

## **Analyse de l'intégration des critères ESG dans le secteur financier : impact sur la performance en Scandinavie et comparaisons avec le reste de l'Europe à travers le temps**

**Auteur :** Godfrin, Elise

**Promoteur(s) :** Hübner, Georges

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

**Diplôme :** Master en sciences de gestion, à finalité spécialisée en Banking and Asset Management

**Année académique :** 2023-2024

**URI/URL :** <http://hdl.handle.net/2268.2/21244>

---

*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.*

---

# ANALYSE DE L'INTÉGRATION DES CRITÈRES ESG DANS LE SECTEUR FINANCIER : IMPACT SUR LA PERFORMANCE EN SCANDINAVIE ET COMPARAISONS AVEC LE RESTE DE L'EUROPE À TRAVERS LE TEMPS

Jury:

Promoteur: HÜBNER Georges

Lectrice: MERNIER Lorren

Mémoire présenté par:

GODFRIN Elise

En vue de l'obtention du diplôme de Master en  
Banking & Asset Management

Année académique 2023/2024



## Remerciements

Bien que ce travail ait nécessité un investissement important, le sujet de l'intégration des critères ESG dans le secteur financier est non seulement d'une grande actualité, mais aussi essentiel. Il m'a vivement intéressé.

Je souhaite adresser mes remerciements aux personnes qui m'ont aidée dans la réalisation de ce mémoire.

En premier lieu, je tiens à remercier Monsieur Georges Hübner, professeur à HEC-Liège et promoteur de ce mémoire, pour ses conseils avisés et pour le temps qu'il m'a accordé.

En second lieu, je tiens à exprimer ma gratitude à Monsieur Laurent Bodson pour les discussions préliminaires qui ont contribué à la définition du sujet de mon mémoire

Ensuite, je souhaite remercier Madame Lorren Mernier, lectrice de ce mémoire, pour le temps qu'elle accorde à la lecture de mon mémoire

Enfin, je voudrais exprimer ma profonde reconnaissance aux membres de mon entourage, en particulier à Anne Wautelet, Amandine Thomas et Juliette Baps pour leur relecture attentive et pour leur soutien précieux, tant pour ce travail que tout au long de mes études.

## Table des matières

<b>Liste des abréviations</b> .....	<b>6</b>
<b>1. Introduction</b> .....	<b>7</b>
1.1 Cadre général de l'étude .....	7
1.2 Objectifs et motivation de la recherche .....	7
<b>2. Revue de littérature</b> .....	<b>9</b>
2.1 L'évolution du concept d'ESG .....	9
2.2 Théories sur les critères ESG .....	14
2.2.1 Définition des critères ESG .....	14
2.2.2 Cadre théorique .....	15
2.2.3 Intégration des critères ESG .....	17
2.3 Impact des critères ESG sur la performance financière .....	19
2.4 Cadre légal .....	22
2.5 Focus géographique .....	24
2.5.1 Les facteurs de l'avance scandinave en matière d'ESG .....	24
2.5.2 Différence entre les Pays Nordiques .....	26
2.5.3 Comparaison avec le reste de l'Europe .....	30
<b>3. Présentation des données</b> .....	<b>32</b>
3.1 Description des données financières .....	32
3.2 Description des données sur la durabilité .....	32
<b>4. Hypothèses</b> .....	<b>34</b>
<b>5. Méthodologie</b> .....	<b>36</b>
5.1 Collecte et préparation des données .....	36
5.2 Différence-en-Différence (Diff-in-Diff) .....	36
5.3 Régression quantile .....	37
5.4 Régression multiple combinée .....	38
5.5 Régressions séparées par région.....	39
<b>6. Résultats empiriques</b> .....	<b>40</b>
6.1 Différence-en-Différence (Diff-in-Diff) .....	40
6.1.1 ROA (Return on Assets) .....	40
6.1.2 ROE (Return on Equity) .....	41
6.1.3 Revenue Growth % .....	42
6.1.4 Beta .....	43
6.1.5 EPS (Earnings per Share) .....	44
6.1.6 Free Cash Flow per Share .....	45
6.2 Régression quantile .....	46
6.2.1 ROA .....	46
6.2.2 ROE .....	48
6.2.3 Revenue Growth % .....	50

6.2.4	Beta .....	53
6.2.5	Earnings per Share .....	55
6.2.6	Free Cash Flow per Share .....	57
<b>6.3</b>	<b>Régressions multiples.....</b>	<b>60</b>
6.3.1	ROA .....	60
6.3.2	ROE.....	60
6.3.3	Revenue Growth % .....	60
6.3.4	Beta .....	61
6.3.5	EPS (Earnings per Share).....	61
6.3.6	Free Cash Flow per Share .....	61
<b>6.4</b>	<b>Régressions séparées .....</b>	<b>62</b>
6.4.1	ROA (Return on Assets) .....	62
6.4.2	ROE (Return on Equity).....	65
6.4.3	Revenue Growth % .....	68
6.4.4	Beta .....	72
6.4.5	EPS (Earnings per Share).....	75
6.4.6	Free Cash Flow per Share .....	78
<b>7.</b>	<b><i>Synthèse des résultats .....</i></b>	<b>82</b>
<b>8.</b>	<b><i>Conclusion .....</i></b>	<b>84</b>
<b>9.</b>	<b><i>Références bibliographiques.....</i></b>	<b>85</b>
<b>10.</b>	<b><i>Annexes .....</i></b>	<b>102</b>
	Annexe 1: Return on Assets (Morningstar) .....	102
	Annexe 2: Return on Equity (Morningstar) .....	104
	Annexe 3: Revenue Growth % (Morningstar).....	106
	Annexe 4: Beta (Morningstar) .....	108
	Annexe 5: Earnings per Share (EPS) (Morningstar) .....	110
	Annexe 6: Free Cash Flow per Share (Morningstar) .....	112
	Annexe 7 : Score ESG (Eikon Refinitiv).....	114
	Annexe 8: Score ESG Combined (Eikon Refinitiv) .....	116
	Annexe 9: Sustainable Growth Rate (Morningstar).....	118
	Annexe 10: Sustainalytics ESG Risk Score (Morningstar).....	120
	Annexe 11 : Résultats de la régression multiple du ROA.....	122
	Annexe 12 : Résultats de la régression du ROE .....	124
	Annexe 13 : Résultats de la régression du Revenue Growth % .....	126
	Annexe 14 : Résultats de la régression du beta.....	128
	Annexe 15 : Résultats de la régression de l'EPS .....	130
	Annexe 16 : Résultats de la régression du FCF per Share.....	132
	<b><i>Executive Summary .....</i></b>	<b>134</b>

## Liste des abréviations

CDSB	Climate Disclosure Standards Board
COP	Conférence des Parties
CSC	Capture et Stockage du Carbone
D/E	Debt/Equity
DJSI	Dow Jones Sustainability Index
DSB	Danske Statsbaner
EFRAG	European Financial Reporting Advisory Group
EPS	Earnings per Share
ESG	Environnement, Social et Gouvernance
ESMA	European Securities and Markets Authority
FCF	Free Cash Flow
GES	Gaz à effet de serre
GIEC	Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat
GRI	Global Reporting Initiative
GSIA	Global Sustainable International Alliance
ISO	International Standard Organisation
ISS	Institutional Shareholder Services
ISSB	International Sustainability Standards Board
ISR	Investissement socialement responsable
KPI	Key Performance Indicators
NDC	New Distribution Capability
NECP	National energy and climate plans
NFRD	Non-Financial Reporting Directive
ODD	Objectifs de développement durable
OMD	Objectifs du Millénaire pour le Développement
ONU	Organisation des Nations Unies
PME	Petites et Moyennes Entreprises
PNUE	Programme des Nations Unies pour l'environnement
PRI	Principles for Responsible Investment
RBV	Resource-Based View
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
RSE	Responsabilité Sociétale des Entreprises
SASB	Sustainability Accounting Standards Board
SDG	Sustainable Development Goals
SGR	Sustainable Growth Rate
SIF	Social Investment Forum
TACRE	Toute Autre Chose Restant Égale
TCFD	Task Force on Climate-related Financial Disclosures
UE	Union Européenne
VRIN	Valorisables, Rares, Inimitables et Non substituables

# 1. Introduction

## 1.1 Cadre général de l'étude

L'intégration des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ci-après : « ESG ») dans les pratiques d'investissement est devenue une priorité majeure pour les entreprises et les investisseurs à travers le monde. Les critères ESG, qui incluent des considérations telles que la gestion des ressources naturelles, les pratiques de travail équitables, les droits de l'homme, et la structure de gouvernance des entreprises, sont de plus en plus utilisés pour évaluer la durabilité et l'impact éthique d'un investissement.

Le choix de ce sujet découle de l'importance significative de l'intégration des critères ESG dans le monde des affaires et de la finance. Les entreprises à l'échelle mondiale sont de plus en plus soumises à des pressions croissantes pour intégrer ces critères essentiels au sein de leurs opérations et de leur reporting financier. Historiquement, les investisseurs se concentraient principalement sur la maximisation des profits à court terme, souvent au détriment de considérations environnementales et sociales. Cependant, cette approche a évolué au cours des dernières décennies. Les crises financières, les scandales d'entreprise, et les préoccupations croissantes concernant le changement climatique et les inégalités sociales ont conduit à une réévaluation des priorités dans le monde de l'investissement. Aujourd'hui, les critères ESG sont perçus comme essentiels non seulement pour atténuer les risques mais aussi pour saisir des opportunités de création de valeur à long terme.

Ce mémoire se concentrera sur les pays scandinaves, comprenant la Suède, la Norvège, le Danemark et la Finlande, qui jouissent d'une réputation internationale pour leur engagement exemplaire en matière de durabilité et de responsabilité sociale des entreprises. Ces nations ont joué un rôle de pionniers en intégrant les critères ESG au cœur de leurs stratégies d'entreprise depuis plusieurs décennies. L'intérêt de cette recherche réside dans la compréhension de l'évolution de cette intégration dans les pays scandinaves, ainsi que dans l'évaluation de son impact sur la performance financière des entreprises de cette région. Les décisions stratégiques qu'elles prennent en matière de durabilité et de responsabilité sociale ont-elles des répercussions sur leur performance financière à long terme ?

Cette recherche s'inscrit dans le contexte théorique de la finance durable et de l'investissement responsable. Les nouvelles théories financières, contrairement à celles traditionnelles, mettent en avant le rôle central des critères ESG dans la création de valeur à long terme et dans la gestion des risques financiers. Les entreprises scandinaves, en avance dans l'intégration de ces critères, offrent une opportunité unique d'étudier ces théories en action.

## 1.2 Objectifs et motivation de la recherche

La motivation principale de cette recherche est de comprendre comment l'intégration des critères ESG influence la performance financière des entreprises scandinaves et de comparer ces résultats avec ceux d'autres régions européennes. Cette étude vise à fournir des preuves empiriques solides sur l'impact des critères ESG, en s'appuyant sur les données financières et ESG des entreprises.

Une dimension cruciale de cette recherche réside dans la comparaison entre la Scandinavie et le reste de l'Europe. Cette comparaison est motivée par plusieurs facteurs :

1. **Tradition d'intégration ESG** : La Scandinavie possède une longue tradition d'intégration des critères ESG, tandis que d'autres régions européennes ont adopté cette tendance plus



récemment. En comparant ces deux contextes, il est possible de mieux comprendre les avantages et les défis associés à l'intégration précoce des critères ESG.

2. **Performance financière** : Il est également essentiel d'évaluer si l'intégration précoce des critères ESG en Scandinavie a engendré une performance financière supérieure par rapport au reste de l'Europe. Cette comparaison contribuera à éclairer les pratiques ESG et leurs effets sur la performance financière à l'échelle européenne.
3. **Focus sur le secteur financier** : En outre, cette recherche se penchera spécifiquement sur le secteur financier, en reconnaissant son rôle clé dans l'économie et son exposition particulière aux risques ESG. En analysant les performances financières des institutions financières en Scandinavie par rapport au reste de l'Europe, elle cherchera à identifier les meilleures pratiques et à évaluer comment l'intégration des critères ESG peut influencer la solidité et la durabilité du secteur financier dans cette région distincte.

Plus spécifiquement, cette recherche vise à :

- Identifier les facteurs clés qui ont conduit au leadership des pays scandinaves en matière d'intégration des critères ESG.
- Évaluer l'impact de cette intégration sur la performance financière des entreprises scandinaves, en termes de rentabilité, de volatilité des actions et de gestion des risques financiers.
- Comparer l'intégration et l'impact des critères ESG en Scandinavie avec le reste de l'Europe, afin de comprendre les avantages et les défis associés à une adoption précoce de ces pratiques.

Cette étude contribuera à enrichir la littérature existante sur l'investissement responsable et offrira des insights précieux aux investisseurs, aux entreprises et aux décideurs politiques.

## 2. Revue de littérature

Avant de commencer cette étude, il est fondamental d'examiner la littérature existante afin de situer le sujet dans son contexte. Cette approche sera structurée en cinq parties.

La première partie concerne l'évolution du concept ESG. Elle retrace l'histoire des concepts de durabilité et d'investissement responsable, en mettant en lumière les principales étapes qui ont conduit à l'adoption des critères ESG dans le monde moderne.

La deuxième partie définit les critères ESG et explore les théories qui justifient leur intégration dans la gestion d'entreprise et le secteur financier. Elle présente également les concepts liés et offre un aperçu des fondements théoriques soutenant l'utilisation des critères ESG.

La troisième partie examine l'impact des critères ESG sur la performance financière des entreprises. Elle synthétise les résultats des études empiriques existantes, en identifiant les tendances et les conclusions générales qui en découlent jusqu'à présent.

La quatrième partie analysera le cadre légal en vigueur, en examinant les principales réglementations et directives européennes.

Enfin, la dernière partie propose une analyse géographique détaillée, en mettant en évidence les pratiques et les performances des pays scandinaves dans l'intégration des critères ESG, et en les comparant aux autres pays européens.

Cette revue de littérature permettra ainsi de bien orienter notre recherche en fournissant un cadre théorique solide, en récapitulant les connaissances actuelles sur le sujet, et en mettant en évidence les aspects qui nécessitent encore des investigations approfondies.

### 2.1 L'évolution du concept d'ESG

#### *Introduction*

Le concept d'ESG, bien que formellement introduit en 2004 par le Pacte mondial des Nations Unies, trouve ses racines dans des réflexions plus anciennes sur le développement durable et l'investissement responsable (Krantz, 2024). L'histoire de l'ESG est intimement liée aux évolutions du développement durable, de la responsabilité sociétale des entreprises (ci-après : « RSE ») et de l'investissement socialement responsable (ci-après : « ISR »).

#### *Les premiers pas*

Bien que sa définition reste floue et polysémique, le développement durable est devenu central dans les discours sur l'environnement. La définition la plus courante provient du rapport Brundtland de 1987 ("Notre avenir à tous"), qui décrit le développement durable comme « un développement répondant aux besoins du présent sans compromettre la capacité des générations futures à répondre aux leurs ». Cette notion trouve ses racines dans des réflexions anciennes sur l'accumulation des richesses et ses contradictions sociales et environnementales. Des économistes comme John Stuart Mill ont proposé l'idée d'un état stationnaire, où la croissance économique n'est pas nécessaire pour assurer le progrès social et la liberté individuelle.

La période des années 1960-70 est marquée par une montée de la conscience environnementale et sociale, avec des mouvements pour les droits civiques et contre la pollution qui prennent de l'ampleur. En 1962, la publication de "Silent Spring" par Rachel Carson met en lumière les effets nocifs des pesticides sur l'environnement, déclenchant une prise de conscience mondiale. En 1970, la première Journée de la Terre marque un tournant dans la sensibilisation publique aux questions environnementales. Ces événements ont contribué à l'émergence de la question environnementale comme un enjeu crucial.

Dans les années 1970, des publications comme le rapport du Club de Rome "Les limites à la croissance" (Meadows et al., 1972) mettent en évidence les dangers de la croissance économique illimitée pour l'environnement. Le concept de développement durable se présente alors comme une tentative de concilier objectifs économiques et environnementaux. Il s'inspire de pratiques anciennes de gestion des ressources naturelles, telles que la gestion forestière et des pêches, où la durabilité a toujours été un élément central. La stratégie mondiale de la conservation, développée par l'Union internationale pour la conservation de la nature, introduit l'idée de gestion durable des ressources naturelles pour le bénéfice des générations actuelles et futures.

Parallèlement à ces développements, les premières notions de RSE émergent dans les années 1950-60. En 1953, Howard Bowen, souvent cité comme le "père de la RSE", publie "Social Responsibilities of the Businessman", posant les bases théoriques de la RSE. Dans son ouvrage, Bowen développe l'idée selon laquelle les entreprises ont des responsabilités qui vont au-delà de la seule génération de profits pour les actionnaires. Il argue que les entreprises doivent également prendre en compte leur impact sur la société et l'environnement, une idée révolutionnaire pour l'époque. L'ouvrage de Bowen pose les bases pour des discussions futures sur la manière dont les entreprises peuvent contribuer positivement à la société. Il souligne l'importance de la transparence, de l'éthique et de la gestion responsable, des concepts qui deviendront centraux dans les pratiques RSE des décennies suivantes.

De plus, en 1984, Edward Freeman introduit le concept de parties prenantes (stakeholders), qui devient central dans les discussions sur la RSE.

Cette période est marquée par une prise de conscience croissante des enjeux sociaux et environnementaux liés à l'activité économique. Les entreprises commencent à être perçues non seulement comme des entités économiques, mais aussi comme des acteurs sociaux ayant des obligations envers la société. La notion de RSE se développe dans un contexte de préoccupations croissantes pour les droits civiques, l'équité sociale et la protection de l'environnement.

