz de schiste? Qu'est-ce qu'on fait des violations du Global Compact? Ce que moi j'ai apprécié beaucoup aussi, c'est que la norme soit évolutive, qu'elle tolère des régimes d'exception, qu'elle soit supervisée de manière externe, évidemment. par un comité indépendant qui est des partenaires financiers académiques là-dedans. Voilà, son caractère très critique de manière générale, moi, c'est garant de son l'authenticité. Maintenant, j'ai assisté aussi, pas directement mais indirectement, à des débats houleux sur des questions vraiment essentielles, mais l'avantage, c'est que c'est démocratique. C'est à dire que c'est une espèce de reproduction miniature de l'écosystème de la finance durable, qui est un écosystème où tout le monde fait pression sur tout le monde. Les ONG, les petites banques, les grandes banques. Je trouve ça super. Donc on a dans la société civile des ONG, moi je pense à FinanCité, que je rencontre une fois par an pour faire le point sur nos actifs. ces gens-là on les retrouve on les retrouve indirectement dans le comité pour le label avec voilà des actions souvent très punchy et c'est l'avantage de la finance durable c'est que c'est très démocratique tout le monde fait pression sur tout le monde alors il y a un avantage comme un inconvénient c'est que c'est le moins le moins engagé qui parfois à raison qui finit par avoir raison parce que c'est celui qui pousse vers le moins d'engagement et la décision est souvent voilà on aboutit à une décision qui est collégiale mais qui doit faire preuve de concessions qui doit témoigner des concessions et c'est normal mais tout dépend comment tu présentes ce label mais alors et là j'en arrive peut-être à la partie plus institutionnelle je reviendrai au consommateur après mais Le problème c'est que si tu présentes un label comme un prix de qualité, la quintessence, le graal, ça va pas aller. Alors nous on sait qu'on est leader de ce label. On est leader forcément parce qu'on est la plus grosse banque du pays. Mais quand je dis forcément, pas forcément, justement. Quand on est la plus grosse, on pourrait être celle qui est la moins engagée. Mais c'est nous qui avons le plus de capitaux à migrer. Donc nous, on est obligé d'avoir énormément d'actifs. Donc je dirais que le label a été vraiment déterminant chez nous parce que jusqu'au début de cette année-ci, en fait, donc pendant quatre ans. nos portefeuilles durables et responsables devaient être équipés à 100% de fonds labellisés FébelFin. Ça nous a permis d'enrichir notre univers d'investissement. Parce qu'au départ, on avait l'obligation d'analyser tous les fonds externes et on s'est rendu compte que dans nos critères d'analyse, il y avait énormément de critères qui étaient communs avec FébelFin, donc quasi tous avec la norme. Et donc du coup, ça nous a permis d'un coup d'élargir notre univers sans devoir nécessairement commencer à les analyser un par un. Quand je dis « éligible à notre univers », on n'avait pas encore fait la notation, mais on avait au moins une analyse qu'on pouvait ajouter à notre univers d'investissement. Donc ça a élargi très fort notre univers. Premier élément. Deuxième élément, la norme va parfois plus loin que notre norme de base, que la politique du groupe. D'accord? Donc chez nous, chez ***, on a une politique du groupe pour tout ce qui est toutes nos activités. tous les fonds d'investissement sont soumis, ou tous les actions, les obligations sont soumis à toutes ces politiques. Et puis c'est quand on va noter qu'on va décider ce qui est éligible à l'univers ou pas. Durable et responsable. Et en gros, c'est tout ce qui dépasse cinq trèfles qui est éligible à l'univers. Mais il y a des conditions pour avoir ces cinq trèfles évidemment, et notamment, fait partie des meilleurs élèves, etc. et FébelFin a vraiment permis de faciliter notre travail parce qu'en fait on se rendait compte que tous les fonds FébelFin satisfaisaient nos conditions de manière générale et qu'ils dépassaient toutes ces conditions-là et

qu'en plus ils avaient quasi tous ou tous une note, en tout cas pour ceux qui étaient déjà notés chez nous, de au moins 5 trèfles. Donc ça veut dire que ça nous a vraiment donné confiance dans la norme à posteriori aussi. A posteriori, on s'est rendu compte que tous les fonds Fébelfin, en gros, qu'on avait déjà analysé, avaient au minimum 5 trèfles et donc ça nous a donné confiance pour élargir et analyser de nouveaux fonds encore qui étaient dans la norme Fébelfin. Donc ça a vraiment élargi notre univers et on a pris l'engagement que tous nos produits durables et responsables, tous nos portefeuilles durables et responsables devaient avoir 100% de fonds Fébelfin. Et ça nous a permis aussi de monitorer quelque part l'évolution de nos portefeuilles dans la mesure où il y a une logique quand même progressive dans le Fébelfin tous les deux ans la norme est revue et ça nous a permis aussi d'upgrader la durabilité de certains de nos portefeuilles puisque la norme Fébelfin elle est quand même même dans certains cas plus restrictive que nos fonds 5 trèfles encore. Donc ça veut dire qu'on a vraiment pu améliorer la qualité de nos portefeuilles. Depuis début 2023, les engagements qu'on a pris maintenant, ce n'est plus nécessairement 100% de fonds Fébelfin. Pourquoi? Parce que l'univers est en train de grandir, en fait, très fort. Et donc tout n'est pas labellisé Fébelfin, mais en revanche, parce que ça coûte de l'argent, de faire labelliser des fonds. Et donc on ne veut plus uniquement se limiter à des fonds qui ont demandé le label, parce que ça leur a peut-être coûté de l'argent, et nous ça nous fait passer parfois à côté de petits fonds qui sont très qualitatifs. c'est qu'on a dit ok pour nos portefeuilles du frappé responsables c'est 100% d'articles 8 et articles 9 de fils et au moins 75% de Fébelfin, ça c'est pour tout ce qui est durable et responsable. Donc voilà, on a pris quand même des engagements assez forts par rapport à ça et moi je suis assez satisfaite du côté label dans la genèse, dans tout ce que ça a apporté en termes de rigueur et d'expérience consommateur alors parce que très clairement ça a donné confiance, ça a donné confiance, on peut lier ça à un label qu'on a pour un café, un label Fairtrade ou d'autres types de label. L'investisseur, c'est quelque chose qui lui parle ça, la question du label. Et si on définissait ça comme une norme de qualité, c'est-à-dire ce n'est pas un prix, on n'est pas numéro un parce qu'on est leader, non. Nous commercialisons le plus, c'est vraiment pour un moment d'actifs qui répondent à cette norme de qualité. Mais c'est une norme de base. Donc elle nous a permis aussi de faire de la transparence, puisqu'on a pu dire, ben voilà, il y a des fonds chez nous qui ont juste la base, et puis il y a des fonds qui vont même encore plus loin. Donc une fois de plus de la pédagogie. Alors je dirais que l'aspect négatif des labels, c'est comme tout le reste, c'est leur diversité. Il y a très peu de labels qui sont défendus par des gouvernements. Je crois qu'un des seuls c'est en France, de mémoire, le label ISR. Luxflag, je me demande s'il n'est pas au Luxembourg. Est-ce qu'il est politisé? Je ne pense pas.

FW : Ils y travaillent mais pour le moment pas.

I9 : Voilà, donc on a vraiment cette problématique que ce n'est pas lié à du coercitif, ce n'est pas lié à de la réglementation. Donc on en fait ce qu'on veut de ce label. C'est une discussion entre asset manager et entre banque. Alors le gros problème aussi c'est ceux qui vont présenter ça comme si c'était la panacée, comme si c'était un prix, parce qu'ils frisent dans la logique de performance. Mais ça je crois qu'on a abandonné progressivement ça, parce qu'ils ont compris que la discussion entre institutions financières est tellement parfois houleuse. Tous les gros égos qui allaient discuter ça se sont rendu compte que ils n'avaient pas trop à la ramener. Donc ça veut dire que concrètement c'est des gens, voilà leur égo en a pris un coup, ils sont rendu compte qu'ils étaient, ils n'étaient pas, ils n'allaient pas pouvoir avec la taille de leur capitaux en imposer. Ils ont compris qu'un petit a autant de voix qu'un gros parce que le petit il peut avoir son relais dans la presse, il peut avoir son relais via les ONG, il a un réseau aussi. Et le gros, il sait très bien que sa réputation est en jeu. Et on sait que la réputation, c'est un actif extra-financier qui a de l'impact