### *Structuration et normalisation*

À partir des années 1990, les critères ESG ont commencé à s'intégrer dans les stratégies d'investissement courantes. En 1995, le Social Investment Forum, un organisme américain de promotion de l'investissement socialement responsable (ci-après : « ISR »), a révélé que 639 milliards de dollars étaient investis selon des principes éthiques, indiquant une transition significative vers des investissements fondés sur des valeurs éthiques plutôt que sur le profit seul. Cette période marque une croissance notable de l'investissement éthique et la reconnaissance de l'importance d'intégrer des critères ESG dans les décisions financières.

Au cours de cette décennie, les entreprises ont commencé à publier des rapports sur leurs impacts environnementaux et sociaux, bien que les critères ESG ne soient pas encore formalisés. Un événement clé est l'introduction du concept de « Triple Bottom Line » par John Elkington dans son livre « Cannibals with Forks » (1997). Ce concept, également connu sous le nom de « Personnes, Planète, Profit », propose que les entreprises mesurent leur performance non seulement en termes de profit financier, mais aussi en termes d'impact sur les personnes et la planète.

En 1992, le Sommet de la Terre à Rio de Janeiro marque un tournant important dans la prise de conscience mondiale des enjeux environnementaux. Ce sommet voit l'adoption de l'Agenda 21, un plan d'action ambitieux visant à promouvoir le développement durable au 21<sup>e</sup> siècle. Durant cet événement majeur, les pays participants s'engagent à prendre des mesures concrètes pour protéger l'environnement, favoriser la justice sociale et assurer une croissance économique durable. Ces engagements posent les bases d'une coopération internationale renforcée pour un avenir plus respectueux de notre planète.

La fin des années 1990 voit la création des premiers indices de durabilité, comme le Dow Jones Sustainability Index en 1999. Ces indices permettent de suivre et de mesurer la performance des entreprises en matière de durabilité, ouvrant la voie à une intégration plus systématique des critères ESG dans les pratiques d'investissement et de gestion d'entreprise. Cette décennie marque ainsi le début d'une prise de conscience croissante de l'importance de la RSE et de l'investissement éthique, posant les bases des développements futurs dans ce domaine.

Parallèlement, la RSE commence à se structurer et à se normaliser grâce à l'apparition de standards et de certifications. Un événement clé de cette période est l'introduction de la norme ISO 14001 en 1996, qui établit un cadre international pour la gestion environnementale. Cette norme permet aux entreprises de mettre en place des systèmes de gestion environnementale efficaces, favorisant ainsi une approche systématique de la réduction de leur impact écologique.

Ces développements ancrent la responsabilité sociale dans les pratiques d'entreprise, en soulignant l'importance de la transparence et de l'amélioration continue dans la gestion des impacts sociaux et environnementaux.

### *Adoption massive*

Au début du 21<sup>e</sup> siècle, la RSE devient une pratique courante parmi les grandes entreprises. Un événement clé de cette période est le lancement du Pacte mondial des Nations Unies en 2000, qui incite les entreprises à adopter des pratiques durables et responsables. Ce pacte repose sur dix principes couvrant les droits de l'homme, les normes du travail, l'environnement et la lutte contre la corruption. Son objectif est de mobiliser un mouvement global d'entreprises et de parties prenantes afin de créer un avenir plus durable et inclusif.

Parallèlement, le développement de cadres de reporting comme le Global Reporting Initiative (ci-après : « GRI ») joue un rôle crucial dans cette évolution. Le GRI fournit des normes reconnues internationalement pour le reporting de la durabilité, couvrant un large éventail de sujets tels que l'impact environnemental, les droits de l'homme, les pratiques de travail et la gouvernance. Ces cadres aident les entreprises à mesurer et à communiquer leurs performances en matière de durabilité, améliorant ainsi la transparence et la responsabilité. Grâce à ces initiatives, les entreprises peuvent mieux évaluer et améliorer leurs efforts en matière de RSE, répondant ainsi aux attentes croissantes des parties prenantes en matière de pratiques d'affaires responsables.

Le tournant du millénaire a marqué une accélération de l'adoption des critères ESG. En 2000, les Objectifs du Millénaire pour le Développement (ci-après : OMD) ont été établis, posant les bases pour des discussions plus franches sur les facteurs ESG. Cette année-là a également vu la fondation du Carbon Disclosure Project, qui a encouragé les investisseurs institutionnels à demander des comptes aux entreprises concernant leur impact climatique, normalisant ainsi la pratique du reporting ESG.

En 2004, la formalisation du concept ESG devient une étape cruciale dans l'évolution de la RSE. L'initiative "Who Cares Wins", lancée par le Pacte mondial des Nations Unies, popularise le terme ESG et souligne l'importance des critères ESG pour les performances à long terme des entreprises. Le sous-titre du rapport, "connecter les marchés financiers à un monde en mutation", met en avant son objectif

de fournir des orientations aux institutions financières sur les questions ESG, considérées comme étroitement liées à une allocation efficace des ressources financières. Ce rapport est le fruit d'une initiative conjointe de 18 grandes institutions financières de 9 pays, encouragée par le Secrétaire général de l'ONU, Kofi Annan.

Au cours de la décennie suivante, plusieurs principes et cadres ont été créés pour guider les entreprises dans l'intégration et le reporting des facteurs ESG. Parmi eux, on trouve les Principes for Responsible Investment (ci-après : « PRI ») en 2006, le Climate Disclosure Standards Board (ci-après : « CDSB ») et le Sustainability Accounting Standards Board (ci-après : « SASB »). A noter également, la publication en 2010 de la norme ISO 26000 mise au point par 99 pays pendant 5 ans et qui fixe les lignes directrices relatives à la responsabilité sociétale des entreprises. Contrairement à d'autres normes ISO, l'ISO 26000 n'est pas destinée à être utilisée pour la certification, mais plutôt comme un guide pour aider les organisations à opérer de manière socialement responsable. Ces principes et cadres continuent d'être des références importantes pour les entreprises et les investisseurs.

Ces développements marquent une étape importante dans l'intégration des critères ESG dans les stratégies d'investissement, contribuant à une adoption massive de pratiques plus durables et responsables dans le monde des affaires.

### *Les avancées récentes et les défis actuels*

La dernière décennie a vu un paysage ESG en pleine évolution. En 2015, les Objectifs de développement durable (ci-après : « ODD ») ont remplacé les OMD, définissant dix-sept objectifs de durabilité et fixant un agenda global pour le développement durable avec l'espoir d'améliorer la qualité de vie et de réaliser un avenir plus durable d'ici 2030. Ceux-ci couvrent des domaines tels que la pauvreté, l'égalité, l'environnement, la paix et la justice. Les investisseurs ont continué à exiger des divulgations financières liées au climat, ce à quoi les régulateurs ont répondu avec de nouvelles exigences de reporting. Par exemple, la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (ci-après : « TCFD »), créée par le Conseil de stabilité financière en 2015, vise à améliorer et à accroître la divulgation d'informations financières liées au climat. Elle encourage les entreprises et les institutions financières à fournir des informations claires, complètes et de haute qualité sur les risques et opportunités liés au changement climatique.

Bien que la TCFD ait été dissoute après la publication de son rapport de situation en 2023, ses recommandations continuent d'influencer la transparence des marchés financiers concernant les enjeux climatiques. La société FinTech Position Green a récemment souligné l'importance de ce rapport final et la transition de la mission de la TCFD vers l'International Sustainability Standards Board (ci-après : « ISSB ») en 2024 (Jhaxell, 2023). L'ISSB continuera à promouvoir une divulgation financière cohérente et complète, essentielle pour évaluer les risques financiers liés au changement climatique et garantir la transparence des informations à travers les différentes régions.

Le rapport final de la TCFD a également mis en lumière plusieurs points importants. Par exemple, bien que 58 % des entreprises mondiales aient divulgué des informations conformes à au moins cinq des recommandations de la TCFD en 2022, seulement 4 % respectent l'ensemble des 11 recommandations. Il existe une lacune notable dans la divulgation des impacts financiers du changement climatique sur les stratégies commerciales et la planification financière. En outre, il a été observé que les informations climatiques sont moins souvent divulguées dans les documents financiers par rapport aux rapports annuels et aux rapports sur le développement durable. Cela souligne l'urgence pour les entreprises d'intégrer les questions climatiques dans leurs états financiers, un besoin accentué par les avertissements du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) sur les risques climatiques plus graves que prévu.

### *Impact de la pandémie*

La pandémie de COVID-19 en 2020 a été un véritable test pour l'engagement des entreprises envers les critères ESG. Il a été observé que les entreprises ayant une forte performance ESG étaient mieux préparées pour faire face à la crise, ayant déjà anticipé des perturbations potentielles et développé des systèmes de gestion des risques robustes. Les entreprises qui avaient intégré des pratiques ESG solides ont pu démontrer une plus grande résilience pendant la pandémie. Ces entreprises avaient souvent déjà mis en place des infrastructures permettant le télétravail, des pratiques de gestion de la santé et de la sécurité au travail efficaces, et des relations positives avec leurs parties prenantes, ce qui leur a permis de s'adapter rapidement aux nouvelles réalités imposées par la crise.

Les entreprises avec des scores ESG élevés ont non seulement mieux géré les risques immédiats associés à la pandémie, mais elles ont également bénéficié de la confiance accrue des investisseurs. Une étude de Moody's Investors Service a révélé que les investissements dans les produits ESG ont augmenté de 140 % en 2020, indiquant une forte préférence des investisseurs pour les entreprises qui prennent en compte les critères ESG dans leurs stratégies (Greenberg, 2021). Les investisseurs institutionnels ont intensifié leurs efforts pour encourager les entreprises à adopter des pratiques ESG. Par exemple, en 2020, BlackRock a exprimé son opposition à la direction de plusieurs entreprises en raison de leur insuffisance d'actions pour gérer les risques climatiques. Cette opposition se traduit par un vote contre certaines décisions ou propositions des entreprises, en raison de leur manque de mesures adéquates pour aborder les problématiques liées au climat (PRI, 2021). Ces actions montrent que les investisseurs voient les critères ESG comme essentiels non seulement pour des raisons éthiques, mais aussi pour assurer la durabilité et la résilience à long terme des entreprises.

Les entreprises et les investisseurs ont dépassé le point de non-retour concernant l'adoption des ESG, et ceux qui tardent à évoluer devront s'attendre à des discussions plus difficiles avec leurs actionnaires et autres parties prenantes. Les leçons tirées de la crise incluent la mise en lumière des inégalités sociales et des risques pour les travailleurs, l'accélération des tendances économiques telles que la digitalisation et la décarbonisation, et la confirmation que l'ESG est devenu un élément central et durable de la gestion des entreprises.

### *Évolution de l'ESG dans l'investissement*

L'intégration des critères ESG dans l'investissement a évolué de manière significative au fil des décennies. Cette évolution est due à une prise de conscience accrue des impacts sociaux et environnementaux des entreprises et à la reconnaissance de l'importance de la gouvernance d'entreprise pour la performance à long terme.

Les premières formes d'ISR apparaissent dans les années 1960-70 avec des mouvements de désinvestissement, marquant le début de l'investissement éthique. Un événement clé de cette période est le désinvestissement des entreprises impliquées dans l'apartheid en Afrique du Sud (Teoh, Welch, & Wazzan, 1999), soulignant un engagement éthique fort dans le choix d'investissement. Ce mouvement de désinvestissement a démontré que les investisseurs pouvaient utiliser leur pouvoir financier pour exercer une pression sur les entreprises et les gouvernements, les poussant à adopter des pratiques plus éthiques et responsables. Cette période a vu l'émergence de fonds ISR qui évitaient les secteurs controversés, tels que le tabac, l'alcool, et l'armement.

Dans les années 1990-2000, l'ESG s'est formalisé et a été reconnu internationalement. Le Domini 400 Social Index, introduit en 1990 et rebaptisé plus tard MSCI KLD 400 Social Index, a été le premier indice boursier composé de sociétés répondant à des normes d'excellence sociale et environnementale (MSCI, 2024). Des initiatives comme les Principes de l'Équateur en 2003, un standard de gestion des risques environnementaux et sociaux pour les projets financés par les grandes institutions financières, et la GRI en 1997, ont également vu le jour. Durant cette période, les premiers indices boursiers

intégrant des critères ESG, tels que le Dow Jones Sustainability Index lancé en 1999, ont permis de mesurer et de comparer les performances des entreprises sur ces critères. Le nombre de fonds ISR a augmenté, attirant une attention croissante des investisseurs institutionnels.

La décennie 2000-2010 a été une période de consolidation et de réglementation pour l'ESG. Le lancement en 2006 des Principes pour l'Investissement Responsable (ci-après : « PRI »), soutenus par les Nations Unies, a encouragé les investisseurs institutionnels à intégrer les critères ESG dans leurs décisions d'investissement. Parallèlement, des réglementations comme la Directive sur la publication d'informations non financières (ci-après : « NFRD ») en 2014 ont obligé les grandes entreprises à divulguer des informations sur leurs impacts sociaux et environnementaux. En 2002, le premier Exchange Traded Fund basé sur des critères d'investissement ESG a été créé, répondant à l'intérêt croissant des investisseurs (Rolland, 2019). Les pratiques d'investissement ont évolué avec un engagement actionnarial accru et une croissance continue des fonds ESG.

Entre 2010 et 2020, l'ESG a gagné en puissance et en généralisation. Les grandes institutions financières ont systématiquement adopté des critères ESG dans leurs processus d'investissement, tandis que des innovations dans les produits financiers, telles que les obligations vertes et les fonds thématiques ESG, ont émergé (EIB, 2022). L'Accord de Paris de 2015 a accentué le rôle crucial de la finance durable dans l'atteinte des objectifs climatiques. En réponse, des réglementations spécifiques, telles que le plan d'action pour la finance durable de l'Union Européenne (ci-après : « UE »), ont été instaurées. Cette période a également vu une accélération de la demande des investisseurs, notamment des « digital natives » et de la génération Z, davantage préoccupés par les enjeux sociaux et environnementaux. Les entreprises ont accru leurs efforts de transparence et de publication de rapports ESG pour répondre aux attentes des investisseurs et des régulateurs (Plessers, 2024).

À partir de 2020 et au-delà, l'ESG se dirige vers une finance durable intégrée. Des efforts sont faits pour harmoniser les standards ESG au niveau international afin de faciliter la comparaison et la cohérence des rapports. De nouvelles méthodes sont développées pour évaluer l'impact social et environnemental des investissements. L'utilisation des technologies, telles que l'intelligence artificielle et le big data, est de plus en plus répandue pour analyser les données ESG et prévoir les risques et opportunités. Les plateformes de notation et les fournisseurs de données ESG prolifèrent, aidant les investisseurs à prendre des décisions éclairées. L'importance accordée à la diversité et à l'inclusion au sein des conseils d'administration et aux politiques d'inclusion continue de croître, tout comme l'engagement des entreprises à répondre aux attentes des parties prenantes sur les questions ESG.

Le futur de l'ESG verra une standardisation et une régulation accrues des rapports à l'échelle mondiale, avec des réglementations plus strictes émanant d'organismes tels que la Securities and Exchange Commission aux États-Unis et l'Autorité européenne des marchés financiers en Europe.

L'intégration des critères ESG dans les décisions d'investissement et de gestion d'entreprise deviendra la norme, avec un accent sur la mesure de l'impact réel des pratiques et leur communication aux parties prenantes.

## **2.2 Théories sur les critères ESG**

### **2.2.1 Définition des critères ESG**

Selon Marszk et Lechman (2023), la caractéristique essentielle de l'investissement durable peut être définie comme « la prise en compte des facteurs ESG dans les décisions d'investissement, comprenant, mais sans s'y limiter, la sélection de titres (ou d'autres actifs), la gestion de portefeuille et toute recherche associée ». La clarté de cette définition met en évidence l'importance primordiale des

facteurs rassemblés sous l'acronyme ESG dans les stratégies d'investissement durable. Ainsi, il est impératif de définir clairement ce que recouvre l'ESG.

L'abréviation ESG désigne environnemental, social et de gouvernance. Chaque pilier aborde diverses questions et propose un objectif d'évaluation spécifique.

Le pilier environnemental met l'accent sur des enjeux tels que le changement climatique, la déforestation, la pollution atmosphérique et hydrique, l'exploitation des terres, et la diminution de la biodiversité. Ainsi, il juge les initiatives d'une entreprise en matière d'efficacité énergétique, d'émissions de gaz à effet de serre (ci-après : « GES), de gestion des déchets, d'utilisation de l'eau et des ressources. Parmi les diverses actions environnementales que les entreprises peuvent entreprendre, les plus répandues incluent la préservation de la biodiversité et de l'écologie, l'assurance d'une empreinte environnementale responsable, la réduction de l'impact des produits et de l'emballage, la diminution des émissions de carbone, la gestion des déchets, et la protection contre la maltraitance des animaux (Beattie, 2024) (Gendre, 2024).

Le pilier social englobe des éléments associés, tels que les politiques de genre, la protection des droits de l'homme, les normes du travail, la sécurité au travail et des produits, la santé publique, ainsi que la répartition des revenus. Tous ces éléments ont une incidence sur la satisfaction des employés. Parmi les diverses initiatives sociales que les entreprises peuvent mettre en œuvre, les plus courantes incluent la protection des droits de l'homme, la lutte contre le travail des enfants, l'engagement des parties prenantes, la préservation de la diversité, la promotion de l'égalité des chances, la sauvegarde de la vie privée et des données, le soutien lors de crises humanitaires, le renforcement du développement communautaire, le support en matière de sécurité, d'éducation et de santé des employés, ainsi que la promotion de l'équilibre entre vie professionnelle et vie privée (Beattie, 2024) (Gendre, 2024).