financier. Donc, je dirais que pour la question des labels, moi j'étais très positive au début. Et puis j'ai vu à un moment donné, voilà, beaucoup d'institutions essayer de s'en emparer comme d'un prix. Ça m'a un peu énervée. Et puis assez rapidement, je me suis dit, ben voilà, c'est un processus démocratique. L'univers s'élargit, donc on s'engage plus que sur 75%. Donc ça appauvrit notre rhétorique, hein, nous. Très clairement. A partir du moment où tu dis à un client tout est labellisé Fébelfin, tu peux baser toute ta com sur Fébelfin, surtout à Sustainability. En revanche, si tu n'as plus que 75%, il va falloir que tu expliques SFDR, etc. Et donc je pense que de manière générale, la réglementation est vraiment clé, mais elle est en train de torpiller quand même pas mal des initiatives existantes et on est dans une phase ingrate aujourd'hui. et la phase ingrate, elle est, je pense, en plus nourrie par le fait que on avait beaucoup de gens qui n'étaient pas des believers, qui n'étaient pas des experts de la durabilité, qui aujourd'hui sont en train de s'emparer du sujet de manière rébarbative, pas engagée, et surtout très analytique et sans lien important avec les valeurs. Et... Et donc c'est très compliqué de mettre de la joie dans tout ça. Moi je vois avec quelle joie certains gestionnaires chez nous gèrent un portefeuille sur base de critères financiers. Je voudrais qu'ils aient cette même joie avec de l'ESG. Mais pour ça... Il va falloir qu'on augmente l'expertise parce que cette diversité de ratings, par exemple aujourd'hui, elle sert clairement de prétexte à la plupart de nos gestionnaires chez nous, de nos stratèges, pour ne pas embrasser le sujet. Ils ont parfaitement accepté, par exemple, d'aller sur le boursorama et de voir qu'il y a 23 analystes qui ont analysé une Solvay, que le consensus est autour d'acheter, le consensus à 15 analystes, et que le reste est entre vendre et entre garder et vendre, ça ils acceptent. En revanche, quand on les met face à des ratings ESG et qu'ils voient la dispersion des ratings, là ils s'énervent et disent que c'est pas cohérent. Donc il y a vraiment une problématique d'objectivation, de mauvaise foi, de complexification et si on aborde sous l'angle de la réglementation et du coercitif, ça va être très compliqué avec eux. Donc le défi c'est vraiment de donner de la joie à ce travail et pour moi un des éléments clés c'est l'intégration des ratings. Je vois que j'ai dépassé l'heure et que j'ai un meeting qui suit. Donc, je ne sais pas si tu as encore d'autres questions.

FW : Du coup, peut-être juste une dernière. Un avis général sur... Est-ce qu'un des trois outils se démarque pour la réorientation des capitaux et sinon, qu'est-ce qui pourrait... Qu'est-ce qui pourrait être efficace?

I9 : Pour moi, c'est la réglementation. C'est clairement la réglementation parce que le rating existe depuis déjà très longtemps et ne parvient pas à faire consensus. L'utilisation des labels reste trop protéiforme et ça suppose... Le modèle est formidable, il est durable, il est démocratique. Le gros fait pression sur le petit, le petit fait pression sur le gros, c'est génial. Et on voit après quatre ans que ce label n'a pas vraiment... n'est pas vraiment parvenu à tisser un discours, un narratif qui soit suffisamment fort chez le consommateur. Oui, il est content d'avoir une base, mais à partir du moment où la plupart des institutions s'engagent sur un certain pourcentage et non plus à 100%, ça perd en substance, je ne dis pas que ça perd en qualité, mais ça, parce que c'est de plus en plus qualitatif en revanche cette norme. Mais la réglementation pour moi est clé. Malheureusement, elle va évoluer très lentement. Et je veux juste dire qu'il y a un quatrième élément qui est pour moi clé, tu ne cites pas dans tout ça. C'est l'association, qui est liée quand même un peu peut-être au label, mais en tout cas c'est le... les groupements d'institutions. Et c'est marrant parce que dans la réorientation du flux des capitaux, c'est vrai qu'il y a ces trois outils-là, mais pour moi, les groupements d'institutions financières, les engagements pris par les institutions ensemble, favorisent la création de socles communs. Donc le Net Zero Asset Management, le Net Zero Banking Alliance, tu en as entendu parler? ou la COP27 au secours, enfin voilà, l'année dernière, donc 2020. Donc tu as une... non, il y a deux ans. Net Zero Banking Alliance et Net Zero Asset Management. Donc en gros, les asset managers et les banques présentent à la COP un projet.

Donc c'est quand... c'est en Écosse, parce que c'est Marc Carny qui a lancé ça. Et donc... les banques et les assets managers se sont réunis pour proposer une vision de l'évolution de leur présence dans le monde économique. Donc ce n'est pas chaque banque ou chaque asset manager qui s'engage à être neutre en carbone en émission de scope 1. Non, non, non. C'est chaque asset manager, chaque banque s'engage à une économie neutre en carbone. ça veut dire qu'il n'y aura plus de mécanismes de compensation ou s'il y en a ce sera périphérique mais c'est pas que ça c'est à dire qu'on va viser le scope 2 et le scope 3 aussi c'est à dire tout ce qui est fournisseur et tout ce qui est l'intégralité de la chaîne parce que quand une banque dit je suis neutre en carbone aujourd'hui elle analyse ses propres activités domestiques Le défi, c'est que l'intégralité de ce qu'elle finance soit neutre en carbone et donc qu'elle finance une économie neutre en carbone. Et ça, c'est un engagement qui est clé à... et je dirais qu'il s'adosse à d'autres engagements que les banques et les asset managers prennent dans le monde politique parce qu'on a parlé de la réglementation européenne. Il y a aussi d'autres projets, le TCFD la Task Force for Disclosure Carbon. Alors il y a des task forces en fait à l'échelle européenne de banque pour réfléchir aussi à ces solutions là parce que moi je crois beaucoup dans le pouvoir de l'entreprise à le faire par elle-même. La réglementation c'est politique et donc le grand problème du politique c'est voilà, Ursula von der Leyen est extraordinaire mais... elle va pas rester 20 ans à la tête de l'Union européenne, à la Commission européenne, qu'est-ce qui va se passer quand elle sera pas là, quand elle sera plus là, quand est-ce qu'on va détricoter ce qu'elle a fait, on sait pas. Donc le travail de base et en durabilité, c'est ce qu'on propose souvent, c'est un travail qui est démocratique, où on se prend en main, on se responsabilise. Et je pense que plus, je reviens sur la question des ratings, plus les banques... auront accès à un avis intégré ESG financier sur les entreprises, plus elles connaîtront la latence ESG qui pèse sur les activités de leurs partenaires. Plus ce sera facile pour elles de prendre des engagements. Aujourd'hui, comme je te l'ai dit, la taxonomie va imposer seulement à partir de 2027-2028 le CSRD. Donc on doit recouvrir des programmes d'intelligence artificielle. C'est quand même hallucinant, même nous, la plus grosse banque du pays, pour être sûr des données qu'on reçoit. C'est pas normal, je veux dire, d'en être là. C'est pas normal d'aller chercher, parce qu'on a des taux de couverture des données, même avec les programmes d'intelligence artificielle, qui atteignent 80% par exemple, pour nos portefeuilles. 80%, tu vas me dire c'est énorme, je ne trouve que pour une banque comme la nôtre avec un programme d'intelligence artificielle, non d'un chien, les meilleurs taux de couverture sont même pas 90, sur certains indicateurs d'impact négatifs tels qu'il y a posé par eux. par MiFID II, on doit pour tous les portefeuilles où le client veut limiter l'impact négatif, on doit monitorer toute une série d'indicateurs d'impact mais comme la taxonomie n'impose pas encore de les publier, on va courir au programme d'intelligence artificielle mais si même pour les émissions de CO2, t'as même pas 90% de données couvertes, tu te dis mais allez quoi. Donc voilà tous ces groupes de réflexion, pour moi font remonter de la base énormément de besoins, réfléchis sur ces questions là et je pense que le label, le rating, la réglementation, ok, mais il y a un élément clé qui est le travail entre banques, entre institutions, la réflexion, adosser parfois des groupes supranationaux. comme la task force dont j'ai parlé, mais qui vont pouvoir quand même réfléchir et permettre aux institutions de s'engager. Ça doit pas être du top down, ça doit être du bottom up, ça doit remonter quoi. Ça c'est clé. Et on a souvent, dans les points de vue plus radicaux, des gens qui contestent ces mouvements-là. Moi je les conteste pas du tout. Parce que si c'est pas ça, c'est rien. Et ils avancent, c'est le principe aussi du label, c'est qu'ils avancent parce qu'ils sont challengés par les autres. Et ça, il ne faut pas oublier que c'est vraiment quelque chose qui fait avancer les banques aujourd'hui. Donc voilà, on n'est pas parfait mais on doit aller quelque part. Il y en a qui vont y aller peut-être en Rolls Royce malheureusement et d'autres en deux chevaux. Mais il y en a qui ont peut-être trois kilomètres à faire et d'autres deux cents quoi. Et j'espère que

ceux qui ont plus de travail à faire sont ceux qui ont les plus gros moyens pour y arriver. Et c'est fort heureusement le cas. C'est les plus riches qui émettent le plus de CO2, c'est comme ça. Donc voilà, j'espère avoir été complète.