En dernier lieu, le pilier de la gouvernance est associé à des éléments tels que l'indépendance du conseil d'administration, les droits des actionnaires, la rémunération des dirigeants, les processus de contrôle, les pratiques anticoncurrentielles, et le respect de la loi. Une gouvernance d'entreprise solide assure une transparence et une responsabilité accrues, minimisant ainsi les risques de corruption et de mauvaise gestion. De plus, des pratiques de gouvernance efficaces favorisent l'alignement des intérêts entre les dirigeants et les actionnaires, améliorant ainsi la prise de décision stratégique et la performance à long terme de l'entreprise (Beattie, 2024) (Gendre, 2024).

## **2.2.2 Cadre théorique**

L'intégration des critères ESG dans les pratiques d'investissement est fondée sur la conviction que ces critères peuvent influencer positivement la performance financière des entreprises. Plusieurs théories économiques et financières mettent en lumière les liens entre les pratiques ESG et la performance financière, en voici quelques exemples.

### **1. Théorie des parties prenantes**

Développée par Freeman (1984) dans son ouvrage "Strategic Management: A Stakeholder Approach", il décrit comment les entreprises doivent prendre en compte non seulement les intérêts de leurs actionnaires, mais aussi ceux de toutes les parties prenantes, y compris les employés, les clients, les fournisseurs, les communautés locales et l'environnement. Cette approche permet d'améliorer les relations, de réduire les conflits potentiels, et de renforcer la réputation de l'entreprise.



Freeman a critiqué la théorie classique de la maximisation de la valeur pour les actionnaires, la jugeant inadéquate face aux changements socio-économiques des années 1980. Il a préconisé une prise en compte plus large des parties prenantes, intégrant non seulement les actionnaires, mais aussi d'autres acteurs comme les compétiteurs et les médias. Cette approche permet de mieux gérer l'environnement de l'entreprise pour créer de la valeur pour tous les acteurs concernés.

Freeman définit les parties prenantes comme « tout groupe ou individu pouvant affecter ou être affecté par les objectifs de l'entreprise » (Freeman, 1984). Une gestion efficace des relations avec ces parties prenantes permet d'acquérir des ressources critiques, telles que des talents de qualité et des capitaux financiers, favorisant ainsi une performance supérieure.

Selon la théorie des parties prenantes, l'objectif de l'entreprise est de générer de la valeur pour l'ensemble de ses parties prenantes. Cette approche va au-delà de la simple maximisation des profits pour les actionnaires et cherche à équilibrer les intérêts communs des différents groupes. La gestion optimale d'une entreprise ne doit pas reposer sur un compromis entre les différentes parties prenantes, mais plutôt sur l'harmonisation de leurs intérêts communs. Satisfaire pleinement l'ensemble des parties prenantes est le moyen le plus efficace d'obtenir des résultats à long terme (Freeman, 2010).

L'intégration des critères ESG est un exemple concret de cette théorie en action. Les entreprises qui adoptent ces critères peuvent attirer et retenir des employés de qualité, renforcer la fidélité des clients et améliorer la confiance des investisseurs. Une bonne réputation en matière de RSE peut aussi réduire le coût du capital en attirant des fonds d'investissement axés sur la durabilité.

Cette approche est devenue essentielle pour décrire, gérer et évaluer la RSE. Elle place les obligations éthiques et morales au cœur de la stratégie d'entreprise, encourageant les entreprises à aligner leurs objectifs stratégiques avec les attentes des parties prenantes pour créer de la valeur à long terme (Bingham et al., 2010). Une telle gestion permet de répondre aux besoins divers des parties prenantes tout en assurant une performance financière durable (Erhemjamts & Huang, 2019).

## 2. Théorie de l'agence

Introduite par Jensen et Meckling (1976), la théorie de l'agence examine les conflits d'intérêts entre les différentes parties impliquées dans une entreprise. Cette théorie repose sur l'idée que les dirigeants peuvent avoir des objectifs divergents de ceux des actionnaires, ce qui peut mener à des comportements qui ne maximisent pas la valeur pour les actionnaires.

Il existe deux types de conflits d'agence :

1. *Conflit Principal-Agent (Type I)* : Ce conflit survient lorsque les dirigeants, qui gèrent les opérations quotidiennes de l'entreprise, prennent des décisions qui favorisent leurs propres intérêts plutôt que ceux des actionnaires. L'asymétrie d'information, où les dirigeants possèdent plus d'informations que les actionnaires, est une cause clé de ces conflits. Pour atténuer ce problème, des mécanismes de gouvernance tels que des contrats de rémunération basés sur la performance, une surveillance renforcée par le conseil d'administration, et une transparence accrue sont essentiels pour aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. L'intégration des critères ESG, en particulier ceux liés à la gouvernance, renforce la transparence et la responsabilité, réduisant ainsi les comportements opportunistes (Eccles et al., 2014).
2. *Conflit Principal-Principal (Type II)* : Ce type de conflit survient dans les entreprises où la propriété est concentrée, par exemple dans les entreprises familiales. Les actionnaires majoritaires peuvent prendre des décisions qui privilégient leurs propres intérêts au détriment des actionnaires minoritaires, comme des transactions avec des parties liées ou des politiques

de rémunération excessives. L'intégration des critères ESG peut aider en assurant une plus grande transparence et en promouvant des pratiques de gouvernance équitables (La Porta et al. 2000).

L'intégration des critères ESG dans la gestion d'entreprise peut atténuer les conflits d'agence en alignant les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. Les entreprises qui adoptent des pratiques de gouvernance robustes et transparentes gagnent la confiance des investisseurs, attirent des capitaux à long terme, et sont perçues comme moins risquées et plus stables. De plus, les entreprises bien notées en matière de RSE bénéficient d'une meilleure réputation, d'une plus grande fidélité des clients, et d'un engagement accru des employés, ce qui contribue à la croissance à long terme de l'entreprise (Freeman, 1984; Greening & Turban, 2000).

### 3. Théorie des ressources et capacités

Développée par Barney (1991), la théorie des ressources et capacités (Resource-Based View, RBV) suggère que les entreprises peuvent obtenir un avantage concurrentiel durable en développant et exploitant des ressources et des capacités uniques et précieuses. Cette théorie repose sur l'idée que les différences de performance entre les entreprises sont dues à la possession et à la gestion de ressources stratégiques spécifiques. Ainsi, les ressources internes jouent un rôle crucial dans la performance compétitive et financière d'une entreprise.

La RBV met en avant quatre caractéristiques principales des ressources et capacités stratégiques, connues sous l'acronyme VRIN : valorisables, rares, inimitables et non substituables.

L'intégration des critères ESG peut être analysée à travers le prisme de la RBV. Les pratiques ESG sont considérées comme des ressources intangibles précieuses offrant des avantages concurrentiels durables. Par exemple, les entreprises adoptant des pratiques durables et responsables peuvent attirer et retenir des talents, améliorer leur réputation, et renforcer leur résilience face aux changements réglementaires et environnementaux.

La théorie des ressources et capacités offre un cadre précieux pour comprendre comment les entreprises peuvent obtenir et maintenir un avantage concurrentiel durable. En intégrant les critères ESG, les entreprises transforment ces pratiques en ressources stratégiques intangibles, renforçant ainsi leur compétitivité et leur résilience face aux défis économiques et environnementaux. Cette synergie entre la RBV et les critères ESG permet de répondre aux attentes des parties prenantes tout en assurant une performance durable et éthique.

#### **2.2.3 Intégration des critères ESG**

Dans son premier rapport, publié en 2014, la Global Sustainable Investment Alliance (ci-après : « GSIA ») a examiné le paysage mondial de l'investissement durable et a regroupé les différentes approches en sept stratégies spécifiques :

1. *Best-in-Class* : Cette approche consiste à investir dans les entreprises qui se distinguent positivement en matière d'ESG par rapport à leurs pairs. On privilégie les entreprises les mieux notées dans chaque secteur.

2. *ESG Integration* : Cette approche consiste à intégrer systématiquement les critères ESG dans le processus d'analyse financière. Les investisseurs évaluent les risques et opportunités ESG lors de la sélection des actifs.
3. *ESG Voting* : Les investisseurs utilisent leur droit de vote lors des assemblées générales pour soutenir les résolutions ESG. Ils influencent ainsi les décisions des entreprises sur des questions telles que la durabilité, la diversité et la transparence.
4. *Exclusions* : Cette approche consiste à exclure certaines entreprises ou secteurs controversés (par exemple, armement, tabac, énergies fossiles) du portefeuille. Elle repose sur des valeurs éthiques ou morales.
5. *Impact Investing* : L'objectif ici est de générer un impact social ou environnemental positif tout en obtenant des rendements financiers. Les investisseurs ciblent des projets spécifiques, tels que les énergies renouvelables ou l'accès à l'eau potable.
6. *Norms-Based Screening* : On évalue les entreprises en fonction de leur conformité aux normes internationales (par exemple, les Principes directeurs de l'ONU pour les entreprises et les droits de l'homme). Les investisseurs évitent les entreprises en violation de ces normes.
7. *Sustainable Thematic Investments* : Cette approche se concentre sur des thèmes spécifiques, tels que le changement climatique, la santé, l'égalité des genres ou la technologie propre. Les fonds investissent dans des entreprises liées à ces domaines.

Ce mémoire mettra principalement l'accent sur la 2<sup>e</sup> stratégie, l'intégration ESG qui est définie comme « l'inclusion systématique et explicite des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance dans l'analyse financière » (GSIA, 2021).

Les investisseurs adoptent diverses approches pour accéder à des informations de qualité lors de leurs prises de décision en matière d'investissement. Contrairement à la tradition où ces décisions se fondaient uniquement sur la performance financière, elles englobent aujourd'hui des objectifs plus étendus, incluant les critères ESG. L'approche de l'ISR intègre "les facteurs ESG dans la recherche, l'analyse et le processus de sélection des titres au sein d'un portefeuille d'investissement afin de mieux capturer les rendements financiers à long terme pour les investisseurs et de bénéficier à la société en influençant le comportement des entreprises" (Eurosif, 2021).

Cette intégration croissante des critères ESG dans l'évaluation des performances des entreprises reflète l'importance grandissante de l'analyse ESG dans le processus d'investissement. Les professionnels de l'investissement sont de plus en plus motivés à prendre en compte ces aspects dans leur analyse financière pour mieux comprendre les entreprises dans lesquelles ils investissent. Cette tendance traduit une préoccupation croissante pour la durabilité et la RSE, avec de plus en plus d'acteurs du marché intégrant ces critères dans leurs décisions d'investissement. Par ailleurs, de plus en plus de pays exigent des entreprises qu'elles rendent compte de leurs initiatives en matière de gestion ESG, renforçant ainsi la nécessité d'une transparence accrue dans ce domaine. Les entreprises doivent acquérir la capacité d'harmoniser leurs objectifs stratégiques avec les valeurs sociales et d'allouer de manière efficiente des ressources pour réaliser l'objectif de maintenir la gestion ESG.

Dans le contexte des politiques d'intégration, les notations ESG servent de critère de sélection pour repérer les entreprises qui excellent dans ces domaines et éliminer celles qui ne le font pas. En effet, ces facteurs sont aujourd'hui reconnus comme des éléments d'évaluation d'importance mondiale de la valeur d'une entreprise, allant au-delà des considérations financières.

L'intégration des critères ESG est devenue essentielle pour évaluer la performance durable des entreprises. Ces critères permettent de surveiller et de contrôler les impacts des activités commerciales sur l'environnement interne et externe. Selon "Frontiers in Environmental Science" (2023), la majorité des études sur l'intégration des critères ESG utilise des données au niveau des

entreprises et emploie des analyses de régression pour examiner l'impact sur la performance de durabilité corporative. Ces méthodologies aident à identifier et gérer les risques et opportunités liés aux critères ESG, visant à améliorer la performance d'investissement à long terme et la durabilité.

L'intégration des critères ESG dans les processus de prise de décision d'investissement et d'affaires offre des informations quantitatives et qualitatives sur les pratiques de durabilité des entreprises et leur impact potentiel sur diverses parties prenantes. Cela inclut des mesures telles que les émissions de carbone, l'utilisation de l'eau, la diversité des employés, les pratiques de travail, la diversité des conseils et la rémunération des dirigeants (Frontiers in Environmental Science, 2023).

Bien que les critères ESG gagnent en importance dans les stratégies d'entreprise, des lacunes persistent dans la recherche, notamment en ce qui concerne l'implication des travailleurs et les approches méthodologiques confirmatoires. La littérature existante tend à se concentrer principalement sur la perspective des entreprises, souvent au détriment de la participation active des employés dans la mise en œuvre des initiatives ESG. Cette focalisation restreinte limite la compréhension globale des impacts des pratiques ESG sur la performance organisationnelle durable (De Souza Barbosa et al., 2023).

Les entreprises adoptent des systèmes de gestion liés aux critères ESG pour intégrer les éléments de la Triple Bottom Line, répondre aux besoins des parties prenantes et atténuer les risques. Cela souligne que les critères ESG ne doivent pas seulement être vus comme un coût, mais peuvent également apporter des avantages significatifs et constituer un avantage concurrentiel.

En somme, l'intégration des critères ESG est cruciale pour assurer une performance durable et éthique des entreprises. Cela permet non seulement de gérer les risques environnementaux, sociaux et économiques, mais aussi de répondre aux attentes croissantes des investisseurs, des employés et des consommateurs en matière de durabilité et de RSE.

### **2.3 Impact des critères ESG sur la performance financière**

De nombreuses études empiriques ont analysé l'impact des critères ESG sur la performance financière des entreprises. Les résultats de ces études montrent que l'intégration des critères ESG peut influencer positivement divers indicateurs de performance financière. Toutefois, établir un lien clair et univoque entre performance ESG et performance financière reste complexe, notamment en raison des difficultés à isoler les impacts ESG et du phénomène de greenwashing dans le secteur financier.

Par exemple, une méta-analyse réalisée par Revelli et Viviani (2015) sur 85 études a découvert une corrélation positive dans environ la moitié des cas. Par ailleurs, Friede, Busch et Bassen (2015) ont analysé plus de 2000 études empiriques, trouvant une corrélation positive dans environ 90% des cas. Quant à Eccles, Ioannou et Serafeim (2014), eux, ont conclu que les entreprises ayant de bonnes performances ESG surpassent celles ayant des performances ESG plus faibles en termes de rendements boursiers et de rentabilité.

L'étude de Fu et Li (2023) explore cette relation en tenant compte du rôle modérateur de la transformation numérique. Les auteurs expliquent que les considérations ESG sont devenues cruciales dans le marché financier, car elles représentent des manifestations concrètes du développement durable au sein d'un secteur. De nombreux dirigeants d'entreprises adoptent les préoccupations ESG comme stratégie importante pour améliorer leur performance financière. Leur étude utilise des entreprises cotées en Chine entre 2015 et 2021 pour tester ce mécanisme. Une analyse de régression a montré que les critères ESG affectent positivement et significativement la performance financière des entreprises, mesurée par le ROA (Return on Assets). De plus, la transformation numérique amplifie cet effet bénéfique. Les résultats montrent également que l'effet positif des critères ESG sur la

performance financière diminue progressivement avec le temps. En particulier, les entreprises polluantes bénéficient davantage de l'effet amplificateur des critères ESG sur leur performance financière, comparativement aux entreprises non polluantes, en raison de la pression publique accrue qu'elles subissent (Fu & Li, 2023).

Une autre étude notable, publiée par Koundouri et al. (2022), se penche sur l'impact des critères ESG en se concentrant sur un échantillon des 50 principales entreprises européennes en termes de performance ESG, inscrites dans l'indice STOXX Europe ESG Leaders 50. L'étude utilise plusieurs indicateurs financiers pour évaluer la performance des entreprises, notamment le Beta, le ratio Dette/Capitaux propres (D/E), la marge bénéficiaire, le ROA et le ROE (Return on Equity).

Les résultats montrent que les entreprises ayant une bonne performance ESG tendent à avoir un Beta inférieur, indiquant un risque d'équité relativement plus faible. Cela signifie que les entreprises performantes en ESG sont généralement moins volatiles et donc moins risquées pour les investisseurs. Cependant, cette observation ne s'applique pas aux entreprises du secteur automobile. Le ratio D/E, qui mesure l'effet de levier financier d'une entreprise, est à des niveaux similaires, quelle que soit la performance ESG des entreprises, sauf pour le secteur des médias où les leaders ESG montrent un effet de levier plus élevé. Cela suggère que la performance ESG n'a pas d'impact critique sur l'efficacité de la structure de capital ou la capacité de levée de fonds des entreprises.

Le ROA mesure la rentabilité d'une entreprise par rapport à ses actifs totaux. L'analyse a révélé une supériorité claire dans la rentabilité des entreprises ayant une bonne performance ESG dans tous les secteurs étudiés. Cela concorde avec d'autres études qui suggèrent un impact positif de la performance ESG sur le ROA. Le ROE, un indicateur de la rentabilité des capitaux propres des actionnaires, suit une tendance similaire au ROA. Les entreprises avec une bonne performance ESG affichent un ROE supérieur. Même dans les secteurs avec des rendements négatifs, comme l'énergie, les leaders ESG montrent des rendements moins négatifs. En revanche, la marge bénéficiaire, qui mesure la différence entre le revenu des ventes et le coût des ventes, ne montre pas une relation claire avec la performance ESG. Cette relation varie selon les secteurs, suggérant que d'autres facteurs sectoriels peuvent influencer cette mesure de rentabilité.

De plus, une étude de Kim et Li (2021) a examiné la relation entre les facteurs ESG et la performance financière des entreprises. Ils ont trouvé un effet positif des facteurs ESG sur la rentabilité des entreprises, en particulier pour les grandes entreprises. Parmi les différentes catégories ESG, la gouvernance d'entreprise a l'impact le plus significatif, notamment pour les entreprises avec une gouvernance faible. L'étude a également révélé que les variables ESG influencent généralement de manière positive la notation de crédit, le facteur social ayant l'impact le plus significatif. Cependant, de manière surprenante, un meilleur score environnemental est associé à une baisse de la notation de crédit (Kim & Li, 2021).