FW : Je pense. Je dois dire qu'il y a énormément d'informations à traiter. C'est très bien. Merci beaucoup.

I9 : Alors, je sais que j'ai un avis qui, pour certains aspects, diverge de mes collègues, d'autres institutions. Mais moi, je ne suis pas issue du SRI. Et je pense que c'est pour ça aussi qu'on me demande de faire ce que je fais, c'est que je le fais avec beaucoup de conviction et je crois dans ce que la banque fait chez moi. Vraiment, je suis super contente de cette sincérité de la démarche parce que c'est la clé. En revanche, tout le monde n'est pas d'accord avec le niveau où on en est aujourd'hui, mais la démarche, elle est sincère.

FW : Ok. Je pense qu'on peut en rester là. Ça va. Merci beaucoup.

Interview 10 - Business controller & Sustainability Manager

FW : Je vais peut-être commencer par me présenter en deux mots donc François Waltzing je suis étudiant en sciences éco à l'université de Liège et je fais un master en Management des entreprises sociales et durables avec mon mémoire qui porte sur la réorientation des flux de capitaux vers l'investissement durable. Dans cette optique, j'analyse trois outils principaux, à savoir la réglementation, les ratings ESG et les labels ESG. Ma manière de procéder pour les interviews, c'est de collecter un maximum d'informations d'avis généraux. Donc je laisse beaucoup parler à propos de chacun de ces trois outils à la personne, en l'occurrence ici vous, par rapport à chacun des trois thèmes. Et puis après on revient et on discute un peu. J'analyse beaucoup les problèmes de ces outils afin de savoir lequel est le plus enclin à s'améliorer et au final à réorienter justement les flux de capitaux. Et ça, j'y reviens après, comme ça la vie n'est pas biaisée par ma recherche. Donc je vous laisse vous présenter pour commencer et puis voilà, commencer à parler des trois sujets.

Interview 10 : D'accord. Je suis contrôleur de gestion, depuis 10 ans. Et maintenant, depuis à peu près 2 ans, j'ai repris les sujets ESG et Sustainability au sein de l'équipe.

FW : Ok, très bien, merci. Voilà, donc on peut peut-être commencer par votre avis sur la réglementation.

I10 : Sur la réglementation en matière de durabilité en général?

FW : Général oui, donc j'ai étudié principalement les Green Deal, la taxonomie, la SFDR, MiFID et Fit for 55.

I10 : Donc, on n'est pas directement affecté par les réglementations, les Green Deal, donc je n'ai pas trop étudié le sujet. La taxonomie. Pareil, Luxembourg n'est pas directement impacté par la taxonomie, par contre nos sociétés en portefeuille le sont. Donc pour la taxonomie, c'est certaines de nos sociétés en portefeuille qui sont concernées et donc c'est elles à leur niveau qui gèrent cette réglementation. Nous on suit au niveau de ***, on suit les sociétés qui sont éligibles et le pourcentage de notre portefeuille éligible et le pourcentage de notre portefeuille qui est aligné. Mais ça a un suivi scientifique, on ne fait pas, pour l'instant on n'a pas d'action sur ça, on n'a pas non plus d'objectif d'alignement taxonomie chez ***. SFDR, on n'est pas concerné étant donné qu'on n'est pas fonds régulé. Donc, mais par contre, je trouve que c'est quand même la

réglementation qui donne le la en termes d'investissement sur le marché global des investisseurs professionnels. Donc, je suis de très près les développements et. Et quand on fait des collectes de données ESG, on a des nombreuses données qui sont des PAI de la SFDR, parce que c'est pour une raison très très pragmatique, c'est que les PAI sont les données les plus généralement disponibles sur le marché. Voilà, en les demandant, on a plus de probabilité de les recevoir que en demandant d'autres indicateurs ESG. MiFID II, j'en ai un avis personnel mais on n'est pas concerné car on n'a pas de « clients ». Et la dernière réglementation que vous avez citée, je ne la connaissais pas.

FW : Ok, mais en fait si ça m'intéresse quand même d'avoir votre avis personnel, si vous voulez bien parler.

I10 : Mon avis sur MiFID II, c'est que le législateur a mis un peu la charrue avant les bœufs et a demandé à donner des obligations un peu trop complexes à un marché pas suffisamment mature pour fournir les produits nécessaires aux clients. Je pense que les clients ne vont pas... les banques ne vont pas pouvoir répondre aux besoins de leurs clients parce qu'il n'y a pas assez encore de produits tout simplement. Qui correspond à la demande. Mais voilà. Et puis après, d'un point de vue pratique pratique, les formulaires MiFID 2, ils sont tellement compliqués que je pense qu'ils s'adressent à des professionnels avérés. Mais quand on les donne à des personnes qui ne sont pas dans le milieu de l'ESG ou de la durabilité, on a du mal un peu à comprendre ce qui est demandé. Voilà, c'est de mon avis personnel.

FW : Et donc, là vous soulevez un problème d'éducation chez l'investisseur retail ?

I10 : Oui, d'éducation et puis aussi... Je pense que c'est plus... À mon avis, c'est plus une complexité de la réglementation qui est trop théorique et pas assez user friendly.

FW : Ok, c'est un avis général sur la réglementation. Peut-être maintenant passer au ratings.

I10 : Si je peux juste, je pense que pour la réglementation, celle qui nous concerne le plus à ***, c'est la CSRD, vous ne l'avez pas nommée. Mais ça ne va pas être pour nous, c'est le gros morceau. Je pense qu'elle a été votée l'année dernière. Elle sera transposée en droit local assez rapidement, peut-être l'année prochaine. Et en tout cas, nous, on va être dans le scope en tant que petite société cotée. On sera dans le scope en 2026. Et on a d'autres sociétés en portefeuille qui le seront un peu plus rapidement. Déjà l'année prochaine. Donc c'est la réglementation. qui nous concerne le plus et à laquelle on porte le plus d'intention.

FW : Ok, mais oui, j'avoue qu'elle n'est pas trop... J'ai pas trop passé de temps sur cette réglementation, donc... Du coup, on peut passer aux ratings maintenant?

I10 : Euh, ratings, ça on n'utilise pas du tout. Donc, je... ne suis pas trop.

FW : C'est vrai que c'est un peu pour des entreprises plus grosses ?

I10 : Je pense que c'est plutôt pour les investisseurs qui investissent dans des sociétés cotées. On investit plutôt en private equity. On a aussi du côté, mais on utilise... Petit portefeuille, côté qu'on a une utile, c'est pas de ratings ESG pour le moment. Peut-être que ça viendra un jour, mais bon... Je suis... Je pense pas, en fait. On n'a pas assez de besoins pour payer ces analyses.

FW : Et les fonds que vous proposez sont rater?

I10 : On n'a pas de fonds. On ne propose pas de fonds. On est un investisseur, un peu un family office en fait.

FW : Ah ok, je pensais que c'était un peu plus gros que ça?

I10 : Non on est listé donc on a une base d'actionnaire public mais notre actionnaire principal est familial avec un petit free float mais donc ce que nous on propose ce sont nos propres actions mais on n'a pas de clients on investit nos propres capitaux.

FW : Ok ok ok intéressant, j'aurai des questions par rapport à ça mais peut-être du coup un avis sur les labels maintenant?

I10 : Non pas d'avis sur les labels vraiment on n'en utilise pas je les connais très mal, non je n'ai pas vraiment d'avis.

FW : Et sur par exemple un label de Luxflag, c'est vraiment quelque chose qui ne s'applique pas à ***?

I10 : Ça pourrait s'appliquer, on pourrait le demander si on avait une volonté politique ou stratégique au sein de Luxembourg de le faire mais ce n'est pas le cas de notre actionariat ou notre board pour le moment. Non.

FW : Ce qui revient relativement souvent dans les interviews c'est que le label en général est un outil un peu marketing mais en l'occurrence c'est pas quelque chose qui vous intéresse du coup.

I10 : Non c'est ça. Alors potentiellement cet automne je pense on va faire une étude... de savoir si ça veut le coup d'être signataire des UNPRI. Ce n'est pas un label en tant que tel, mais c'est une initiative qu'on envisage. Pour l'instant, très légèrement, on va faire une étude d'impact, coût, opportunité, d'être signataire ou pas, et on se décidera à ce moment-là. Mais c'est plus parce que ce market practice, tout le monde est signataire, et donc du coup, c'est un peu bizarre que nous, on ne le soit pas, donc on va regarder si on a envie de l'être. mais on n'a pas non plus de besoin de demandes externes de le faire.

FW : OK. Par rapport, du coup, à votre business model, quelles sont les convictions ESG derrière tout ce qui se passe? Je veux dire, du point de vue de l'entreprise, qu'est-ce qui pousse à faire de l'ESG intérieurement et puis par après peut-être donner un avis sur comment est-ce que la réglementation qui pousse de plus en plus vers l'investissement durable vous impacte.