L'étude de Li et al. (2021) apporte une vue d'ensemble des recherches sur l'ESG, en mettant en lumière les tendances et les lacunes actuelles. Ils constatent que l'adoption des critères ESG dans les décisions d'investissement est cruciale pour le développement durable. Leur analyse montre que les critères ESG jouent un rôle clé dans la prévention des risques et l'amélioration des performances économiques à long terme. En outre, ils soulignent que l'interaction entre les dimensions environnementale, sociale et de gouvernance doit être davantage explorée pour mieux comprendre les impacts globaux des pratiques ESG (Li et al., 2021).

Une méta-analyse de 2015 par Friede et al., synthétisant les résultats de plus de 2000 études, a montré que les critères ESG sont positivement corrélés à la performance financière dans 62,6 % des cas et négativement dans moins de 10 % des cas. Environ 90 % des études analysées montrent une relation non négative, avec une majorité indiquant un effet favorable sur les rendements financiers. Cet impact positif se révèle stable au fil du temps et est particulièrement prononcé dans certaines régions, telles que l'Amérique du Nord et les marchés émergents, ainsi que dans des classes d'actifs spécifiques

comme les obligations d'entreprises et l'immobilier vert. Toutefois, il est important de noter que les études portant sur des portefeuilles, tels que les fonds communs de placement ESG, tendent à montrer des résultats plus neutres ou mitigés, probablement en raison de facteurs de distorsion tels que les coûts de gestion et les risques idiosyncratiques. Ces conclusions renforcent l'idée que l'intégration des critères ESG ne se contente pas de répondre aux préoccupations éthiques ou réglementaires, mais qu'elle constitue également un levier stratégique pour améliorer la performance financière à long terme.

Robeco (2024) explore le lien entre ESG et performance des investissements. Les portefeuilles ESG présentent généralement une volatilité plus faible, ce qui indique une gestion de risque plus efficace. L'auteur souligne que l'impact des critères ESG varie selon les secteurs, certains étant plus sensibles aux risques environnementaux, sociaux et de gouvernance que d'autres. Une explication du lien moins solide entre l'ESG et les rendements des portefeuilles est que de nombreuses stratégies d'investissement ESG ne se concentrent pas sur les informations financièrement importantes. L'auteur ajoute que les critères ESG doivent « avoir un impact significatif sur le modèle économique et les moteurs de valeur d'une entreprise, tels que la croissance du chiffre d'affaires, les marges, les capitaux nécessaires ou les risques » (Robeco, 2024).

Les préférences des investisseurs orientés vers la durabilité peuvent également influencer les résultats en matière de performance. Certains investisseurs sont motivés par des objectifs autres que les seuls profits, préférant des investissements alignés avec leurs valeurs personnelles, ce qui peut inclure l'exclusion de certains types d'actions, comme les "sin stocks" (tabac, armes, etc.), même si cela implique des sacrifices en termes de rendement. D'autres investisseurs à impact cherchent activement à orienter leurs portefeuilles vers des entreprises qui adhèrent à des valeurs plus exigeantes, telles que la lutte contre la crise climatique ou les inégalités.

Robeco (2024) utilise l'ESG pour générer de l'alpha et protéger contre les risques baissiers. La stratégie Robeco Sustainable Global Stars Equities a montré que l'intégration des critères ESG a joué un rôle positif dans 22 % de sa performance totale entre 2017 et 2022. Cela signifie que 22 % de la performance de cette stratégie d'investissement peut être attribuée à l'utilisation des critères ESG. Leurs stratégies obligataires appliquent l'analyse ESG pour se protéger contre le risque baissier, avec un impact significatif dans 29 % des cas en 2022.

L'accroissement rapide du volume de données accessibles a permis à Robeco de concevoir des modèles algorithmiques capables d'exploiter des signaux de durabilité financièrement pertinents. Ces modèles optimisent le profil risque-rendement des portefeuilles en tenant compte des préférences des investisseurs, qui souhaitent non seulement réduire les risques et générer de l'alpha, mais aussi contribuer à un impact positif sur le monde réel. La vigilance et l'innovation continue sont nécessaires pour maintenir l'avantage en termes de performance, avec l'ajout de nouvelles sources de données, l'élaboration de nouveaux modèles et leur intégration dans les stratégies d'investissement.

En conclusion, l'intégration des critères ESG améliore généralement la performance financière des entreprises. Les études montrent que ces critères peuvent positivement influencer des indicateurs financiers comme le ROA et le ROE. La transformation numérique et les différences sectorielles jouent également un rôle important dans l'amplification de cet effet.

Cependant, l'impact des critères ESG sur les portefeuilles d'investissement est plus variable, bien qu'ils tendent à offrir une meilleure gestion des risques. En résumé, les critères ESG contribuent positivement à la gestion des risques et à la rentabilité à long terme des entreprises, mais leur influence peut varier selon les stratégies d'investissement et les secteurs d'activité.

## 2.4 Cadre légal

L'ESG est un cadre de référence de plus en plus important pour les entreprises et les investisseurs en Europe. Ce cadre est soutenu par divers règlements et directives au niveau de l'UE et dans les États membres. Voici un aperçu des principales réglementations liées à l'ESG en Europe.

### *L'Accord de Paris*

L'Accord de Paris, adopté lors de la COP 21 en décembre 2015, est un traité international contraignant visant à limiter le réchauffement climatique bien en dessous de 2°C par rapport aux niveaux préindustriels, avec une ambition de le restreindre à 1,5°C. Cet accord marque un engagement mondial sans précédent pour réduire les émissions de GES et s'adapter aux effets du changement climatique (UNFCCC, s. d). Chaque pays signataire doit soumettre des Contributions Déterminées au niveau National (NDC) tous les cinq ans, détaillant les actions prévues pour atteindre ces objectifs.

L'Accord prévoit également un soutien aux pays en développement, sous forme d'aide financière, technique et de renforcement des capacités, afin de les aider à atteindre leurs objectifs climatiques (Waskow, s. d.). Un bilan mondial (Global Stocktake) est réalisé tous les cinq ans pour évaluer les progrès collectifs, le premier ayant eu lieu en 2023, révélant la nécessité de politiques plus strictes pour rester sous la barre des 1,5°C (Gillod, 2023).

### *Pacte vert pour l'Europe (European Green Deal)*

À l'occasion de la COP 25 à Madrid, la Commission européenne a dévoilé son "Pacte vert pour l'Europe", un plan stratégique visant à faire de l'Europe le premier continent à atteindre la neutralité carbone d'ici 2050, en éliminant ses émissions nettes de GES. Proposé le 11 décembre 2019 sous l'impulsion de la présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, ce pacte constitue la réponse de l'UE pour respecter les objectifs fixés par l'Accord de Paris (Aplanet,2023).

L'UE s'est engagée à réduire ses émissions d'au moins 55 % d'ici 2030 par rapport aux niveaux de 1990. Cette réduction ambitieuse passe par une transition énergétique majeure, favorisant les énergies renouvelables, améliorant l'efficacité énergétique, et réduisant la dépendance aux combustibles fossiles. Les secteurs clés tels que l'industrie, les transports et la production d'électricité sont au centre des efforts de décarbonation.

En parallèle, le Pacte vert encourage le développement d'une économie circulaire, où les ressources sont gérées de manière plus efficace et durable, minimisant ainsi les déchets et la pollution. La préservation de la biodiversité est également une priorité, avec des initiatives visant à protéger et restaurer les écosystèmes européens, ainsi qu'à améliorer la qualité de l'air, de l'eau et des sols, tout en luttant contre la déforestation.

Une autre composante essentielle du Pacte est la stratégie "De la ferme à la table" (Farm to Fork), qui vise à rendre les systèmes alimentaires plus durables. Cela comprend la réduction de l'utilisation des pesticides, le soutien à l'agriculture biologique, et l'amélioration du bien-être animal.

Pour financer ces transformations, le Pacte vert prévoit plusieurs mécanismes, tels que le "Mécanisme pour une transition juste", qui vise à soutenir les régions et secteurs les plus impactés par cette transition vers une économie verte. Enfin, l'UE aspire à renforcer son rôle de leader mondial en matière de climat, en intégrant des normes environnementales strictes dans ses relations commerciales et diplomatiques.

### *La taxonomie verte*

Le règlement européen sur la taxonomie verte, adopté en juin 2020, est un cadre essentiel pour la finance durable en Europe. Il établit une classification des activités économiques selon des critères scientifiques pour guider les investisseurs vers des investissements écologiquement durables.

La taxonomie s'articule autour de six objectifs environnementaux : l'atténuation du changement climatique, l'adaptation au changement climatique, l'utilisation durable et protection des ressources aquatiques et marines, la transition vers une économie circulaire, la prévention et le contrôle de la pollution et la protection de la biodiversité. Une activité est considérée "verte" si elle contribue de manière substantielle à l'un de ces objectifs, ne nuit pas aux autres, et respecte les garanties sociales minimales. Ce cadre vise à renforcer la transparence et à orienter les investissements vers des activités soutenant la transition écologique.

### *Le SFDR*

Le Règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, en anglais Sustainable Finance Disclosure Regulation, entré en vigueur le 10 mars 2021, constitue une avancée significative en matière de transparence des pratiques d'investissement au sein de l'Union Européenne. Contrairement à une directive, le SFDR, en tant que règlement, est directement applicable dans tous les États membres de l'UE, sans devoir être transposé dans les États membres, garantissant une harmonisation immédiate et uniforme des obligations de divulgation en matière de durabilité pour les acteurs financiers.

Ce règlement impose aux gestionnaires d'actifs, conseillers financiers et autres institutions financières de l'UE de divulguer de manière transparente comment ils intègrent les risques et les opportunités liés aux critères ESG dans leurs décisions d'investissement et conseils financiers. Les exigences de divulgation incluent la publication de politiques de durabilité, l'évaluation des impacts des investissements sur les facteurs ESG, ainsi que la manière dont les produits financiers atteignent leurs objectifs spécifiques de durabilité.

Bien que le SFDR soit juridiquement contraignant uniquement au sein de l'UE, son influence dépasse largement les frontières européennes. En effet, les entreprises non européennes qui souhaitent attirer des investisseurs de l'UE, doivent se conformer à ces exigences de transparence lorsqu'elles commercialisent leurs produits sur le marché européen. Cela a pour effet d'étendre l'impact du SFDR à l'échelle mondiale, influençant les pratiques des acteurs financiers internationaux qui cherchent à capter des capitaux européens.

Cette portée globale contribue également à l'évolution des marchés financiers internationaux, qui adaptent progressivement leurs pratiques pour répondre aux exigences de durabilité croissantes. Toutefois, la mise en œuvre du SFDR présente des défis considérables, notamment en ce qui concerne la complexité des obligations de reporting et la variation des pratiques de divulgation entre les différents acteurs financiers. Cela met en évidence la nécessité de lignes directrices harmonisées et de normes techniques pour améliorer la qualité et la cohérence des données divulguées.

En termes d'application, la directive concerne principalement les entreprises ayant plus de 1 000 employés et un chiffre d'affaires dépassant 450 millions d'euros. Les entreprises non conformes peuvent faire face à des sanctions sévères, y compris des amendes pouvant aller jusqu'à 5 % de leur chiffre d'affaires mondial, ainsi qu'à des responsabilités civiles en cas de manquements.

Cette directive marque une étape importante vers une économie plus durable et responsable, en alignant les pratiques des entreprises sur des objectifs environnementaux et sociaux stricts.



## *L'EUGBS*

Le European Green Bond Standard (ci-après : « EUGBS »), entré en vigueur le 20 décembre 2023 et applicable à partir du 21 décembre 2024, marque un tournant dans la réglementation des marchés financiers durables en Europe. Une fois en vigueur, le EUGBS offrira un cadre juridique clair et standardisé aux entreprises et aux entités publiques souhaitant lever des fonds via des obligations vertes.

Ces standards fournissent aux émetteurs un outil essentiel pour démontrer leur engagement envers des projets respectant la taxonomie européenne, ce qui facilitera l'évaluation de la durabilité des investissements par les acheteurs d'obligations. En outre, le EUGBS joue un rôle crucial dans la lutte contre le greenwashing, en garantissant que les fonds levés sont effectivement dirigés vers des initiatives écologiquement durables.

En plus des réglementations au niveau de l'UE, plusieurs pays européens ont mis en place leurs propres réglementations ou renforcé les exigences nationales pour l'intégration des critères ESG.

Ces cadres réglementaires en constante évolution reflètent la montée en puissance des enjeux ESG dans la législation européenne, incitant les entreprises à adopter des pratiques plus durables et responsables.

## **2.5 Focus géographique**

Les pays scandinaves sont reconnus pour leur avancée en matière de durabilité, occupant les premières places dans l'indice SDG 2020 pour leur progression vers les ODD. Ils se distinguent également dans le classement ESG de l'Institutional Shareholder Services (ci-après : « ISS »), notamment pour leur excellence en éducation, santé, et infrastructures sociales. La Suède et la Finlande se démarquent dans les domaines du changement climatique et de l'énergie, tout comme la Norvège et l'Islande, illustrant leur leadership en matière de pratiques durables et d'engagement énergétique.

### **2.5.1 Les facteurs de l'avance scandinave en matière d'ESG**

#### *Législation et réglementation*

Les pays scandinaves ont mis en place davantage de lois et de réglementations strictes en matière d'ESG par rapport au reste de l'Europe. Des règlements contraignants ont été adoptés pour encourager la transparence, la responsabilité des entreprises et la divulgation des informations ESG. Cela crée un cadre juridique favorable à l'investissement durable et encourage les entreprises à adopter des pratiques commerciales durables.

#### *Incitations fiscales*

Les gouvernements scandinaves offrent des incitations fiscales pour les investissements durables. Par exemple, certains pays scandinaves permettent aux entreprises et aux particuliers de déduire une partie de leurs investissements dans les projets d'énergies renouvelables de leur revenu imposable. Cela réduit leur charge fiscale et stimule les investissements dans les sources d'énergie verte. En Norvège, des crédits d'impôt sont accordés pour les investissements dans les technologies vertes et les initiatives de réduction des émissions de carbone.

### *Sensibilisation et engagement*

Les pays scandinaves ont développé une culture d'investissement responsable et une sensibilisation accrue aux enjeux ESG. Ils ont mis en place des campagnes de sensibilisation et des programmes éducatifs visant à informer les investisseurs sur les enjeux ESG et les avantages de l'investissement durable. Cet engagement accru favorise une plus grande adoption des critères ESG dans les décisions d'investissement. Des initiatives comme le "Sustainable Finance Lab" en Suède et le "Forum pour une Finance Durable" en Finlande illustrent cet effort éducatif.

### *Implication des institutions financières*

Les banques et les institutions financières des pays scandinaves ont été pionnières dans l'intégration des critères ESG. Elles intègrent souvent des critères ESG dans leurs processus d'investissement et proposent des produits financiers axés sur le développement durable, tels que des fonds communs de placement verts ou des obligations vertes. Cette implication active des acteurs financiers stimule l'investissement ESG dans la région. Par exemple, le fonds souverain norvégien, l'un des plus grands au monde, inclut des critères ESG stricts dans ses décisions d'investissement.

### *Engagement des entreprises*

Les entreprises scandinaves sont à l'avant-garde de l'adoption des critères ESG et de la promotion de meilleures pratiques. Elles ont tendance à être en avance sur les questions ESG par rapport au reste de l'Europe. De nombreuses grandes entreprises scandinaves ont intégré les enjeux environnementaux et sociaux dans leurs stratégies commerciales et ont mis en œuvre des pratiques durables. Par exemple, des entreprises telles que Novo Nordisk, Vestas et Neste sont des leaders mondiaux dans leurs secteurs respectifs en matière de durabilité et d'investissement responsable. Ces entreprises servent de modèles pour le reste de l'Europe en démontrant comment l'intégration des critères ESG peut améliorer la performance financière.

### *Collaboration multi-acteurs*

Les pays scandinaves encouragent le dialogue entre les parties prenantes, y compris les entreprises, les investisseurs, les régulateurs et les organisations de la société civile. Cette approche multipartite permet d'élaborer des politiques et des normes communes, de partager les connaissances, d'identifier les défis et de collaborer pour trouver des solutions durables. Des forums et des initiatives comme le "Nordic Council of Ministers" facilitent cette collaboration.

### *Performance et renaissance*

Dans les pays nordiques, les entreprises se démarquent pour leur engagement envers la durabilité, se positionnant dans les cinq premières places selon l'Atlas de la Durabilité de Morningstar pour la Finlande, la Suède et le Danemark (Baselli, s. d.). Le Nasdaq Helsinki a été reconnu pour sa transparence exceptionnelle en matière de durabilité, menant le classement pour la seconde année consécutive. Concernant la rapidité de divulgation, le Nasdaq Copenhague et le Nasdaq Stockholm se sont distingués avec des délais respectifs de 73 et 98 jours, bien en dessous de la moyenne mondiale de 164 jours.

La reconnaissance des pays scandinaves dans les indices ESG reflète leur engagement de longue date pour le développement durable, tant sur le plan national qu'international. Cet engagement est souligné par des initiatives historiques et récentes, allant de la fondation du Programme des Nations Unies pour l'environnement (PNUE) en 1972 à des stratégies régionales pour le développement

durable. Leur collaboration vers l'Agenda 2030 est renforcée par des objectifs ambitieux de neutralité carbone, avec des engagements gouvernementaux forts et des actions locales concrètes, positionnant la Scandinavie comme un modèle de durabilité. Par exemple, la Finlande s'est engagée à devenir neutre en carbone d'ici 2035, avec des plans climatiques ambitieux au niveau municipal pour atteindre la neutralité carbone d'ici 2030. La Norvège, la Suède et l'Islande ont également fixé des objectifs de neutralité carbone ambitieux, et le Danemark a adopté une nouvelle loi sur le climat en 2020 visant à réduire les émissions de GES de 70 % d'ici 2030.

### **2.5.2 Différence entre les Pays Nordiques**

La Scandinavie abrite certaines des villes les plus durables au monde. Selon le Global Destination Sustainability Index de 2023, les quatre premières villes de ce classement sont Göteborg en Suède, Oslo en Norvège, Copenhague au Danemark et Helsinki en Finlande.

La Finlande, le Danemark et la Suède font partie des 21 États membres participant au Plan National pour l'Énergie et le Climat (NECP). Ce plan détaille les mesures pour atteindre les objectifs climatiques et énergétiques d'ici 2030, incluant des initiatives pour augmenter la part des énergies renouvelables, améliorer l'efficacité énergétique et réduire les émissions de GES (Tuddenham, 2024).

Les pays nordiques, bien que partageant un fort engagement envers les critères ESG, affichent des différences notables dans leur approche et leur intégration de ces critères, influencées par des contextes culturels, économiques et politiques distincts.

#### *Suède*

Au début des années 1990, la Suède a lancé une série de mesures visant à réduire les émissions de GES. Une des principales initiatives fut l'introduction d'une taxe carbone en 1991, qui a progressivement augmenté jusqu'à atteindre 120 €/tonne de CO2 en 2017, un record mondial. Cette taxe a prouvé son efficacité, permettant à la Suède de réduire ses émissions nationales de GES de 27 % depuis 1995. Cette réduction est principalement due à la transition du secteur du chauffage, où les combustibles fossiles ont été remplacés par des sources d'énergie renouvelable.

La Suède se distingue également par sa culture de consensus et de dialogue social, favorisant une approche inclusive dans la prise de décision impliquant diverses parties prenantes. Sur le plan économique, la Suède bénéficie d'une économie diversifiée et bien développée, avec une base industrielle solide permettant aux entreprises d'investir dans des initiatives ESG avancées. En Suède, les fonds de pension nationaux et l'Église jouent un rôle clé dans la promotion de l'ISR. Le marché suédois de l'ISR est bien développé, avec une forte adoption des critères ESG par les entreprises locales. Le cadre réglementaire suédois est particulièrement robuste, avec des politiques environnementales claires et un soutien gouvernemental actif pour encourager les pratiques durables et socialement responsables.

En 2013, Göteborg elle a innové en étant la première ville à émettre des obligations vertes, destinées à financer des projets de transition écologique. Ces initiatives ont permis de développer des infrastructures et des programmes centrés sur le climat, tels que des investissements dans des véhicules zéro émission et un projet de biogaz qui réduit les émissions de CO2 de 36 000 tonnes par an, selon l'ONU. Ce modèle inspire de nombreuses autres villes européennes à suivre son exemple.

Nous pouvons citer d'autres exemples :

- *Cadre de politique climatique* : Adopté en 2017, ce cadre comprend une loi sur le climat, des objectifs climatiques et un conseil de politique climatique. L'objectif à long terme est d'atteindre zéro émission nette de GES d'ici 2045. Ce cadre vise à fournir des signaux clairs et cohérents au marché et à d'autres acteurs pour assurer une stratégie climatique à long terme (Naturvårdsverket, 2024).
- *Objectifs environnementaux* : La Suède a établi un système d'objectifs environnementaux comprenant un objectif générationnel, 16 objectifs de qualité environnementale et plusieurs cibles intermédiaires. Ces objectifs guident l'ensemble des actions environnementales en Suède, impliquant de multiples niveaux de la société, y compris les autorités, les conseils administratifs des comtés, les municipalités et les entreprises (Naturvårdsverket, 2024).
- *Stockholm Royal Seaport* : Cette initiative de quartier écologique comprend des milliers de logements respectueux de l'environnement, utilisant le biogaz produit à partir de déchets alimentaires et fournissant des bornes de recharge pour voitures électriques. Le Seaport teste également un réseau énergétique intelligent en partenariat avec des entreprises énergétiques, des universités et des constructeurs de logements (sweden.se, 2023).
- *Transports durables* : Stockholm a investi massivement dans les transports publics, avec l'ensemble du système de métro fonctionnant à l'électricité verte et tous les bus utilisant des carburants renouvelables depuis 2017. Cela fait partie des efforts pour réduire les émissions de GES et promouvoir des modes de transport durables (sweden.se, 2023).

## Norvège

En Norvège, l'accent culturel sur l'égalité et le bien-être social se traduit par une forte intégration des critères sociaux dans les pratiques ESG. L'économie norvégienne, bien que largement soutenue par les revenus du pétrole et du gaz, investit massivement dans les énergies renouvelables et les technologies propres, anticipant une transition énergétique. La Norvège possède le marché d'ISR le plus important en termes absolus et relatifs, principalement grâce au Fonds pétrolier norvégien, qui a adopté des directives d'investissement éthiques en 2004. Cela démontre que les entreprises norvégiennes bénéficient de fortes incitations réglementaires et de pressions de la part des investisseurs pour adopter des pratiques durables. En 2023, les entreprises norvégiennes ont continué de progresser dans leurs pratiques ESG, avec des politiques strictes et une surveillance accrue pour garantir leur conformité aux normes élevées de durabilité (Nordea, 2023). Le Government Pension Fund Global norvégien a exercé une influence significative sur les pratiques des entreprises norvégiennes, renforçant l'intégration des critères ESG dans leurs stratégies (Clark & Monk, 2010).

Nous pouvons citer d'autres exemples :

- *Électricité renouvelable* : En Norvège, plus de 98 % de l'électricité est produite à partir de sources renouvelables, principalement l'hydroélectricité. Cela reflète l'engagement du pays à utiliser des sources d'énergie propres et renouvelables pour répondre à ses besoins énergétiques (Nordic Energy Research, 2023).
- *Transports électriques* : La Norvège est un leader mondial dans l'adoption des véhicules électriques. En 2023, près de 80 % des voitures neuves vendues en Norvège étaient des véhicules électriques ou hybrides rechargeables. Le gouvernement offre des incitations fiscales significatives et des avantages tels que des exemptions de péages et des frais de stationnement réduits pour promouvoir l'adoption des véhicules électriques (Regjeringen.no, 2023).
- *Gestion des déchets* : La Norvège a mis en place des systèmes avancés de gestion des déchets, avec des taux de recyclage élevés et une utilisation extensive de la valorisation énergétique

des déchets. Les politiques nationales encouragent le tri sélectif et la réduction des déchets à la source (Avfall Norge, 2023).

- *Technologie de Capture et Stockage du Carbone (CSC)* : La Norvège investit dans des technologies de capture et de stockage du carbone pour réduire les émissions de CO<sub>2</sub> de l'industrie pétrolière et gazière. Le projet de Longship, l'un des plus avancés au monde, vise à capturer et stocker le CO<sub>2</sub> sous le fond marin du plateau continental norvégien (Equinor, 2023).

### Danemark

Le Danemark valorise l'innovation et la responsabilité sociale, avec une tradition de coopération entre le secteur public et privé pour développer des solutions durables. Économiquement, le Danemark est un leader mondial dans l'industrie de l'énergie éolienne, soutenant fortement les énergies renouvelables et les technologies vertes. Les entreprises danoises montrent une adoption proactive des critères ESG, influencée par des réglementations locales et une culture d'entreprise orientée vers la durabilité.

Le Danemark a réussi à réduire de moitié sa dépendance au pétrole entre 1976 et 1996 grâce à trois plans énergétiques réussis. Ces efforts ont été poursuivis avec un soutien gouvernemental constant pour promouvoir les énergies renouvelables. Un exemple emblématique est l'île de Samsø, devenue autosuffisante en énergie renouvelable grâce à un modèle coopératif impliquant les habitants dans l'investissement et la gestion des ressources énergétiques locales. En moins de dix ans, Samsø a réussi à atteindre une empreinte carbone négative grâce à une approche pragmatique et économique de la durabilité.

Copenhague est également un exemple notable de ville durable. Depuis 2005, la ville a investi massivement dans les infrastructures cyclables, les transports publics et l'aménagement des espaces publics, favorisant ainsi une culture du vélo. Aujourd'hui, il y a plus de vélos que de voitures dans la capitale danoise, illustrant l'engagement de la ville envers des modes de transport durables.

Nous pouvons citer d'autres exemples :

- *Énergie éolienne offshore* : L'éolien est la deuxième source d'énergie renouvelable au Danemark. Le pays a construit sa première turbine commerciale en 1979, et en 2019, la production éolienne a dépassé la demande nationale totale d'électricité. Le Danemark est un pionnier mondial de l'énergie éolienne, avec des projets majeurs comme les îles énergétiques offshore. Le projet de l'île énergétique de la mer du Nord est l'un des plus ambitieux, visant à connecter plusieurs parcs éoliens offshore pour fournir de l'énergie verte à des millions de foyers (Fay, 2024).
- *Sources d'énergie renouvelable* : Le Danemark a une longue tradition de développement d'alternatives aux combustibles fossiles. La majorité de la production d'énergie renouvelable provient de la biomasse, utilisée principalement dans les réseaux de chaleur qui desservent environ deux tiers des foyers danois.
- *Programme d'électrification* : Le Danemark achève un programme visant à électrifier la majeure partie de son réseau ferroviaire d'ici 2027, avec la conversion de 1 362 kilomètres de voies. Danske Statsbaner, la compagnie ferroviaire danoise, se tourne vers l'électrique grâce au soutien financier de l'Union européenne. Ce projet a pour objectif de diminuer les émissions de CO<sub>2</sub> et de répondre aux attentes des clients souhaitant réduire leur empreinte carbone. Le programme prévoit de remplacer les trains diesel et diesel-électriques par des trains

entièrement électriques, réduisant ainsi les émissions de CO2 d'environ 17 000 tonnes par an. Cette initiative vise à encourager les automobilistes à utiliser le train et à inciter les entreprises à opter pour le transport ferroviaire électrique. La Banque européenne d'investissement soutient ce programme avec un financement pouvant atteindre 600 millions d'euros, contribuant ainsi aux objectifs climatiques du Danemark (Rees, 2024).

- *Décarbonisation des transports* : Maersk a commandé 19 navires pouvant fonctionner au méthanol vert et vise la neutralité carbone d'ici 2040. DSV a commencé à électrifier sa flotte de véhicules en Amérique du Nord et prévoit de créer un corridor de transport alimentaire neutre en carbone vers le Royaume-Uni (Jensen, 2023).

### *Finlande*

En Finlande, une culture de transparence et de confiance influence fortement les pratiques commerciales, avec une responsabilité sociale profondément enracinée. L'économie finlandaise, diversifiée et orientée vers les technologies de pointe et l'innovation, facilite l'intégration des critères ESG, notamment dans les entreprises technologiques.

Selon un rapport de KPMG (2023), les entreprises en Finlande sont en retard dans l'adoption des pratiques ESG par rapport aux autres pays nordiques. Le rapport indique que, bien que la Finlande progresse dans ce domaine, elle doit encore surmonter certains défis pour atteindre le même niveau de maturité que ses voisins nordiques.

Nous pouvons citer d'autres exemples :

- *Réduction des émissions de carbone* : Stora Enso, un leader en matière de développement durable avec une activité naturellement verte, développe des produits et des solutions à partir de matériaux renouvelables provenant d'arbres issus de sources durables. Le développement durable est au cœur de leur stratégie commerciale globale et de leurs pratiques responsables. Leurs solutions renouvelables et circulaires contribuent positivement à la lutte contre le changement climatique, réduisent les impacts environnementaux négatifs, aident leurs clients à adopter des pratiques respectueuses de l'environnement et génèrent des revenus pour l'entreprise. Leur objectif est de proposer des produits 100 % régénératifs, 100 % circulaires et à bilan carbone positif d'ici 2050 (Stora Enso, 2023).
- *Smart energy solutions* : Fortum, une entreprise d'énergie finlandaise, utilise des solutions numériques avancées pour améliorer l'efficacité énergétique et réduire les émissions de CO2. L'entreprise utilise l'intelligence artificielle pour surveiller les installations de production d'énergie, optimiser la gestion de l'énergie dans les réseaux de chauffage urbain et implémenter des prix dynamiques pour l'énergie, réduisant ainsi la consommation énergétique et les coûts pour les clients (Fortum, 2023).
- *Plan carbone neutre d'Helsinki* : La ville d'Helsinki a mis en œuvre un plan ambitieux visant à atteindre la neutralité carbone d'ici 2035. Ce plan inclut des initiatives telles que la modernisation des infrastructures de transport pour favoriser l'utilisation des véhicules électriques, l'amélioration de l'efficacité énergétique des bâtiments publics et privés, ainsi que l'augmentation de la part des énergies renouvelables dans le mix énergétique de la ville (City of Helsinki, 2023).

### *Le paradoxe scandinave*

Il est crucial de ne pas idéaliser le modèle scandinave sans un examen critique. Bien que de nombreuses initiatives soient efficaces, certaines pratiques dans ces pays ne sont pas aussi écologiques qu'elles le semblent.

La Norvège est un grand producteur et exportateur de pétrole. Malgré ses efforts pour réduire la dépendance aux combustibles fossiles, le pays reste engagé dans l'industrie pétrolière. En 2023, le gouvernement norvégien a approuvé dix-neuf nouveaux projets d'exploitation pétrolière, justifiés par la nécessité d'assurer la sécurité énergétique de l'Europe. Cette situation illustre les défis auxquels la Norvège est confrontée pour équilibrer ses objectifs économiques et environnementaux (Reporterre, 2023).

En Norvège toujours, l'élevage intensif de saumon pose des problèmes environnementaux et éthiques. Cette industrie, qui représente une grande part du saumon atlantique mondial, pollue la mer avec les déjections des poissons et les produits sanitaires utilisés. Cependant, des efforts pour améliorer la durabilité sont en cours. Le gouvernement norvégien a récemment imposé une surtaxe de 25 % aux industriels utilisant les fjords, une ressource commune (Reporterre, 2023).

Les pays scandinaves sont également marqués par une consommation élevée malgré une apparence de sobriété et de minimalisme. Selon le site Norden (2023), les habitants des pays nordiques achètent plus de vêtements que la moyenne, alimentant l'industrie de la fast fashion, connue pour son impact environnemental. La Fabrique écologique souligne que le mode de vie scandinave influence les tendances de consommation mondiales, sans nécessairement réduire la consommation globale. Par exemple, la popularité des objets de décoration d'inspiration scandinave et des activités de plein air en est une illustration.

### **2.5.3 Comparaison avec le reste de l'Europe**

En Europe, l'adoption des critères ESG varie considérablement d'un pays à l'autre, avec des impacts financiers diversifiés. Les motivations et les résultats de cette adoption diffèrent selon les contextes culturels, économiques et réglementaires.

1. **Europe du Nord** : comme déjà évoqué, les pays d'Europe du Nord, comme la Suède, le Danemark, la Norvège et Finlande, sont souvent en tête en matière d'adoption des pratiques ESG. Cela est dû à une forte tradition de gouvernance d'entreprise responsable, ainsi qu'à des réglementations strictes en matière de durabilité. Ces pays ont des cadres bien établis qui encouragent les entreprises à intégrer les enjeux environnementaux et sociaux dans leurs opérations quotidiennes.
2. **Europe de l'Ouest** : Dans les pays comme la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni, l'adoption des pratiques ESG est également avancée, bien que parfois plus orientée vers les aspects réglementaires et financiers. L'Allemagne, par exemple, met l'accent sur la transition énergétique et les normes sociales, tandis que le Royaume-Uni, malgré le Brexit, continue de jouer un rôle de leader dans la finance verte et l'investissement durable. La France, avec des initiatives comme la loi Pacte, renforce les obligations de transparence pour les entreprises concernant les questions ESG.
3. **Europe du Sud** : En Espagne et en Italie, l'adoption des pratiques ESG est en croissance, mais à un rythme plus lent. Ces pays ont des structures économiques où les PME jouent un rôle plus

important, et elles peuvent rencontrer plus de difficultés à adopter pleinement les normes ESG en raison des coûts associés et de la complexité des rapports. Toutefois, des initiatives récentes et la pression des investisseurs internationaux poussent de plus en plus d'entreprises à adopter des stratégies ESG.

4. **Europe de l'Est** : Les pays d'Europe de l'Est, comme la Pologne, la Hongrie et la Roumanie, montrent une adoption des pratiques ESG plus lente et moins homogène. Cela est souvent dû à des cadres réglementaires moins développés et à une sensibilisation moindre aux questions de durabilité. L'accent y est encore largement mis sur la croissance économique et l'industrialisation, parfois au détriment des considérations environnementales et sociales. Néanmoins, l'adhésion à l'UE et l'influence des multinationales occidentales commencent à introduire davantage de pratiques ESG dans ces pays.

L'approche avant-gardiste de l'Europe en matière de critères ESG se manifeste également par l'établissement de nombreuses normes rigoureuses par les organismes financiers. Cependant, l'abondance de ces normes, bien qu'elle reflète une volonté de standardisation et de rigueur, contribue à une complexité croissante dans l'application des critères ESG. Il existe tellement de cadres et de réglementations différents que cela crée une confusion et rend difficile la comparabilité entre les entreprises et les investissements. Les investisseurs se retrouvent confrontés à un véritable labyrinthe de normes qui, loin de faciliter l'intégration des critères ESG, compliquent l'évaluation de la performance des entreprises sur ces critères. Cette prolifération normative risque finalement de diluer l'efficacité des démarches ESG en rendant les comparaisons et les analyses plus opaques et moins cohérentes.