I10 : D'accord. Alors intrinsèquement, comme je vous ai dit on a un actionariat familial, donc pour eux, ils ont de fortes valeurs éthiques, de business clean, de faire les choses bien. Donc, ces valeurs de durabilité sont ancrées dans le business model de ***. On a toujours été un actionnaire à long terme, patient, accompagnateur des sociétés en portefeuille. On ne fait pas du trading, on n'est pas des investisseurs cash qui achète, vende au détriment de la société. Non, on est vraiment des partenaires de long terme. Et donc, cette vision de durabilité, on l'a un peu dans notre ADN. C'est un peu notre façon de faire du business depuis longtemps. Maintenant, ce que la réglementation a changé, c'est qu'on structure plus la démarche. Donc, on a, avant, on faisait beaucoup d'analyse ESG, sans appeler ça des analyses ESG. Maintenant, on a une sélection ESG dans nos notes d'investissement. Mais dans le fond des études qui sont faites, on ne fait pas vraiment plus d'efforts qu'avant. C'est juste une façon nouvelle de structurer les choses. Et puis comme il y a une demande globale sur le marché, sur l'environnement, de plus de transparence sur les sujets de durabilité, on a une section maintenant Sustainability dans notre rapport annuel. Donc on a mis en place aussi plus de choses pour être plus solides dans notre communication externe. Sans que ce soit directement lié ou une réponse à la réglementation, c'est plus pour aller dans le sens du vent.

FW : Oui, ok. Et donc, par rapport à l'entreprise et à l'esprit familial derrière qui est très éthique, l'investissement durable à proprement parler n'a pas changé, n'a pas évolué au cours des dernières années, ça a toujours été quelque chose de...

I10 : Oui, on a toujours eu des secteurs exclus, des choses qu'on ne voulait pas faire. On a souvent rejeté des dossiers qui étaient ou qui pouvaient être perçus comme non durable, seulement là ce qui a changé maintenant c'est qu'on a écrit noir sur blanc et on en a fait une politique d'exclusion qui est globalement plus stricte que ce qu'on peut trouver par ailleurs sur le marché.

FW : Ok c'est un peu ce que j'avais compris. Ok mais ça restreint fort le champ d'application je veux dire de tout ça.

I10 : A mon sens, le gros désavantage de... Enfin, ratings et lab... Enfin, ratings je peux vraiment pas dire parce que je connais vraiment pas, mais... Les labels, je pense qu'ils sont su... Ils sont pas suffisamment connus et respectés et reconnus. Si on a le luxflag, qui connaît le Luxflag et qui sait ce qu'il y a vraiment derrière? Je pense que c'est un des avantages des labels à part l'UNPIRI et quelques autres, c'est globalement une utilité assez limitée. Je pense que ce qui va remplacer les labels, ce n'est pas censé être fait pour, mais in fine, c'est comme ça que les investisseurs le prennent. C'est le fait d'articles 8 ou 9 en SFDR. Je sais que ce ne sont pas des labels, mais malgré ça, quand on parle à des gens, surtout des gens, même des gens qui investissent dans des fonds d'investissement, ils prennent ces articles, enfin, ces classifications SFDR comme des équivalents nouvelles. dans leur tête, c'est un label. C'est un article 8, donc c'est un peu green, c'est un article 9, donc c'est très green.

FW : C'est vrai que pour avoir un peu travaillé du coup dans le milieu, personne ne dit j'ai investi dans un fonds Luxflag, j'ai investi dans un fonds article 9. Même si le label Luxflag permet de prouver et de certifier d'après leur méthodologie que c'est un fonds article 9. C'est vrai. Et donc c'est intéressant, le mot que vous avez utilisé, remplacer les labels, parce que j'avoue que j'ai rencontré Luxflag qui disait que eux, ils allaient toujours plus loin que la réglementation.

I10 : Oui, ils sont bien obligés.

FW : Mais je veux dire par là qu'il y a un moment où la réglementation va être contraignante, qu'elle va être, enfin, le fait d'être article 9 sera audité, etc. Et donc... Ce sera aussi réglementé, je veux dire, qu'un label, d'être article 9 que d'être un label. Et eux disent qu'ils iront toujours plus loin que la réglementation. Et donc, d'après vous, l'intérêt... d'un label qui va plus loin de la réglementation quand la réglementation est contraignante, il n'y en a pas vraiment ?

I10 : Si, il peut y en avoir pour certains investisseurs, je pense qu'il y aura toujours un marché pour... J'imagine qu'il pourrait toujours y avoir un marché pour des labels qui vont plus loin ou pour des fonds, des produits qui sont plus... durable ou à plus grand impact que le minimum qui est demandé par une classification SFDR, c'est juste que pour le, j'ai l'impression que pour le grand, enfin, la SFDR c'est une réglementation de disclosure, on doit dire ce qu'on fait et à fortiori, faire ce qu'on dit, mais ça n'impose pas de minimum de choses à faire d'un point de vue de durabilité. C'est juste obligé les fonds et les management companies à discloser, à donner l'information aux investisseurs sur ce qu'ils font en termes de durabilité. Et à partir de ça, le label peut les aider à structurer leur démarche et à prouver que... l'impact qu'il y a sur leurs produits, l'impact de leurs produits. Donc oui il y a une utilité du label. Ce que je pense qui est inutile dans les labels c'est que s'ils ne sont pas connus et reconnus, ils ont besoin peut-être de faire plus de communication pour qu'on ait confiance en leur méthodologie, qu'on comprenne ce que ça veut dire, qu'on comprenne ce qu'ils apportent de plus que la réglementation.

FW : Oui. Par rapport à la réglementation, du coup, pour revenir à ça, quand vous avez parlé de MiFID, que la CSRD, ça prenait du temps pour la mise en place... le fait que vous, ce soit l'année prochaine, d'un point de vue efficacité, qu'est-ce que vous pensez de ça, par exemple? Quand vous, ce sera à partir de 2026, mais ça peut être un avis général de la réglementation parce que 2026 c'est quand même tôt, mais c'est quand même tard aussi pour une réglementation qui entre en vigueur maintenant.

I10 : Oui, mais en même temps c'est vraiment gros, ça implique des gros changements. Et donc du coup, de laisser le temps aux entreprises de mettre tout ça en place et de faire les choses bien, je pense que... C'est pas 2026, c'est pas trop tard. Et puis 2026, c'est vraiment pour les petites entités cotées, donc les petites entités qui rentreront dans le scope si tard, toutes les grosses boîtes, c'est l'année prochaine. Et là, pour le coup, j'espère qu'elles ont bien anticipé la mise en place de tout ça parce que la CSRD, ça demande un travail très important en termes de reporting. Donc... point de vue timing, je pense que le calendrier est ambitieux. Pas impossible parce qu'on en parle depuis longtemps de cette réglementation et les drafts existent depuis longtemps et on sait à peu près au moins deux ans de qu'est-ce qu'il faudra faire. Et puis c'est une nouvelle version d'une directive qui existait déjà, la NFRD, qui n'était pas pour autant applicable à autant d'entités que la CSRD, mais qui était déjà en place depuis bien plus de 10 ans. Donc c'est un update, un gros gros update, mais oui, timing ambitieux, mais réaliste dans une grande mesure, et nécessaire. On a besoin... en tant qu'investisseurs, mais globalement la société en général, autant les consommateurs que les associations, les NGOs, ont besoin d'informations en termes de durabilité, d'informations fiables, d'informations solides, d'informations auditées. La CSRD va pouvoir permettre ça et pour les ratings ça va être de l'or en barre, ils auront enfin des données propres, compilables, comparables, auditables pour pouvoir supporter leurs ratings donc oui c'était nécessaire.

FW : Ouais clairement il y a beaucoup de problèmes avec les ratings mais bon vu que c'est pas un sujet intéressant pour ***, on n'a pas trop parlé, mais c'est vrai que là, avec le problème de données, dans mes recherches, j'ai trouvé une corrélation entre les ratings de 0,3, alors que quand on compare S&P et Moody's pour les ratings de crédit, c'est 0,99. On est vraiment très loin de ça et le manque de données, le manque de données fiables.

I10 : Oui, la fiabilité des données aussi. On ne connaît pas les définitions des indicateurs qui sont donnés, ce sont des informations de non-audit. C'est vraiment compliqué d'un point de vue donné. Et puis les ratings aussi, ils ont le gros désavantage de soit ne pas publier leur méthodologie tant qu'on comprend pas comment ils font leurs ratings, soit ils la publient mais on se rend compte que c'est pas suffisamment solide, enfin potentiellement pas suffisamment solide après c'est l'avis de chacun mais moi je pense que les ratings pour l'instant ne sont pas super fiables du point de vue de ces doubles problématiques. Manque de données, manque de données fiables et auditées et comparables. Et ensuite méthodologie, mais ça pareil, il y a une nouvelle réglementation, j'aime l'eux, qui va venir organiser tout ce qui est ratings. Donc j'imagine que ça, c'est un grand atout pour la profession. Une grosse opportunité.

FW : Mais donc, oui, sans être expert, je vais dire, dans le milieu, les ratings sont quand même beaucoup plus intéressants que les labels, à partir du moment où ils ont des données fiables ?

I10 : Je ne pourrais pas dire. Je pense que c'est deux marchés différents, les ratings, c'est de la donner complexe et puis mais c'est facilement utilisable quoi ça on peut faire des moyennes on peut faire des comparaisons dans le temps il n'y a qu'à uploader un fichier excel en lien avec l'agence de ratings et hop on a tout le portefeuille avec son nouveau rating donc c'est alors qu'un

label c'est plus de je pense du qualitatif plus c'est de je pense que ça peut être complémentaire pour un investisseur mais ça répond à deux besoins différents.

FW : Ok, une remarque qui a été faite par pas mal de nouveaux de personnes que j'ai interviewées, c'est que la réglementation vient d'en haut. Je veux dire, elle régleme un peu les fonds, les sociétés de gestion, etc., plutôt que de réglementer l'investisseur. Donc, certes, si l'investisseur n'a plus que des fonds, article 8 et article 9. On ne lui propose plus des fonds article 8, article 9, il sera obligé de faire de l'investissement durable. Mais ici, en l'occurrence pas chez ***, avec comme on a dit l'esprit éthique derrière les familles principales. Mais je veux dire, est-ce qu'une réglementation qui serait plus axé vers l'investisseur serait plus intéressante que la réglementation actuelle, ou pourrait-elle les obliger à s'intéresser a et les éduquer un peu sur le sujet et l'enjeu ?

I10 : J'ai quand même l'impression qu'il y a une fausse dichotomie dans la question parce que l'objectif premier de ces réglementations, c'est de justement de réorienter les flux de capitaux vers des investissements plus durables et le parti pris du régulateur européen c'est de dire qu'on ne peut pas forcer les investisseurs à investir dans quelque chose de plus vert, de plus durable... c'est le marché privé, donc ça reste privé. Par contre, ce qu'on peut faire, c'est leur donner plus d'informations, leur donner plus de transparence, leur donner plus de possibilités de comparer et de mieux comprendre dans quoi ils investissent. Et dans ce cas-là, oui, effectivement, la réglementation vient toujours d'en haut. C'est rare que ce soit en bas qu'on fasse les lois et puis qu'on les remonte au Parlement. Mais je pense que la réglementation actuelle elle répond à l'objectif du régulateur et donc je trouve ça pas mal de ne pas obliger ou de ne pas être contraignant pour les investisseurs mais par contre de leur permettre et de leur obliger plus de l'obligation de plus de transparence elle est pour les investisseurs et pour les investissements donc c'est les mêmes obligations dans toutes les branches du milieu. Et on a tous à y gagner, d'avoir plus de transparence et plus de données. Bien sûr, ça coûte cher, c'est compliqué, bien sûr, il faut le mettre en place et bien sûr, il y a des résistances à tout changement. Mais je pense que globalement, on va tous pouvoir s'y retrouver.

FW : Ouais ok. J'ai un peu du mal à formuler ma question, mais c'est vrai qu'un investisseur qui veut continuer à faire juste, en l'occurrence ici ce n'est pas des fonds, mais si on prenne l'exemple des articles, si l'investisseur dit non, je veux juste du rendement, je veux que de l'article 6, indépendamment de tout, c'est toujours possible.

I10 : Bah ouais, c'est ça. Et puis d'ailleurs, c'est encore ce qui est plus facilement trouvable sur le marché, les articles 6 sont quand même encore... Et puis je pense aussi qu'il y a une fausse dichotomie en disant je veux du rendement et je ne veux pas faire de l'article 8. Je pense que sur le long terme les prises en compte des critères de durabilité font que les investissements sont plus rentables sur le long terme et sont plus résilients et plus profitables à l'investissement donc c'est pas le cas de l'article 9 et de l'impact où là il y a d'autres objectifs en plus que la rentabilité financière. De nouveau c'est une dichotomie un peu trop facile de dire où je fais du rendement financier où je fais du rendement de durabilité et nous chez *** on a fait le pari on n'est pas article 8 parce qu'on n'est pas sous la SFDR mais on se calque un peu sur ce modèle-là, mais au contraire sans sacrifier de rendement financier, mais en prenant la durabilité comme un moteur, un facteur de création de valeur, de protection en termes de downturn mais aussi on peut saisir des opportunités. Par exemple sur l'énergie tout simplement c'est l'exemple vraiment facile, on peut dire je veux faire de la durabilité pour émettre moins de CO2 mais on peut aussi dire je veux faire de la durabilité pour moins consommer d'énergie et donc, diminuer mes charges. Et donc c'est ça le levier qu'on a choisi d'utiliser, le levier ESG, on va s'en servir pour créer de la valeur financière.

FW : Ce qui parlera beaucoup plus à l'investisseur.

I10 : Oui, en fait c'est une gestion de risque. En gérant les risques ESG, les risques de réputation, les risques de coût, les risques de « liabilities » liés à des facteurs ESG, on protège sa valeur ou on crée de la valeur financière. Et c'est notre angle d'attaque, c'est aussi la façon dont on communique ça à nos équipes d'investissement. Parce qu'eux, on a une équipe d'investissement traditionnelle, qui font principalement attention aux facteurs financiers. Mais si on leur explique qu'en faisant attention aux indicateurs non financiers, tout ça peut avoir de la valeur financière, se traduire en valeur financière. Si on est plus effectif dans la façon de gérer sa workforce, ses employés, on peut... diminuer le risque d'accident et donc le risque de perte financière due aux accidents. On peut diminuer le risque de turnover du salarié et là pareil, on limite les coûts de recrutement. Donc, on arrive toujours à trouver un pendant financier aux indicateurs non financiers et en actionnant les bons leviers non financiers, on peut créer de la valeur financière. Et c'est notre approche chez ***. Il n'y a pas de dichotomie 6, je fais de l'argent et 8 je n'en fais pas ou j'en fais moins.

FW : Ouais c'est plutôt 6 et 9 les extrêmes un peu opposés mais le 8 est un bon mix. Ok. Peut-être une dernière question plus large. Est-ce que vous avez quelque chose à ajouter ? Indépendamment de tout ce qu'on a dit, peut-être quelque chose que j'ai oublié qui vous semble intéressant. Parce que c'est vrai qu'il y a beaucoup de possibilités dans les family offices et que ce n'est pas quelque chose que j'ai analysé dans mes autres interviews. Donc je pense qu'il y a moyen que je sois passé à côté de quelque chose d'intéressant, voyez-vous quelque chose à ajouter?

I10 : Peut-être le point que l'ESG, ça a l'air d'être un sujet assez récent parce que ça vient, on en parle surtout depuis la SFDR ou l'accord de Paris, donc des gros événements politiques assez récents. Mais globalement, les investisseurs à long terme, que ce soit ***, mais il y en a d'autres, par exemple en Belgique il y a la Sofina, qui a cette approche-là aussi. On est des investisseurs qui faisons de l'ESG depuis toujours, juste pas de façon structurée et communiquée comme c'est maintenant mais en étant une société côté on a une gouvernance extrêmement solide donc le G de ESG il était couvert depuis toujours ensuite on est une société familiale et ça apparaît sur le marché il y en a plein peut-être pas les fonds mais que ce soit des sociétés d'investissement ou aussi des sociétés plus industrielles ou commerciales, il y a beaucoup de sociétés qui ont des actionnaires familiaux ou des backgrounds familiaux. Et en général, le S, en tout cas pour les communautés et propres mains d'œuvre, c'est un des sujets vraiment très importants. Et bien évidemment, enfin, bien évidemment, mais on fait beaucoup attention à... être bien intégrés dans le paysage luxembourgeois, avoir des contacts, supporter des associations locales, d'avoir des fournisseurs locaux autant que possible. Donc ce côté communauté et people, il est très intégré depuis toujours aussi. Donc on a déjà le S et le G qui sont bien pris en compte et d'un point de vue environnemental. D'un point de vue éthique personnelle et culture d'entreprise, on a toujours bien fait attention d'un point de vue de sobriété générale. On n'a pas investi dans du nucléaire. Au contraire, on a fait déjà il y a très longtemps des investissements dans l'éolien. sans volonté ou sans structure ou stratégie environnementale vraiment rédigée ou structurée, mais juste parce qu'on se rend compte que d'un point de vue éthique c'est des bonnes choses à faire, qu'on se rend compte que d'un point de vue financier, c'est l'avenir. L'énergie renouvelable, financièrement, c'est le bon créneau. On ne va pas investir dans du fossile, ça fait du sens. Donc voilà, tout ça pour dire que... On est nombreux sur la place, et en tout cas vraiment très fortement chez ***, à déjà faire de l'ESG depuis quasiment toujours, parce qu'on a des valeurs en ligne avec le sujet.

FW : Donc par conviction et non par obligation réglementaire ?