## 3. Présentation des données

### 3.1 Description des données financières

Pour cette étude, plusieurs indicateurs financiers ont été sélectionnés afin de mesurer la performance des entreprises. Ces données financières ont été collectées à partir de la base de données Morningstar, reconnue pour la qualité et la précision de ses informations. Les indicateurs financiers utilisés incluent :

- **ROA (Return on Assets)** : Mesure la rentabilité des actifs d'une entreprise, indiquant combien de bénéfice une entreprise génère pour chaque unité d'actif. Le ROA est un indicateur clé de performance financière pertinent pour évaluer l'impact des critères ESG sur l'efficacité opérationnelle et la rentabilité des entreprises.
- **ROE (Return on Equity)** : Évalue la rentabilité des capitaux propres des actionnaires, reflétant combien de profit est généré avec l'argent investi par les actionnaires. Cet indicateur est crucial pour analyser comment l'intégration des critères ESG influence la rentabilité pour les actionnaires, reflétant ainsi la performance globale de l'entreprise.
- **Revenue Growth %** : Mesure la croissance des revenus de l'entreprise sur une période donnée, reflétant la capacité de l'entreprise à augmenter ses ventes. Une croissance positive des revenus est souvent perçue comme un signe de bonne santé financière.
- **Beta** : Indicateur de la volatilité du titre d'une entreprise par rapport au marché global, utilisé pour évaluer le risque systématique. Un beta inférieur à 1 indique que l'entreprise est moins volatile que le marché, tandis qu'un beta supérieur à 1 indique une plus grande volatilité. Analyser le beta permet de comprendre comment les critères ESG peuvent influencer la stabilité et le risque des entreprises.
- **EPS (Earnings Per Share)** : Indique le bénéfice net attribué à chaque action en circulation, reflétant la rentabilité par action. Cet indicateur est essentiel pour les investisseurs car il montre la part de profit attribuée à chaque action individuelle.
- **Free Cash Flow per Share** : Mesure le flux de trésorerie libre par action, indiquant la liquidité disponible par action après les dépenses en capital. Le flux de trésorerie libre est un indicateur clé de la capacité d'une entreprise à générer de la trésorerie pour les dividendes, les rachats d'actions et la réduction de la dette.

### 3.2 Description des données sur la durabilité

Les données ESG utilisées dans cette étude ont été obtenues à partir des bases de données Eikon de Refinitiv et Morningstar, reconnues pour leurs évaluations complètes et fiables des performances ESG des entreprises. Plusieurs types de scores ESG ont été utilisés pour garantir la robustesse des résultats :

- **Score ESG** : Le Score ESG de Refinitiv capture et calcule plus de 630 mesures ESG au niveau des entreprises, dont un sous-ensemble de 186 mesures les plus comparables et importantes par industrie. Ces mesures sont regroupées en 10 catégories qui réforment les scores des trois piliers pour créer un score ESG final. Ce score reflète la performance, l'engagement et l'efficacité ESG de l'entreprise, basés sur des informations publiquement disponibles. Le score ESG global permet d'évaluer de manière holistique la performance d'une entreprise sur les

trois piliers de la durabilité. Il identifie ainsi les entreprises qui intègrent globalement les critères ESG dans leurs stratégies et opérations, offrant une vue d'ensemble des pratiques durables.

- **ESG Combined Score** : Intègre à la fois les performances ESG et les controverses associées à l'entreprise. Ce score est calculé comme la moyenne pondérée des scores ESG et des scores de controverses ESG par période fiscale. Il offre une évaluation plus nuancée en prenant en compte non seulement les initiatives positives mais aussi les incidents négatifs. L'ESG Combined Score est pertinent car il propose une vue d'ensemble équilibrée des performances ESG en intégrant les controverses, permettant une meilleure évaluation des risques potentiels associés à une entreprise.
- **Sustainable Growth Rate** : Taux de croissance durable mesurant la capacité d'une entreprise à maintenir sa croissance sans avoir à augmenter sa dette ou son capital. Ce score évalue la viabilité à long terme des stratégies de croissance d'une entreprise en tenant compte de ses pratiques ESG. Le Sustainable Growth Rate est crucial pour comprendre comment les pratiques ESG influencent la capacité d'une entreprise à croître de manière durable et équilibrée.
- **Sustainalytics ESG Risk Score** : Mesure les risques ESG auxquels une entreprise est exposée et sa capacité à les gérer efficacement. Ce score aide à évaluer la résilience d'une entreprise face aux défis ESG. Le Sustainalytics ESG Risk Score est important car il met en lumière les risques spécifiques liés aux critères ESG et la manière dont une entreprise les aborde, permettant d'identifier les entreprises les mieux préparées à gérer les risques ESG.

Utiliser plusieurs scores ESG au lieu de se baser uniquement sur le score ESG global permet d'obtenir une analyse plus riche et plus nuancée des performances ESG des entreprises. Chaque score apporte une perspective unique : le score ESG global offre une vue d'ensemble, le score combiné intègre les controverses, le Sustainable Growth Rate mesure la viabilité de la croissance et le Sustainalytics ESG Risk Score évalue la gestion des risques ESG. Cette approche multidimensionnelle est essentielle pour saisir la complexité des performances ESG et pour fournir des recommandations plus précises et plus robustes aux investisseurs et aux décideurs politiques.

## 4. Hypothèses

Basées sur le cadre théorique et la revue de littérature, plusieurs hypothèses de recherche sont formulées pour explorer l'impact des critères ESG sur la performance financière des entreprises scandinaves.

### *Hypothèse Principale*

**H1** : Les entreprises financières scandinaves, ayant une avancée significative dans l'intégration des critères ESG, montrent une performance financière supérieure comparée aux entreprises financières du reste de l'Europe.

Cette hypothèse part du principe que les pays scandinaves, reconnus pour leur engagement précoce et profond envers la durabilité, ont des entreprises financières qui intègrent plus activement les critères ESG dans leurs opérations et stratégies d'investissement. L'hypothèse suggère que cet engagement se traduit par une meilleure performance financière globale, mesurée par des indicateurs tels que le ROA, le ROE, ou la croissance du chiffre d'affaires, en comparaison avec les entreprises du reste de l'Europe.

### *Hypothèses Spécifiques*

**H1a** : L'intégration des critères ESG est positivement corrélée à une amélioration du Return on Assets (ROA) des entreprises financières scandinaves par rapport à leurs homologues du reste de l'Europe.

Cette hypothèse examine si les efforts ESG conduisent à un usage plus efficace des actifs, se traduisant par une amélioration du ROA.

**H1b** : L'intégration des critères ESG est positivement corrélée à une amélioration du Return on Equity (ROE) des entreprises financières scandinaves par rapport à leurs homologues du reste de l'Europe.

Cette hypothèse explore si les entreprises qui intègrent efficacement les critères ESG peuvent générer des rendements plus élevés pour leurs actionnaires.

**H1c** : Les entreprises financières scandinaves avec de hauts scores ESG présentent une croissance du chiffre d'affaires (Revenue Growth %) plus élevée par rapport à celles du reste de l'Europe.

Cette hypothèse explore si l'intégration ESG, en alignant les entreprises avec les préférences croissantes des consommateurs et des investisseurs pour la durabilité, conduit à une croissance du chiffre d'affaires plus rapide.

**H1d** : Les entreprises financières scandinaves ayant des scores ESG élevés affichent une volatilité (Beta) plus faible, indiquant une meilleure gestion des risques, comparées aux entreprises du reste de l'Europe.

Cette hypothèse propose que l'intégration ESG améliore la gouvernance et atténue les risques environnementaux et sociaux, rendant les entreprises financières moins susceptibles à des chocs externes, ce qui se traduit par une volatilité plus faible.

**H1g** : Les entreprises financières scandinaves avec une forte intégration ESG montrent une amélioration des bénéfices par action (Earnings Per Share, EPS) par rapport à celles du reste de l'Europe.

Cette hypothèse explore si les efforts ESG contribuent à une meilleure performance globale de l'entreprise, se traduisant par des bénéfices par action plus élevés.

**H1h** : L'intégration des critères ESG conduit à une augmentation du flux de trésorerie disponible (Free Cash Flow, FCF) des entreprises financières scandinaves par rapport à celles du reste de l'Europe.

Cette hypothèse examine si les entreprises qui intègrent efficacement les critères ESG peuvent générer plus de trésorerie disponible en raison de leur gestion optimisée des ressources et de leurs pratiques durables.

### *Analyse Temporelle*

Pour examiner les impacts de l'intégration ESG sur la performance financière, il est pertinent d'analyser les données en deux périodes distinctes :

- **Avant l'Accord de Paris (2010-2016)** : Cette période couvre les années 2010 à 2016 et permet d'examiner les tendances et la performance financière avant un engagement mondial significatif envers la durabilité.
- **Après l'Accord de Paris (2017-2023)** : L'analyse de cette période commence à partir de l'année 2017 et s'étend jusqu'à 2023. Le choix de démarrer en 2017 est motivé par le fait que l'Accord de Paris est entré en vigueur le 4 novembre 2016. En sélectionnant une période qui débute en 2017, on s'assure d'inclure des données d'une année complète après l'entrée en vigueur de l'accord, ce qui permet d'obtenir une analyse plus précise et pertinente des impacts de cet accord sur l'intégration ESG et la performance financière.

En utilisant ces hypothèses et les données disponibles, cette recherche vise à fournir des insights précieux sur l'impact des pratiques ESG sur la performance financière des entreprises financières scandinaves, en les comparant à leurs homologues du reste de l'Europe. Les résultats obtenus permettront de mieux comprendre les mécanismes par lesquels l'intégration ESG influence la performance financière et de proposer des recommandations pour les investisseurs, les entreprises et les décideurs politiques.

## 5. Méthodologie

Pour mener cette recherche, une approche méthodologique quantitative a été adoptée, permettant une analyse rigoureuse des données et l'établissement de relations statistiques entre les variables étudiées.

### 5.1 Collecte et préparation des données

Les données utilisées dans cette recherche concernent exclusivement les entreprises du secteur financier et proviennent de deux sources principales. D'une part, les données financières, ainsi que le SGR et le ESG Risk Score, sont extraits de la base de données Morningstar. D'autre part, le Score ESG et le Score ESGC sont obtenus à partir de la base de données Eikon de Refinitiv.

Avant l'analyse, les données ont été nettoyées pour éliminer les valeurs manquantes ou aberrantes. Ensuite, elles ont été classées de manière à faciliter les calculs ultérieurs et à permettre une analyse comparative efficace.

### 5.2 Différence-en-Différence (Diff-in-Diff)

Une analyse de différence-en-différence (ci-après : « Diff-in-Diff ») a ensuite été menée pour comparer les performances financières avant et après l'événement clé, l'Accord de Paris, qui a joué un rôle crucial dans le renforcement de l'intégration des critères ESG. Cette méthode permet de mesurer l'effet différentiel des changements dans la performance financière entre les entreprises scandinaves, qui ont intégré les critères ESG, et celles du reste de l'Europe. En distinguant cet effet des variations temporelles générales, cette approche analyse si l'Accord de Paris a eu un impact significatif sur la manière dont les entreprises ont adopté les pratiques ESG et comment cela a influencé leur performance financière.

Le modèle de régression Diff-in-Diff est le suivant :

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 T_i + \beta_2 P_t + \beta_3 (T_i P_t) + \epsilon_{it}$$

Où :

- $Y_{it}$  est la variable dépendante (performance financière) pour l'entreprise  $i$  à l'année  $t$ .
- $\beta_0$  représente la moyenne de  $Y$  pour le groupe de contrôle (non-scandinaves) avant l'intervention (avant 2017).
- $T_i$  est une variable binaire indiquant l'appartenance régionale (1 pour les entreprises scandinaves, 0 pour les non-scandinaves).
- $\beta_1$  représente la différence moyenne de  $Y$  entre les groupes de traitement et de contrôle avant l'intervention (différence entre scandinaves et non-scandinaves).
- $P_t$  est une variable binaire pour la période (1 pour après l'événement clé, 0 pour avant l'événement).

- $\beta_2$  est l'effet moyen du temps sur le groupe de contrôle, c'est-à-dire comment la performance de  $Y$  évolue pour le groupe non-scandinave entre les périodes avant et après 2017.
- $T_i P_t$  est l'interaction entre le groupe de traitement et la période.
- $\beta_3$  mesure l'effet causal de l'intervention (Accord de Paris) sur le groupe de traitement (scandinaves) par rapport au groupe de contrôle (non-scandinaves), après l'intervention. En d'autres termes, c'est la différence des différences.
- $\epsilon_{it}$  est le terme d'erreur.

En d'autres termes :

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Régions} + \beta_2 \text{Temps} + \beta_3 (\text{Régions Temps}) + \epsilon_{it}$$

Cette méthode permet de comparer les différences avant/après pour les deux groupes et d'isoler l'effet causal potentiel de l'événement clé sur les performances financières.

### 5.3 Régression quantile

Dans le cadre de cette recherche, la régression quantile sera ensuite utilisée pour approfondir la compréhension de l'impact des critères ESG, de la période avant/après 2017, et de l'appartenance régionale sur les performances financières des entreprises.

La régression quantile servira à identifier si l'effet des variables explicatives, telles que les scores ESG et l'appartenance régionale, varie selon les niveaux de performance des entreprises. Par exemple, il est possible que les entreprises les moins performantes (quantiles inférieurs) réagissent différemment à l'intégration des critères ESG ou à l'Accord de Paris par rapport aux entreprises les plus performantes (quantiles supérieurs).

Le modèle de régression quantile utilisé dans cette analyse est le suivant :

$$Y_{it} = \alpha_\tau + \beta_{1\tau} X_{it} + \beta_{2\tau} T_t + \beta_{3\tau} P_t + \beta_{4\tau} (T_i P_t) + \epsilon_{it}(\tau)$$

Où :

- $Y_{it}$  est la variable dépendante (performance financière) pour l'entreprise  $i$  à l'année  $t$ , mesurée à un quantile spécifique  $\tau$ .
- $\alpha_\tau$  est l'ordonnée à l'origine pour le quantile  $\tau$ , représentant la valeur de  $Y$  au quantile  $\tau$  lorsque  $X_{it}, T_t, P_t, (T_i P_t)$  sont nuls.
- $X_{it}$  représente une variable indépendante pour l'entreprise  $i$  à l'année  $t$  (par exemple, Score ESG).
- $\beta_{1\tau}$  mesure comment une unité d'augmentation de  $X_{it}$  est associée à une variation de  $Y_{it}$  au quantile  $\tau$ .
- $T_t$  est une variable binaire indiquant la période (0 pour avant 2017, 1 pour après 2017).
- $\beta_{2\tau}$  mesure l'effet de la période après 2017 sur  $Y$  au quantile  $\tau$ .
- $P_t$  est une variable binaire indiquant l'appartenance régionale (1 pour les entreprises scandinaves, 0 pour les non-scandinaves).

- $\beta_{3\tau}$  mesure la différence moyenne de  $Y$  au quantile  $\tau$  entre les entreprises scandinaves et non-scandinaves.
- $T_i P_t$  est l'interaction entre la période et l'appartenance régionale.
- $\beta_{4\tau}$  mesure l'effet différentiel de la période après 2017 pour les entreprises scandinaves par rapport aux non-scandinaves au quantile  $\tau$ .
- $\epsilon_{it}(\tau)$  est le terme d'erreur pour le quantile  $\tau$ .

En d'autres termes :

$$Y_{it} = \alpha_{\tau} + \beta_{1\tau} \text{Score ESG}_{i\tau} + \beta_{2\tau} \text{Temps}_t + \beta_{3\tau} \text{Régions}_t + \beta_{4\tau} (\text{Temps}_t \text{Régions}_t) + \epsilon_{it}$$

Cette méthode permet de capturer les différences dans l'impact des variables explicatives sur les différents points de la distribution de la performance financière.

## 5.4 Régression multiple combinée

Pour compléter l'analyse, une régression multiple combinée sera effectuée en intégrant toutes les entreprises dans un modèle unique. Ce modèle tiendra compte à la fois des scores ESG, de l'appartenance régionale (Scandinavie vs. non-Scandinavie), et de l'effet temporel (avant/après 2017), tout en incluant des interactions entre ces variables. Cette régression multiple permettra de tester l'effet direct des scores ESG sur la performance financière, ainsi que les effets croisés entre les scores ESG, la région, et le temps.

Le modèle de régression multiple utilisé est le suivant :

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it} + \beta_2 T_t + \beta_3 P_t + \beta_4 (T_i P_t) + \epsilon_{it}$$

Où :

- $Y_{it}$  est la variable dépendante pour l'entreprise  $i$  à l'année  $t$ .
- $\alpha$  est l'ordonnée à l'origine, représentant la moyenne de  $Y$  lorsque  $X_{it}, T_t, P_t, (T_i P_t)$  sont nuls.
- $X_{it}$  représente la variable indépendante pour l'entreprises  $i$  à l'année  $t$ .
- $\beta_1$  mesure comment une unité d'augmentation de  $X_{it}$  est associée à une variation de  $Y_{it}$ , toutes choses égales par ailleurs (TACRE).
- $T_t$  est une variable binaire indiquant la période (0 pour avant 2017, 1 pour après 2017).
- $\beta_2$  mesure l'effet de la période après 2017 sur  $Y$ , en supposant que toutes les autres variables sont constantes.
- $P_t$  est une variable binaire indiquant l'appartenance régionale (1 pour les entreprises scandinaves, 0 pour les non-scandinaves).
- $\beta_3$  représente la différence moyenne de  $Y$  entre les entreprises scandinaves et non-scandinaves.
- $(T_i P_t)$  représente l'interaction entre la période et l'appartenance.
- $\beta_4$  mesure l'effet différentiel de la période après 2017 pour les entreprises scandinaves, par rapport aux non-scandinaves.

- $\epsilon_{it}$  est le terme d'erreur.

En d'autres termes :

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Score ESG} + \beta_2 \text{Temps} + \beta_3 \text{Régions} + \beta_4 (\text{Temps Régions}) + \epsilon_{it}$$

Cette régression multiple permet d'analyser l'impact des différentes variables indépendantes tout en contrôlant les effets temporels et régionaux. Les termes d'interaction permettent d'examiner si l'impact des variables indépendantes varie selon les régions et les périodes.

## 5.5 Régressions séparées par région

Dans un dernier temps, des régressions linéaires simples ont été réalisées séparément pour les entreprises scandinaves et non-scandinaves. Ces régressions visent à évaluer l'impact des scores ESG sur les indicateurs de performance financière au sein de chaque groupe. Cette étape permet de comprendre comment l'intégration des critères ESG influence la performance financière dans des contextes géographiques distincts.

Le modèle de régression prend la forme suivante :

$$Y = \alpha + \beta_1 X + \beta_2 T + \epsilon$$

Où :

- $Y$  est la variable dépendante, représentant la performance financière.
- $X$  est la variable indépendante, comme un score ESG.
- $T$  est la variable binaire pour le temps (1 pour après 2017, 0 pour avant 2017).
- $\alpha$  est l'ordonnée à l'origine, représentant la moyenne de  $Y$  lorsque  $X$  et  $T$  sont nuls.
- $\beta_1$  est le coefficient qui mesure l'impact de  $X$  sur  $Y$ .
- $\beta_2$  est le coefficient qui mesure l'impact de la période (avant/après 2017) sur  $Y$ .
- $\epsilon$  est le terme d'erreur.

En d'autres termes :

$$Y = \alpha + \beta_1 \text{Score ESG} + \beta_2 \text{Temps} + \epsilon$$

Cette étape permet de comprendre comment l'intégration des critères ESG influence la performance financière au sein de chaque groupe régional.

Cette approche méthodologique, combinant l'analyse Diff-in-Diff, la régression quantile une régression multiple combinée et des régressions séparées offre une vision complète de l'impact de l'intégration des critères ESG sur la performance financière des entreprises. Elle permet de tirer des conclusions robustes sur la manière dont les pratiques ESG influencent la performance financière, tout en tenant compte des différences géographiques, temporelles, et des variations à travers différents niveaux de performance.



## 6. Résultats empiriques

Ce chapitre présente les résultats des analyses et des régressions effectuées sur les données collectées. Ces analyses permettent de répondre aux hypothèses formulées concernant l'impact des critères ESG sur la performance financière des entreprises du secteur financier en Scandinavie, en les comparant avec celles de leurs homologues dans le reste de l'Europe.

### 6.1 Différence-en-Différence (Diff-in-Diff)

Dans cette étude, nous allons analyser les performances financières de groupes d'entreprises scandinaves et non-scandinaves. Pour chaque indicateur, nous comparerons les performances avant et après 2017 en calculant les moyennes correspondantes pour les deux groupes. Il est important de noter que le nombre d'entreprises incluses dans l'analyse peut varier d'un indicateur à l'autre en fonction de la disponibilité des données. Pour l'analyse présentée ici, seules les entreprises pour lesquelles nous disposons de données complètes de 2010 à 2023 ont été prises en compte.

#### 6.1.1 ROA (Return on Assets)

<i>Catégories</i>	<i>Scandinaves</i>	<i>Non-Scandinaves</i>
<i>Moyenne ROA avant 2017</i>	3,04547114	1,17860654
<i>Moyenne ROA après 2017</i>	4,304044944	1,938692126
<i>Différence (après - avant)</i>	1,258573804	0,760085586
<i>Diff-in-Diff (Scandinaves - Non-Scandinaves)</i>	0,498488218	

<i>Variables</i>	<i>Coefficients</i>	<i>Erreur-type</i>	<i>Statistique t</i>	<i>Probabilité</i>	<i>Limite inférieure (95%)</i>	<i>Limite supérieure (95%)</i>
Constante	1,17860654	0,373114447	3,158833838	0,001610274	0,446824418	1,910388662
Traitement	1,866864599	0,680584263	2,743032276	0,006147711	0,532047896	3,201681303
Temps	0,760085586	0,527247864	1,441609606	0,149586196	-0,273995416	1,794166587
Intéraction	0,498488218	0,965411031	0,516348169	0,605674579	-1,394953697	2,391930134

Figure 1 : Diff-in-Diff des ROA entre les 130 entreprises scandinaves et non-scandinaves avant et après 2017

Tout d'abord, la méthode Diff-in-Diff simplifiée révèle que, avant 2017, les entreprises scandinaves étaient déjà en meilleure posture financière par rapport aux entreprises non-scandinaves. Après 2017, On observe que l'augmentation du ROA pour les entreprises scandinaves est plus marquée avec une différence avant-après 2017 de 1,258, contre 0,760 pour les entreprises non-scandinaves. Cette Diff-in-Diff est de 0,498, ce qui indique que l'Accord de Paris semble avoir eu un effet plus positif sur les entreprises scandinaves.

La régression Diff-in-Diff, quant à elle, offre une validation statistique plus formelle de ces résultats. La constante de la régression, qui représente le ROA moyen des entreprises non-scandinaves avant 2017, est de 1,179, ce qui est cohérent avec les résultats de la méthode simplifiée. Le coefficient du "Traitement" montre que, même avant 2017, les entreprises scandinaves avaient un ROA en moyenne supérieur de 1,867 par rapport aux entreprises non-scandinaves. Le coefficient du "Temps" mesure l'effet du temps sur le ROA des entreprises non-scandinaves après 2017, indiquant une augmentation du ROA pour ces entreprises, bien que cet effet ne soit pas statistiquement significatif (p-value de 0,149). Enfin, bien que le coefficient d'interaction suggère un effet positif de l'Accord de Paris sur les entreprises scandinaves par rapport aux non-scandinaves, cet effet n'est pas statistiquement significatif.

En conclusion, bien que les deux méthodes convergent vers l'idée que l'Accord de Paris a eu un impact plus favorable sur les entreprises scandinaves en termes d'amélioration du ROA, la significativité statistique de cet effet, telle qu'évaluée par la régression Diff-in-Diff, n'est pas établie.

### 6.1.2 ROE (Return on Equity)

<i>Catégories</i>	<i>Scandinaves</i>	<i>Non-Scandinaves</i>
<i>Moyenne ROE avant 2017</i>	11,45517655	9,060057524
<i>Moyenne ROE après 2017</i>	12,91394604	9,735693858
<i>Différence (après - avant)</i>	1,458769496	0,675636335
<i>Diff-in-Diff (Scandinaves - Non-Scandinaves)</i>	0,783133162	

<i>Variables</i>	<i>Coefficients</i>	<i>Erreur-type</i>	<i>Statistique t</i>	<i>Probabilité</i>	<i>Limite inférieure (95%)</i>	<i>Limite supérieure (95%)</i>
Constante	9,060057524	2,448973136	3,699533241	0,000222407	4,256965942	13,86314911
Traitement	2,395119023	4,435668099	0,539968043	0,589285096	-6,304412953	11,094651
Temps	0,675636335	3,462007222	0,195157402	0,845291498	-6,114286144	7,465558814
Intéraction	0,783133162	6,27222912	0,124857231	0,900650359	-11,51838638	13,0846527

Figure 2 : Diff-in-Diff des ROE entre les 131 entreprises scandinaves et non-scandinaves avant et après 2017

Tout d'abord, la méthode Diff-in-Diff simplifiée montre que, avant 2017, les entreprises scandinaves bénéficiaient déjà d'une situation financière plus favorable avant l'Accord de Paris. Après 2017, l'augmentation du ROE pour les entreprises scandinaves est plus marquée, avec une différence de 1,459, contre 0,676 pour les entreprises non-scandinaves. Cette Diff-in-Diff de 0,783 indique que l'Accord de Paris semble avoir eu un effet plus positif sur les entreprises scandinaves par rapport aux entreprises non-scandinaves.

La régression Diff-in-Diff montre que le ROE moyen des entreprises non-scandinaves avant 2017, est de 9,060, ce qui est cohérent avec les résultats de la méthode simplifiée. Le coefficient du "Traitement" révèle que, même avant 2017, les entreprises scandinaves avaient un ROE en moyenne supérieur de 2,395 par rapport aux entreprises non-scandinaves. Le coefficient du 'Temps' reflète l'impact du passage du temps sur le ROE des entreprises non-scandinaves après 2017, suggérant une hausse de

leur ROE, mais cet effet n'est pas suffisamment probant sur le plan statistique (p-value de 0,845). Enfin, bien que le coefficient d'interaction de 0,783 indique un effet différentiel de l'Accord de Paris en faveur des entreprises scandinaves, la p-value de 0,900 montre que cet effet n'est pas statistiquement significatif.

En conclusion, bien que les deux méthodes suggèrent un impact plus favorable de l'Accord de Paris sur les entreprises scandinaves en matière de ROE, la régression Diff-in-Diff n'établit pas de manière convaincante la significativité statistique de cet effet.

### 6.1.3 Revenue Growth %

<i>Catégories</i>	<i>Scandinaves</i>	<i>Non-Scandinaves</i>
<i>Moyenne Revenue Growth avant 2017</i>	15,08105469	8,592746034
<i>Moyenne Revenue Growth après 2017</i>	62,22203187	7,20386646
<i>Différence (après - avant)</i>	47,14097719	-1,388879575
<i>Diff-in-Diff (Scandinaves - Non-Scandinaves)</i>	48,52985676	

<i>Variables</i>	<i>Coefficients</i>	<i>Erreur-type</i>	<i>Statistique t</i>	<i>Probabilité</i>	<i>Limite inférieure (95%)</i>	<i>Limite supérieure (95%)</i>
Constante	8,592746034	11,52220341	0,745755454	0,455913071	-14,00563811	31,19113018
Traitement	6,488308653	21,59212577	0,300494204	0,763835112	-35,86011509	48,83673239
Temps	-1,388879575	16,28852946	-0,08526734	0,932058392	-33,33541209	30,55765294
Intéraction	48,52985676	30,64108751	1,583816395	0,113412154	-11,56620657	108,6259201

Figure 3 : Diff-in-Diff des Revenue Growth entre les 130 entreprises scandinaves et non-scandinaves avant et après 2017

La méthode Diff-in-Diff simplifiée indique que, avant 2017, les entreprises scandinaves avaient une croissance moyenne du chiffre d'affaires supérieure à celle des entreprises non-scandinaves. Après 2017, la croissance moyenne du chiffre d'affaires pour les entreprises scandinaves a fortement augmenté pour atteindre 62,222 tandis que celle des entreprises non-scandinaves a légèrement diminué. L'augmentation est donc beaucoup plus marquée pour les entreprises scandinaves. La Diff-in-Diff calculée est de 48,530, ce qui suggère que l'Accord de Paris a eu un effet extrêmement positif sur la croissance du chiffre d'affaires des entreprises scandinaves comparé aux entreprises non-scandinaves.

Cependant, en examinant les résultats de la régression Diff-in-Diff, nous obtenons une vue plus nuancée. La constante, représentant la croissance moyenne du chiffre d'affaires des entreprises non-scandinaves avant 2017, est de 8,592, ce qui est cohérent avec les résultats simplifiés. Le coefficient du "Traitement" montre que les entreprises scandinaves avaient une croissance du chiffre d'affaires légèrement supérieure avant 2017 par rapport aux entreprises non-scandinaves, bien que cet effet ne soit pas statistiquement significatif (p-value de 0,763). Le coefficient du "Temps" montre une légère diminution de la croissance du chiffre d'affaires pour les entreprises non-scandinaves après 2017, mais

là encore, cet effet n'est pas significatif (p-value de 0,932). Enfin, bien que le coefficient d'interaction de 48,530 soit élevé, il n'est pas statistiquement significatif (p-value de 0,113), indiquant que l'effet observé pourrait ne pas être robuste.

En conclusion, bien que les résultats simplifiés montrent une forte différence en faveur des entreprises scandinaves en termes de croissance du chiffre d'affaires après l'Accord de Paris, la régression Diff-in-Diff ne parvient pas à confirmer la significativité statistique de cet effet.

#### 6.1.4 Beta

<i>Catégories</i>	<i>Scandinaves</i>	<i>Non-Scandinaves</i>
<i>Moyenne Beta avant 2017</i>	1,182197853	1,426592216
<i>Moyenne Beta après 2017</i>	0,797424157	0,649288898
<i>Différence (après - avant)</i>	-0,384773695	-0,777303318
<i>Diff-in-Diff (Scandinaves - Non-Scandinaves)</i>	0,392529623	

<i>Variables</i>	<i>Coefficients</i>	<i>Erreur-type</i>	<i>Statistique t</i>	<i>Probabilité</i>	<i>Limite inférieure (95%)</i>	<i>Limite supérieure (95%)</i>
Constante	1,426592216	0,176728177	8,072239763	1,21051E-15	1,079991024	1,773193408
Traitement	-0,244394363	0,323968539	-0,754376841	0,450716262	-0,879764931	0,390976204
Temps	-0,777303318	0,249282572	-3,118161496	0,001847053	-1,266198967	-0,288407669
Intéraction	0,392529623	0,458092525	0,856878472	0,391619885	-0,50588634	1,290945585

Figure 4 : Diff-in-Diff des betas entre les 138 entreprises scandinaves et non-scandinaves avant et après 2017

La méthode Diff-in-Diff simplifiée montre qu'avant 2017, le beta moyen des entreprises non-scandinaves était plus élevé que celui des entreprises scandinaves. Après 2017, le Beta moyen des entreprises scandinaves a diminué (-0,384), mais de manière moins marquée que celui des entreprises non-scandinaves (-0,777). Le Diff-in-Diff calculé est de 0,392, suggérant que la réduction du Beta a été moins marquée pour les entreprises scandinaves que pour les entreprises non-scandinaves après 2017.

La régression Diff-in-Diff offre une validation statistique de ces résultats. La constante de la régression est cohérente avec les résultats simplifiés. Le coefficient du "Traitement" (-0,244) indique qu'avant 2017, les entreprises scandinaves avaient un beta légèrement plus bas que celui des entreprises non-scandinaves, mais cet effet n'est pas statistiquement significatif (p-value de 0,451). Le coefficient du "Temps" est négatif et significatif (p-value de 0,002), indiquant une réduction significative du beta pour les entreprises non-scandinaves après 2017. Le coefficient d'interaction (0,393) reflète l'effet différentiel de l'Accord de Paris sur la réduction du beta des entreprises scandinaves par rapport aux non-scandinaves, mais cet effet n'est pas statistiquement significatif (p-value de 0,392), indiquant que la différence observée pourrait manquer de robustesse.

En conclusion, bien que les deux méthodes montrent une réduction du beta pour les deux groupes d'entreprises après 2017, la régression Diff-in-Diff indique que cette réduction est statistiquement significative uniquement pour les entreprises non-scandinaves. L'effet différentiel de l'Accord de Paris

sur le Beta des entreprises scandinaves par rapport aux entreprises non-scandinaves n'est pas significatif.

### 6.1.5 EPS (Earnings per Share)

<i>Catégories</i>	<i>Scandinaves</i>	<i>Non-Scandinaves</i>
<i>Moyenne EPS avant 2017</i>	2,380259981	-5112,500093
<i>Moyenne EPS après 2017</i>	4,240874185	-0,170843672
<i>Différence (après - avant)</i>	1,860614204	5112,329249
<i>Diff-in-Diff (Scandinaves - Non-Scandinaves)</i>	-5110,468635	

<i>Variables</i>	<i>Coefficients</i>	<i>Erreur-type</i>	<i>Statistique t</i>	<i>Probabilité</i>	<i>Limite inférieure (95%)</i>	<i>Limite supérieure (95%)</i>
Constante	-5112,500093	1595,014009	-3,205301059	0,001380748	-8241,471243	-1983,528943
Traitement	5114,880353	2532,230344	2,019911168	0,043589528	147,3530158	10082,40769
Temps	5112,329249	2264,070747	2,258025398	0,024102972	670,8560033	9553,802495
Intéraction	-5110,468635	3574,613635	-1,429656225	0,153046737	-12122,8603	1901,923026

Figure 5 : Diff-in-Diff des EPS entre les 98 entreprises scandinaves et non-scandinaves avant et après 2017

La méthode Diff-in-Diff simplifiée montre qu'avant 2017, les entreprises scandinaves bénéficiaient d'un EPS moyen positif, alors que les entreprises non-scandinaves affichaient un EPS moyen nettement inférieur, voire négatif. Après 2017, l'EPS moyen des entreprises scandinaves a nettement augmenté pour atteindre 4,240, tandis que celui des entreprises non-scandinaves a également progressé, mais de façon beaucoup plus limitée, à -0,171. Le Diff-in-Diff calculé est de -5110,469, suggérant que l'impact de l'Accord de Paris a été beaucoup plus favorable pour les entreprises non-scandinaves en termes d'EPS.

La régression Diff-in-Diff valide statistiquement ces résultats. La constante de la régression, qui est de -5112,500, ce qui correspond bien à la méthode simplifiée. Le coefficient du "Traitement" montre une différence significative avant 2017 entre les entreprises scandinaves et non-scandinaves, avec une p-value de 0,043589528, indiquant que cet effet est statistiquement significatif. Le coefficient du "Temps" est également significatif (p-value de 0,0241), indiquant une augmentation notable de l'EPS pour les entreprises non-scandinaves après 2017. Cependant, le coefficient d'interaction de -5110,468 indique que l'impact de l'Accord de Paris sur l'EPS diffère entre les entreprises scandinaves et non-scandinaves, mais avec une p-value de 0,153, cette différence n'est pas statistiquement robuste.