I10 : Oui, c'est ça. Et la réglementation, elle vient ici un peu nous aider pour structurer la démarche, et puis elle vient nous obliger à être plus transparent, ce qui est une très bonne chose.

FW : Et ce qui pourra également vous aider quand on parle de la CSRD, justement, ça peut aider évidemment à avoir de la donnée même pour vous dans les entreprises. Même s'ils ne sont pas à côté. Je pense que c'est tout pour moi. Merci beaucoup d'avoir répondu à mes questions.

I10 : Si vous avez une question par après ou si vous avez besoin d'une précision, n'hésitez pas à m'envoyer un mail, je répondrai avec plaisir.

FW : Merci beaucoup.

Interview 11 - Manager & Business Banker

Interview non retranscrite conformément au souhait de la personne interviewée.

Interview 12 - Head of Communications and Engagement & member of the group Executive Committee

Rencontre avec un Responsable Communications & Engagement au sein d'une importante banque européenne au service de clients institutionnels pour discuter de comment ils s'efforcent d'intégrer les critères ESG au cœur de leur activité de service d'actifs, sur l'importance de la réglementation, des ratings ESG et des labels ESG.

Pour notre interlocuteur, il est essentiel de se rappeler que la durabilité représente **un changement de paradigme pour l'ensemble de la société**.

Cela signifie que chaque acteur du secteur financier a un rôle essentiel à jouer dans cette transition.

En particulier, en plaçant la durabilité au cœur des processus de financement et d'investissement et en favorisant la transparence tout au long de la chaîne de valeur. La transition durable est la priorité absolue pour l'Union européenne et de plus en plus de régions du monde suivent actuellement cette voie.

Pour les clients, cette transition très complexe implique essentiellement l'ajout d'une nouvelle dimension commerciale puisqu'ils sont désormais obligés de décider, de suivre et de rendre compte de leurs investissements conformément aux critères financiers supplémentaires d'Environnement, Social & de Gouvernance (ESG).

Cette transformation est rendue plus difficile par une variété de variables, y compris l'absence d'harmonisation et de normalisation des exigences ainsi que la nécessité de rendre les données de mesure des impacts plus fiables et comparables.

C'est là que **la réglementation** a joué et joue un rôle essentiel. Elle a fixé des normes et des directives pour encourager les investisseurs à souscrire dans des fonds plus durables. Elle a permis aux gestionnaires de ces fonds d'avoir une guidance, un cadre dans la définition de leur politique d'investissement et aux fournisseurs de service de devenir des partenaires de confiance de leurs clients et d'être dans une position unique pour les soutenir dans leur transition. Elle permet également d'apporter des solutions en termes de contrôle des politiques d'investissement pour éviter le « Green washing ».

Nous aidons nos clients principalement en étant un **accélérateur de transition** et un connecteur stratégique grâce à nos solutions durables, mais aussi grâce à des moyens innovants de tarification qui ont déjà été mis en place avec notre offre de prêts liés à la durabilité.

Nos solutions pour soutenir nos clients sont :

- ✓ Prêts liés à la durabilité,
- ✓ Une plateforme ESG;
- ✓ Des prêts de titres durables;
- ✓ Un suivi de conformité « Investissement Durable ».

Nous sommes une entreprise à impact positif et nous démontrons notre engagement envers une société responsable par le biais de nos activités principales, de nos décisions fondamentales et de nos normes.

À ce titre, nous nous assurons d'adopter des critères de risque et de rendement ESG dans tous les secteurs de notre activité.

Vous avez mentionné les plateformes ESG, comment cela fait-il partie de l'équation de durabilité pour vous ?

C'est un élément important de notre stratégie, car nous misons sur une plateforme reconnue sur le marché et primée ! Elle aide les investisseurs à collecter des inventaires de fonds auprès de leurs gestionnaires d'actifs pour une analyse complète de leurs portefeuilles. Elle offre aux clients un accès facile aux fournisseurs de **données dont les ratings** et d'analyses ESG pour les aider à évaluer la performance globale ESG de leurs portefeuilles ainsi que l'accès aux informations ESG inter-fournisseurs sur les fonds sous-jacents, y compris les **notations**.

Ces notations favorisent l'investissement durable en offrant une évaluation objective et comparative de la performance ESG des fonds et entreprises. Elles apportent plus de transparence via des informations concrètes sur les entreprises / actifs sous-jacents. Elles apportent également une capacité à comparer les performances d'entreprises du même secteur et ainsi d'identifier les leaders en matière ESG. Elles incitent aussi à l'amélioration pour attirer les investisseurs qui recherchent avant tout la durabilité et permettent de réduire les risques potentiels liés à l'ESG comme les préoccupations sociales, les scandales environnementaux et les problèmes de gouvernance. Enfin ces notations établissent des normes et des benchmarks auxquels les entreprises peuvent se comparer.

Les notations sont des guides et des garde-fous qui permettent d'investir en tenant compte des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance. C'est un lien direct entre les bonnes pratiques des entreprises durables et leur attractivité pour les investisseurs.

Les labels sont moins influents pour nous puisque nos services accompagnent le client, gestionnaire de fonds, après l'investissement de l'actionnaire.

Cependant, on voit que les labels sont des facteurs influençant les choix des investisseurs. Ils contribuent à encourager les pratiques ESG des gestionnaires d'actifs tout en suggérant des stratégies plus durables pour attirer les investissements. D'après une nouvelle étude commandée par l'AMF (Autorité des marchés financiers) en France, les investisseurs de moins de 35 ans ont représenté la moitié des nouveaux souscripteurs de produits financiers durables depuis l'année dernière.

Les labels sont de nature à renseigner les investisseurs, à réduire un scepticisme qui reste élevé tout en permettant aux fonds d'investissement de profiter de la volonté des épargnants de donner un sens durable à leur choix d'épargne. 54% des jeunes français disent prendre en compte les enjeux de développement durable dans leurs décisions d'épargne pour seulement 15% des plus de 65 ans.

Les labels mettent en lumière le travail qui est effectué pour identifier ce qui est durable. Une des limites de ceux-ci est néanmoins qu'il y a de nombreux sigles et labels différents qui ne sont pas toujours compréhensibles par le commun des mortels et qui ressemblent parfois à un maquis brumeux dans lequel il reste difficile de pouvoir faire des choix en pleine connaissance de cause. Voici quelques exemples concrets de la façon dont nous nous adaptons à l'évolution du paysage d'entreprise ESG?

Pour moi, des exemples concrets seraient la façon dont nous travaillons maintenant avec nos clients pour les engager dans des discussions systématiques sur l'ESG, qu'il s'agisse des règlements sur l'ESG, des données sur l'ESG ou des questions sur l'ESG, et l'intégration des critères de l'ESG dans nos processus pour atténuer les risques et respecter nos normes.

Comme nous voulons bâtir des entreprises durables et responsables, l'intégration des critères ESG dans tous nos processus décisionnels de base est cruciale.

Par conséquent, nous pouvons mieux gérer les risques, cerner les possibilités de croissance et prendre des décisions éclairées.

Un bon exemple est le processus qui consiste à valider de nouveaux produits et de nouvelles activités. Avec la mise en oeuvre récente d'un **questionnaire ESG** dans ce processus, nous nous efforçons de veiller à ce que les risques importants liés aux questions ESG soient pris en compte et correctement couverts.

De plus, des travaux sont en cours pour évaluer les titres ESG de nos clients dans le cadre du processus de crédit, qui intégrera davantage les considérations ESG dans nos processus décisionnels de base.

Cette initiative nous aidera non seulement à évaluer la solvabilité de nos clients, mais aussi à les encourager à adopter des pratiques plus durables, à les accompagner dans leur transition. Grâce à l'examen des critères ESG - définis par la réglementation et par le client lui-même – qui peut avoir des critères plus restrictifs que la réglementation- nous sommes en mesure d'aider les clients à faire évoluer leur investissement vers un monde plus durable, conformément à la réglementation actuelle et à venir mais surtout conformément aux besoins de la planète.

Que faisons-nous pour mobiliser nos employés sur la durabilité?

Dans le cadre de notre transformation continue et pour atteindre nos objectifs de 2025, nous nous engageons à donner à tout notre personnel la possibilité de perfectionner leurs connaissances en matière d'ESG.

Nous investissons dans la formation ESG et nous sommes en mesure de fournir aux employés un accès à des modules de formation (ESG Business Essentials, Sustainability Academy et autres) qui peuvent leur enseigner les diverses facettes du paysage ESG – risque, investissement vert, réglementation, etc. Nous travaillons notamment avec l'Université « Cambridge Institute for Sustainability » pour nos leaders et tous les employés qui le souhaitent.

En tant que responsable de l'engagement (et de la formation), j'encourage tous les employés à profiter de cette occasion unique pour en savoir plus sur l'ESG! Non seulement cette

transformation touche tout le monde, mais si, tous ensemble, nous agissons maintenant, nous pouvons vraiment faire une différence.

Pour être clair, nous devons tous nous engager dans cette transition pour réconcilier la finance et la planète.

Afin de garantir l'objectivité de son témoignage et que ce dernier ne soit pas perçu comme étant un élément d'une politique marketing, notre interlocuteur a souhaité garder l'anonymat pour lui et son entreprise.

Le mot de la fin

Je dirais qu'il est important de noter que l'investissement durable ne va pas à l'encontre du principe de base de l'investissement. Au contraire, le Bloomberg Barclays MSCI Global Green Bond Index – EUR Hedged se montre plus performant au cours des dernières années que le Bloomberg Barclays Global Aggregate Index – EUR Hedged. C'est une information capitale pour les investisseurs sceptiques quant aux rendements de la finance verte.



Belfius Banque SA
Place Charles Rogier 11 - 1210 Bruxelles
Tél. 02 222 11 11 - IBAN: BE23 0529 0064 6991
RPM Bruxelles TVA BE 0403.201.185
FSMA n° 019649 A

PREFERENCES DURABILITE

Agent-mandataire, agent lié et sous-agent d'assurances de Belfius Banque SA : AGENT DE BANQUE ET D'ASSURANCES GRAND SUD SCOMM - RPM ARLON, 0466.444.195 - FSMA n° 045980 CA-CB

NEUFCHATEAU

exemplaire client-banque

	Numéro de colis	U.V.	Numéro d'archivage
	11AD	042952	042952046 /6 266 Date 09/08/2023

S000000000160689171 0429520466266 090823509/08/2023

Concerne : WALTZING FRANCOIS

Madame, Monsieur,

Vous trouverez ci-dessous les réponses que vous avez données à notre questionnaire par rapport à vos préférences en matière de durabilité.

En signant le présent document, vous reconnaissez avoir pris connaissance et avoir reçu le document d'information sur ESG.

Voulez-vous déterminer des préférences en matière de durabilité ?

- Oui, je veux déterminer des préférences en matière de durabilité

Quelles préférences en matière de durabilité souhaitez-vous que nous prenions en compte ?

Je souhaite indiquer des préférences sur la base du degré de durabilité (cfr. SFDR)

- Oui

Je souhaite indiquer des préférences sur la base d'effets négatifs sur les facteurs de durabilité (Principal Adverse Impacts)

- Oui

Je souhaite indiquer des préférences sur la base du degré de taxonomie (EU Taxonomie)

- Oui

Quel est votre degré minimal de durabilité souhaité (cfr. SFDR) ?

- Substantiel (au moins 50% d'investissements durables)

Dans quels domaines souhaitez-vous tenir compte d'effets négatifs sur les facteurs de durabilité (Principal Adverse Impacts) ?

- Dans les domaines que j'indique

Vous avez indiqué que des produits doivent prendre en compte au moins une des principales incidences négatives sur les facteurs de durabilité pour chacun des thèmes suivants:

FORS 1092 - R22.2

1-3



Digitally signed
by Belfius Bank
Wed Aug 09 15:08:54 CEST 2023

GdmUJ0G9eQet3e79PpAADrY+NUo=



Belfius Banque SA
Place Charles Rogier 11 - 1210 Bruxelles
Tél. 02 222 11 11 - IBAN: BE23 0529 0064 6991
RPM Bruxelles TVA BE 0403.201.185
FSMA n° 019849 A

PREFERENCES DURABILITE

Agent-mandataire, agent lié et sous-agent d'assurances de Belfius Banque SA : AGENT DE BANQUE ET D'ASSURANCES GRAND SUD SCOMM - RPM ARLON, 0466.444.195 - FSMA n° 045980 cA-cB

NEUFCHATEAU

exemplaire client-banque



Numéro de colis	U.V.	Numéro d'archivage
11AD	042952	042952046 /6 266
		Date 09/08/2023

S000000000160689171 0429520466266 090823509/08/2023

Émissions de gaz à effet de serre

- Émissions de gaz à effet de serre
- Empreinte carbone
- Intensité des émissions de gaz à effet de serre des sociétés bénéficiaires des investissements
- Exposition à des sociétés actives dans le secteur des combustibles fossiles
- Part de la consommation et de la production d'énergie non renouvelable
- Intensité de consommation d'énergie par secteur à fort impact climatique

Biodiversité

- Activités ayant une incidence négative sur des zones sensibles sur le plan de la biodiversité

Efficacité énergétique

- Exposition à des actifs immobiliers inefficaces sur le plan énergétique

Environnemental

- Intensité des émissions de gaz à effet de serre (des pays bénéficiaires d'investissement)

Combustibles fossiles

- Exposition à des combustibles fossiles via des actifs immobiliers

Déchets

- Ratio de déchets dangereux et de déchets radioactifs

Eau

- Rejets dans l'eau

Quel est votre degré minimal de taxonomie souhaité (cfr. EU Taxonomie) ?

- Je souhaite définir moi-même un pourcentage

Combien ?

- 50 %

Comment devons-nous prendre en compte de multiples préférences ?

- Un investissement doit répondre à toutes ces préférences

Dans quelle mesure acceptez-vous que vos préférences en matière de durabilité limitent l'offre de produits ?

- J'accorde la même importance aux préférences en matière de durabilité et à une large gamme de produits

Désormais, nous vous conseillerons des investissements conformes à ces préférences en matière de durabilité.

En outre, dans nos conseils, nous tiendrons compte de votre profil, de votre stratégie d'investissement et des connaissances que vous avez des produits financiers et de votre expérience dans leur domaine.

Si vos préférences en matière de durabilité venaient à évoluer, veuillez actualiser les informations que vous avez transmises par le biais de votre personne de contact habituelle auprès de Belfius Banque afin

Annexe 3 : Green bonds have outperformed since inception in January 2014



Note

Graphique montrant que les obligations vertes ont surperformé depuis leur création en janvier 2014. Reproduit à partir de « Govt plans Green bonds issue, but should schemes take the plunge ? », par Hawthorne, S. (2021, 6 juillet) Pensions Expert. <https://www.pensions-expert.com/ESG/Govt-plans-green-bonds-issue-but-should-schemes-take-the-plunge?ct=true>

Bibliographie

Abhayawansa, S., & Tyagi, S. (2021). Sustainable Investing: The Black Box of Environmental, Social, and Governance (ESG) Ratings.

Ahlström, H., & Sjøfjell, B. (2022). Chapter 2 Complexity and uncertainty in Sustainable Finance : An analysis of the EU Taxonomy. Dans De Gruyter eBooks (p. 15-40). <https://doi.org/10.1515/9783110733488-002>

Alcott, B. (2005). Jevons' paradox. *Ecological Economics*, 54(1), 9-21. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2005.03.020>

Ammann, M., Bauer, C. F., Fischer, S., & Müller, P. (2019). The impact of the Morningstar Sustainability Rating on mutual fund flows. *European Financial Management*, 25(3), 520-553. <https://doi.org/10.1111/eufm.12181>

Arjaliès, D. L., Hobeika, S., Ponsard, J. P., & Poret, S. (2013). Le rôle de la labellisation dans la construction d'un marché. *Revue française de gestion*, (7), 93-107.

Arthur, P. J. M. (2014). The lost innocence of transparency in environmental politics. Dans The MIT Press eBooks (p. 39-60). <https://doi.org/10.7551/mitpress/9780262027410.003.0002>

Avramov, D., Cheng, S., Lioui, A., & Tarelli, A. (2022). Sustainable investing with ESG rating uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 145(2), 642-664. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.009>

Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2019). Aggregate confusion : the divergence of ESG ratings. Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3438533>

Bullock, G. (2022). Information-based governance. Dans Edward Elgar Publishing eBooks (p. 298-308). <https://doi.org/10.4337/9781800371972.00037>

Bullock, G.D. (2011), 'Green grades: The popularity and perceived effectiveness of information-based environmental governance strategies', Ph.D. dissertation, University of California, Berkeley, <http://search.proquest.com.ezproxy.lib.davidson.edu/docview/892713398/abstract/13B97E4A36531119FAD/1?accountid=10427>

Busch, D. (2023). EU Sustainable Finance Disclosure Regulation. *Capital Markets Law Journal*. <https://doi.org/10.1093/cmjl/kmad005>

Cashore, B. (2002). Legitimacy and the Privatization of Environmental Governance : How Non-State Market-Driven (NSMD) Governance Systems Gain Rule-Making Authority. *Governance*, 15(4), 503-529. <https://doi.org/10.1111/1468-0491.00199>

Cashore, B. W., Auld, G., & Newsom, D. (2004). Governing through markets : Forest Certification and the Emergence of Non-state Authority. *The Emergence of Non-State Market-Driven Authority*, . Berghahn Books.

Chatterji, A., Durand, R., Levine, D. I., & Touboul, S. (2015). Do ratings of firms converge ? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37(8), 1597-1614. <https://doi.org/10.1002/smj.2407>

Claude, G. (2019, 7 novembre). L'entretien semi-directif : définition, caractéristiques et étapes. Scribbr. <https://www.scribbr.fr/methodologie/entretien-semi-directif/>

Creiasco, C., & Boni, L. (2022). Is the European Union (EU) Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) effective in shaping sustainability objectives? An analysis of investment funds' behaviour. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, ahead-of-print(ahead-of-print), 1–19. <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2124838>

Crifo, P., Durand, R., & Gond, J. P. (2020). Le rôle des labels dans la finance verte : construction et régulation d'un marché des labels en France. *Revue d'économie financière*, (2), 209-223.

Davies, R. R. (2008). MiFID and a Changing Competitive Landscape. Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1117232>

De Bruyne, P., Herman, J., & De Schoutheete, M. (1974). *Dynamique de la recherche en sciences sociales : les pôles de la pratique méthodologique* (Vol. 39). Presses universitaires de France, P.215.

Eckert, E., & Kovalevska, O. (2021). Sustainability in the European Union : Analyzing the discourse of the European Green Deal. *Journal of risk and financial management*, 14(2), 80. <https://doi.org/10.3390/jrfm14020080>

Elkington, J. (2006). Governance for Sustainability. *Corporate Governance : An International Review*, 14(6), 522-529. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00527.x>

EUR-LEX - 32004L0039 - EN - EUR-LEX. (s. d.). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=celex%3A32004L0039>

EUR-LEX - 32017R0565 - EN - EUR-LEX. (s. d.). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=celex%3A32017R0565>

EUR-LEX - 32019R2088 - EN - EUR-LEX. (s. d.). <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj>

EUR-LEX - 32020R0852 - EN - EUR-LEX. (s. d.). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32020R0852>

EUR-LEX - 32022R1288 - EN - EUR-LEX. (s. d.). https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2022/1288/oj

EUR-LEX - 52019DC0640 - EN - EUR-LEX. (s. d.). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2019%3A640%3AFIN>

EUR-LEX - 52021DC0550 - EN - EUR-LEX. (s. d.). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=COM%3A2021%3A550%3AFIN>

Fiorino, D. J. (2006). *The new environmental regulation*. MIT Press (MA)

Finance durable : accord provisoire sur les obligations vertes européennes. (2023, 28 février). Consilium Europa. <https://www.consilium.europa.eu/fr/press/press-releases/2023/02/28/sustainable-finance-provisional-agreement-reached-on-european-green-bonds/>

Florini, A. (2003). *The Coming Democracy: New Rules for Running a New World*. Washington, DC: Brookings Institution Press

Gallastegui, I. G. (2002). The use of eco-labels : a review of the literature. *European Environment*, 12(6), 316-331. <https://doi.org/10.1002/eet.304>

Harbaugh, R., Maxwell, J. W., & Roussillon, B. (2011). Label Confusion: The Groucho Effect of Uncertain Standards. *Management Science*, 57(9), 1512–1527. <http://www.jstor.org/stable/41261913>

- Hawthorne, S. (2021, 6 juillet). Govt plans Green bonds issue, but should schemes take the plunge ? Pensions Expert. Consulté le 13 août 2023, à l'adresse <https://www.pensions-expert.com/ESG/Govt-plans-green-bonds-issue-but-should-schemes-take-the-plunge?ct=true>
- Hill, J. (2020). ESG, SRI, and impact investing. Dans *Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing*. <https://doi.org/10.1016/b978-0-12-818692-3.00002-5>
- Hobeika, S., Ponsard, J. P., & Poret, S. (2013). Le rôle stratégique d'un label dans la formation d'un marché. Le cas de l'ISR en France.
- Jevons W. S. & Flux A. W. (1965). The coal question; an inquiry concerning the progress of the nation and the probable exhaustion of our coal-mines (3d rev.). A.M. Kelley.
- Khachatryan, H. V. (2022). Divergence of ESG Ratings : Foreign Regulatory Trends. *Financial Journal*, 14(5), 89–104. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-5-89-104>
- Kooths, S. (2022). EU taxonomy : Mission impossible. *The Economists' Voice*, 19(2), 213-219. <https://doi.org/10.1515/ev-2022-0028>
- Larceneux, F. (2003). Segmentation des signes de qualité: labels expérimentiels et labels techniques. *Décisions Marketing*, 35-46.
- Liang, H., & Renneboog, L. (2020). Corporate social responsibility and sustainable finance : a review of the literature. *European Corporate Governance Institute–Finance Working Paper*, (701).
- Lourie, B., Shanthikumar, D. M., & Yoo, I. S. (2022). MiFID II and the Unbundling of Analyst Research from Trading Execution. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3684134> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3684134>
- Lucarelli, C., Mazzoli, C., Rancan, M., & Severini, S. (2020). Classification of Sustainable Activities: EU Taxonomy and Scientific Literature. *Sustainability (Basel, Switzerland)*, 12(16), 6460–. <https://doi.org/10.3390/su12166460>
- Lyon, T. P., & Montgomery, A. W. (2015). The Means and End of Greenwash. *Organization & Environment*, 28(2), 223–249. <https://www.jstor.org/stable/26164732>
- Mays, N, & Pope, C. (1995). Qualitative research: Observational methods in health care settings. *BMJ (Clinical research Ed.)*, 311(6998), p.43
- Megaeva, K., Engelen, P., & Van Liedekerke, L. (2021). A Comparative Study of European Sustainable Finance Labels. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3790435>
- Oxford English Dictionary (2010), 'Information, n.', Oxford English Dictionary, online version, Oxford: Oxford University Press.
- Quirici, M. C. (2023). IS THERE A RISK OF GREENWASHING IN THE APPLICATION OF THE EU SFDR IN THE SRI FUND INDUSTRY? SOME CRITICAL ISSUES. *Economic and Social Development: Book of Proceedings*, 187–196.
- Ramos, S. B., Cortez, M. C., & Silva, F. (2022). Divergence in mutual fund sustainability labelling. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4112227>
- Schlacke, S., Wentzien, H., Thierjung, E., & Köster, M. (2022). Implementing the EU Climate Law via the 'Fit for 55' package. *Oxford open energy*, 1. <https://doi.org/10.1093/ooenergy/oiab002>

- Serret, V. (2010) La labellisation des produits financiers éthiques: principes et limites.
- Siddi, M. (2016). The European Green Deal: Assessing Its Current State and Future Implementation. Helsinki: The Finnish Institute of International Affairs, Available online: www.fiia.fi/wp-content/uploads/2020/05/wp114_european-green-deal.pdf
- Siddi, M. (2021). Coping With Turbulence : EU Negotiations on the 2030 and 2050 Climate Targets. *Politics and Governance*, 9 (3), 327-336. <https://doi.org/10.17645/pag.v9i3.4267>
- Stenmark, D. (2001), 'The relationship between information and knowledge', *Proceedings of IRIS*, 24, 11–14.
- Vale, B., & Vale, R. (2010). Domestic Energy Use, Lifestyles and POE : Past Lessons for Current problems. *Building Research and Information*, 38(5), 578-588. <https://doi.org/10.1080/09613218.2010.481438>
- Van Campenhoudt, L., Marquet, J., & Quivy, R. (2017). *Manuel de recherche en sciences sociales-5e éd.* Dunod.
- Wolf, S., Teitge, J., Mielke, J., Schütze, F., & Jaeger, C. (2021). The European Green Deal — More Than Climate Neutrality. *Inter Economics*, 56(2), 99–107. <https://doi.org/10.1007/s10272-021-0963-z>
- Yeoh, P. (2019). MIFID II key concerns. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 27(1), 110-123. <https://doi.org/10.1108/jfrc-04-2018-0062>

Executive summary

Alors que notre planète a désespérément besoin d'un changement de paradigme, la finance durable émerge comme le véritable levier de la transition écologique. Au cours des dernières années, plusieurs outils cherchant à aider les investisseurs et les gestionnaires de fonds sont arrivés sur les marchés financiers. L'objectif de ces outils, à savoir, la réglementation européenne, les ratings ESG et les labels ESG, est de donner une vision plus claire du caractère durable des investissements menés par les fonds d'investissements. A travers des rencontres avec des professionnels de l'investissement en Europe, ce mémoire a pour but de savoir lequel de ces outils est le plus enclin à rediriger les flux de capitaux vers l'investissement durable. Pour ce faire, le point de vue des personnes interviewées a été mis en parallèle des éléments découverts dans la revue de littérature scientifique.

As our planet desperately requires a paradigm shift, sustainable finance emerges as the true catalyst for ecological transition. In recent years, several tools aimed at assisting investors and fund managers have surfaced in the financial markets. The goal of these tools, namely European regulations, ESG ratings, and ESG labels, is to provide a clearer perspective on the sustainability of investment funds for market professionals. Through interactions with investment experts in Europe, this dissertation aims to determine which of these tools is most inclined to redirect capital flows towards sustainable investment. To achieve this, the viewpoints of the interviewees have been juxtaposed with the findings uncovered in the scientific literature review.