En conclusion, bien que la régression Diff-in-Diff montre que l'EPS a significativement augmenté après l'Accord de Paris, en particulier pour les entreprises non-scandinaves, l'effet différentiel entre les entreprises scandinaves et non-scandinaves n'est pas suffisamment significatif pour conclure que l'Accord de Paris a eu un impact différencié sur ces deux groupes d'entreprises en termes d'EPS.

### 6.1.6 Free Cash Flow per Share

<i>Catégories</i>	<i>Scandinaves</i>	<i>Non-Scandinaves</i>
<i>Moyenne FCF avant 2017</i>	-4,023209125	2261,646379
<i>Moyenne FCF après 2017</i>	17,46558779	10,08583107
<i>Différence (après - avant)</i>	21,48879691	-2251,560548
<i>Diff-in-Diff (Scandinaves - Non-Scandinaves)</i>	2273,049345	

<i>Variables</i>	<i>Coefficients</i>	<i>Erreur-type</i>	<i>Statistique t</i>	<i>Probabilité</i>	<i>Limite inférieure (95%)</i>	<i>Limite supérieure (95%)</i>
Constante	2261,646379	3827,648483	0,590870972	0,554679764	-5245,366467	9768,659225
Traitement	-2265,669588	7123,826951	-0,318041076	0,750490028	-16237,34454	11706,00536
Temps	-2251,560548	5382,408165	-0,418318433	0,675763345	-12807,86095	8304,739858
Intéraction	2273,049345	10064,99535	0,225837098	0,821353313	-17467,02076	22013,11944

Figure 6 : Diff-in-Diff des FCF per Share entre les 133 entreprises scandinaves et non-scandinaves avant et après 2017

La méthode Diff-in-Diff simplifiée montre qu'avant 2017, les entreprises scandinaves avaient un FCF per Share moyen nettement inférieur, à -4,023, comparé aux entreprises non-scandinaves qui affichaient un FCF per Share moyen beaucoup plus élevé, à 2261,646. Après 2017, le FCF per Share moyen des entreprises scandinaves a augmenté pour atteindre 17,465, tandis que celui des entreprises non-scandinaves a diminué à 10,08583107. Le Diff-in-Diff calculé est de 2273,049, ce qui suggère que l'impact de l'Accord de Paris a été beaucoup plus favorable pour les entreprises scandinaves en termes de FCF per Share.

La régression Diff-in-Diff offre une validation statistique de ces résultats. La constante de la régression (2261,646) est cohérente avec les résultats obtenus par la méthode simplifiée. Cependant, ni le coefficient du "Traitement" (-2265,669) ni celui du "Temps" (-2251,560) ne sont statistiquement significatifs, avec des p-values respectives de 0,750 et 0,675. Le coefficient d'interaction de 2273,049 mesure l'effet différentiel de l'Accord de Paris sur les entreprises scandinaves par rapport aux non-scandinaves, mais avec une p-value de 0,821, il n'est pas statistiquement significatif, suggérant que la différence observée pourrait manquer de robustesse.

En conclusion, bien que la méthode simplifiée montre une amélioration du FCF per Share plus marquée pour les entreprises scandinaves après l'Accord de Paris, la régression Diff-in-Diff indique que cette amélioration n'est pas statistiquement significative. Cela signifie que, bien que des différences existent, elles pourraient être dues au hasard plutôt qu'à un effet réel de l'Accord de Paris.

## 6.2 Régression quantile

Suite aux résultats de la méthode Diff-in-Diff, qui n'ont pas toujours montré des effets statistiquement significatifs de l'Accord de Paris sur les performances financières des entreprises scandinaves par rapport aux entreprises non-scandinaves, une analyse plus approfondie a été menée à travers la régression quantile. Cette méthode a été utilisée pour explorer plus en détail l'impact des critères ESG, de la période avant/après 2017, et de l'appartenance régionale sur les performances financières des entreprises.

### 6.2.1 ROA

Score ESG (96 entreprises)

Quantiles	Constante	ESG	Région	Temps	Interaction
0,250	0,334	-0,004	0,323	0,295	-0,187
0,500	1,674	-0,018	0,359	0,341	-0,291
0,750	4,009	-0,043	1,683	0,420	-0,097

Figure 7 : Régression quantile des ROA en fonction des scores ESG

Les résultats de la régression quantile montrent que les scores ESG ont un effet légèrement négatif sur le ROA des entreprises, cet effet s'accroissant pour les entreprises les plus performantes. Les coefficients négatifs, suggèrent que les coûts liés à l'ESG pourraient peser davantage sur la rentabilité des entreprises, en particulier pour celles situées dans les quantiles supérieurs. Par ailleurs, l'appartenance régionale a un impact positif significatif sur le ROA, indiquant que les entreprises scandinaves bénéficient d'un avantage régional en termes de performance financière, notamment parmi les plus performantes.

De plus, l'effet du temps après 2017 est également positif, avec des coefficients allant de 0,295 à 0,420, ce qui montre une amélioration générale du ROA après l'Accord de Paris, particulièrement marquée dans les quantiles supérieurs. Cependant, les coefficients d'interaction sont négatifs, suggérant que, bien que l'appartenance à la région scandinave et la période post-2017 aient des effets positifs lorsqu'ils sont considérés séparément, leur effet combiné est associé à une réduction modeste du ROA.

ESG Combined Score (96 entreprises)

Quantiles	Constante	ESGC Score	Région	Temps	Interaction
0,250	0,326	-0,004	0,300	0,294	-0,187
0,500	1,627	-0,017	0,341	0,324	-0,337
0,750	3,912	-0,042	1,728	0,387	-0,061

Figure 8 : Régression quantile des ROA en fonction des scores ESGC

Les résultats de la régression quantile montrent un effet globalement négatif des scores ESGC sur le ROA des entreprises. Cet impact négatif semble s'accroître pour les entreprises les plus performantes. Concernant l'appartenance régionale, les entreprises scandinaves continuent de bénéficier d'un avantage notable, comme l'indiquent les coefficients positifs pour la variable "Région", qui augmentent de 0,300 à 1,728 à mesure que l'on progresse dans les quantiles. Cela souligne l'effet bénéfique de la localisation en Scandinavie sur les performances financières, particulièrement pour les entreprises les plus performantes.

De plus, la variable "Temps" indique une amélioration du ROA après 2017, suggérant que les entreprises ont, dans l'ensemble, mieux performé après la mise en place de l'Accord de Paris, surtout parmi les entreprises les plus performantes. Cependant, les coefficients d'interaction montrent que l'effet combiné de la période post-2017 et de l'appartenance régionale tend à réduire le ROA, bien que cet impact soit relativement modéré.

#### *Sustainable Growth Rate (150 entreprises)*

<i>Quantiles</i>	<i>Constante</i>	<i>SGR</i>	<i>Région</i>	<i>Temps</i>	<i>Interaction</i>
0,250	0,151	0,763	0,285	0,191	-0,086
0,500	0,637	0,134	0,347	0,118	0,111
0,750	1,715	0,127	2,872	-0,231	-0,230

*Figure 9 : Régression quantile des ROA en fonction des SGR*

Les résultats de la régression quantile montrent un effet globalement positif du SGR sur le ROA. Les entreprises moins performantes tirent un bénéfice plus important en termes d'amélioration du ROA, ce qui montre que le SGR aide davantage celles qui ont des performances initiales plus faibles. L'effet de l'appartenance régionale est également significatif, en particulier dans les quantiles supérieurs, soulignant une fois de plus l'avantage compétitif des entreprises scandinaves en termes de ROA.

Les coefficients de la variable "Temps" indiquent une amélioration générale du ROA après l'Accord de Paris, bien que cet effet soit légèrement négatif dans le quantile supérieur. Enfin, les coefficients d'interaction, suggèrent que l'effet combiné du SGR, de la période post-2017, et de l'appartenance régionale tend à réduire le ROA, bien que cette réduction soit relativement modérée.

#### *Sustainalytics ESG Risk Score (95 entreprises)*

<i>Quantiles</i>	<i>Constante</i>	<i>ESG Risk Score</i>	<i>Région</i>	<i>Temps</i>	<i>Interaction</i>
0,250	0,138	-0,001	0,362	0,199	-0,054
0,500	0,667	-0,004	0,457	0,107	-0,130
0,750	1,468	-0,007	2,595	-0,168	-0,127

*Figure 10 : Régression quantile des ROA en fonction des scores ESG Risk Score*

L'ESG Risk Score révèle un impact globalement faible et négatif sur le ROA des entreprises. Cet effet négatif est légèrement plus prononcé pour les entreprises les plus performantes, ce qui suggère que les entreprises avec un score de risque ESG plus élevé peuvent voir une légère réduction de leur rentabilité, en particulier



dans les quantiles supérieurs. L'appartenance régionale continue de jouer un rôle significatif, avec des coefficients positifs allant de 0,362 à 2,595, renforçant l'idée que les entreprises scandinaves bénéficient d'un avantage régional en matière de performance financière.

Les coefficients pour la variable "Temps" montrent une légère amélioration du ROA pour les entreprises, bien que cet effet soit plus faible dans les quantiles supérieurs. Les coefficients d'interaction, indiquent que l'effet combiné du risque ESG, de la période post-2017, et de l'appartenance régionale tend à avoir un impact légèrement négatif sur le ROA, bien que cet effet soit modéré.

### Conclusion

En conclusion, l'analyse du ROA révèle des dynamiques intéressantes en fonction des scores ESG, ESGC, SGR et le risque ESG, de l'appartenance régionale, et de la période post-2017. Les scores ESG, bien qu'ils aient un effet légèrement négatif sur le ROA, semblent peser davantage sur les entreprises les plus performantes. L'appartenance régionale, en particulier pour les entreprises scandinaves, continue de jouer un rôle positif et significatif dans l'amélioration du ROA. Cependant, l'interaction entre ces facteurs, montre que l'effet combiné n'est pas toujours bénéfique, soulignant la complexité des influences croisées sur la performance financière des entreprises.

## 6.2.2 ROE

### Score ESG (95 entreprises)

Quantiles	Constante	ESG Score	Région	Temps	Interaction
0,250	1,923	0,003	4,994	2,231	-0,877
0,500	7,948	-0,016	4,581	1,626	-2,033
0,750	16,596	-0,089	3,507	2,153	0,506

Figure 11 : Régression quantile des ROE en fonction des scores ESG

Les résultats de la régression quantile montrent que dans le premier quantile, le coefficient du score ESG est légèrement positif, mais il devient négatif et s'amplifie à mesure que l'on progresse vers les quantiles supérieurs, atteignant -0,089. Cela indique que les scores ESG ont un impact de plus en plus négatif sur le ROE des entreprises les plus performantes. L'effet de l'appartenance régionale reste significatif et positif dans tous les quantiles, soulignant l'avantage compétitif des entreprises scandinaves.

Les coefficients de la variable "Temps" montrent également une amélioration continue du ROE après 2017, bien que cette amélioration soit plus faible dans le quantile supérieur. En ce qui concerne l'interaction entre le temps et la région, les résultats sont mitigés, ce qui suggère que l'effet combiné de ces facteurs sur le ROE n'est pas uniforme et dépend du niveau de performance des entreprises.

### ESG Combined Score (95 entreprises)

Quantiles	Constante	ESGC Score	Région	Temps	Interaction
0,250	2,291	-0,002	4,988	2,278	-1,141
0,500	8,014	-0,017	4,610	1,652	-2,083
0,750	16,885	-0,093	3,544	2,141	0,441

Figure 12 : Régression quantile des ROE en fonction des scores ESGC

L'analyse du Score ESGC montre un effet globalement négatif sur le ROE à travers les différents quantiles. Les entreprises avec des scores ESGC plus élevés tendent à afficher une rentabilité plus faible. L'appartenance régionale demeure un facteur significatif et positif dans tous les quantiles, ce qui reflète une meilleure performance des entreprises scandinaves.

Les coefficients pour la variable "Temps" montrent une amélioration du ROE après 2017, bien que cette amélioration soit plus marquée dans les quantiles inférieurs. Quant à l'interaction entre le temps et la région, les résultats montrent un impact négatif dans les quantiles inférieurs, mais cet impact devient légèrement positif dans le quantile supérieur. Cela suggère que l'effet combiné des scores ESGC et de la période post-2017 peut varier significativement selon le niveau de performance des entreprises.

### Sustainable Growth Rate (151 entreprises)

Quantiles	Constante	SGR	Région	Temps	Interaction
0,250	2,263	5,889	3,033	2,149	-0,047
0,500	7,082	5,937	3,943	1,144	-1,543
0,750	12,503	0,732	2,960	0,011	2,279

Figure 13 : Régression quantile des ROE en fonction des scores SGR

L'analyse du SGR montre un effet positif sur le ROE, en particulier dans les quantiles inférieurs et moyens. Cependant, cet effet s'atténue dans le quantile supérieur. Cela suggère que, bien que le SGR soit globalement bénéfique pour la rentabilité des entreprises, son impact est plus limité pour les entreprises les plus performantes. L'appartenance régionale continue de jouer un rôle crucial, comme le montrent les coefficients positifs dans tous les quantiles.

Toutefois, l'effet du temps après 2017 devient marginal dans le quantile supérieur, et l'interaction entre le SGR et la région produit des résultats variés, avec un impact parfois négatif sur le ROE, particulièrement dans les quantiles inférieurs. Ces résultats mettent en lumière la complexité des interactions entre la croissance durable, la localisation régionale, et la période post-2017 sur la rentabilité des entreprises.

### Sustainability ESG Risk Score (93 entreprises)

Quantiles	Constante	ESG Risk Score	Région	Temps	Interaction
0,250	0,524	0,021	5,720	3,119	-1,631
0,500	5,898	0,003	6,506	2,060	-3,116
0,750	12,788	-0,031	5,301	0,526	-0,901

Figure 14 : Régression quantile des ROE en fonction des scores ESG Risk Score

Dans les quantiles inférieurs, le score de risque ESG a un effet légèrement positif sur le ROE, mais cet effet devient négatif dans le quantile supérieur. L'appartenance régionale continue de montrer un impact significatif et positif, en particulier dans le quantile 0,500, soulignant l'avantage des entreprises scandinaves.

Les coefficients pour la variable "Temps" montrent un effet positif dans les quantiles inférieurs, mais cet effet diminue dans le quantile supérieur. Les coefficients d'interaction indiquent que l'effet combiné du risque ESG, de la période post-2017, et de la région a tendance à réduire le ROE, particulièrement pour les entreprises les plus performantes.

### Conclusion

En conclusion, l'analyse du ROE révèle des effets différenciés des scores ESG, ESGC, SGR et le risque ESG sur la rentabilité des entreprises, avec des variations notables en fonction du niveau de performance. Les entreprises scandinaves bénéficient systématiquement d'un avantage régional significatif, renforçant leur compétitivité en matière de rentabilité. Cependant, les scores ESG et ESGC montrent un impact globalement négatif, surtout pour les entreprises les plus performantes, tandis que le risque ESG affecte particulièrement ces dernières. L'interaction entre ces facteurs et la période post-2017 souligne la complexité des influences croisées sur le ROE, suggérant que les stratégies ESG doivent être adaptées au contexte spécifique de chaque entreprise.

## 6.2.3 Revenue Growth %

### Score ESG (96 entreprises)

Quantiles	Constante	ESG Score	Région	Temps	Interaction
0,250	-9,343	0,064	2,649	2,302	-1,666
0,500	3,008	-0,020	0,284	2,939	-1,169
0,750	16,065	-0,115	-2,345	5,373	4,564

Figure 15 : Régression quantile des Revenue Growth % en fonction des scores ESG

Les résultats de la régression quantile sur la croissance des revenus révèlent que le Score ESG a un impact négatif croissant à mesure que l'on monte dans les quantiles. Les coefficients suggèrent que pour les entreprises les plus performantes en termes de croissance des revenus, un score ESG élevé

est associé à une diminution de cette croissance. L'appartenance régionale a, en revanche, un effet positif significatif sur la croissance des revenus, surtout dans les quantiles supérieurs.

L'effet du temps après 2017 est également positif, montrant une amélioration dans tous les quantiles, mais l'interaction entre le temps et la région présente des résultats mixtes. Cela montre que l'effet combiné de ces facteurs sur la croissance des revenus est complexe et dépend du niveau de performance de l'entreprise.

#### ESG Combined Score (96 entreprises)

Quantiles	Constante	ESGC Score	Région	Temps	Interaction
0,250	-9,838	0,070	2,916	2,434	-0,628
0,500	2,666	-0,012	0,422	2,802	-1,365
0,750	15,608	-0,109	-2,162	5,356	4,656

Figure 16 : Régression quantile des Revenue Growth % en fonction des scores ESGC

Les résultats de la régression quantile montrent que l'ESGC a un effet varié sur la croissance des revenus en fonction des quantiles. Dans le quantile inférieur, le score ESGC a un effet légèrement positif, mais cet effet devient négatif et plus prononcé dans les quantiles moyens et supérieurs. Cela suggère que les entreprises les plus performantes en termes de croissance des revenus voient leur performance plus impactée négativement par des scores ESG combinés élevés. L'effet de l'appartenance régionale est significatif dans le quantile inférieur mais devient négatif dans le quantile supérieur, indiquant une variabilité de l'impact régional sur la croissance des revenus.

Le coefficient de la variable "Temps" est globalement positif à travers tous les quantiles, particulièrement dans le quantile supérieur. L'interaction entre le temps et la région montre des effets contrastés, suggérant que l'impact combiné de ces variables peut être bénéfique ou défavorable selon le contexte spécifique des entreprises.

#### Sustainable Growth Rate (150 entreprises)

Quantiles	Constante	SGR	Région	Temps	Interaction
0,250	-4,759	1,875	0,551	1,650	1,015
0,500	2,691	2,413	1,082	1,598	0,724
0,750	10,855	3,393	3,284	3,216	1,376

Figure 17 : Régression quantile des Revenue Growth % en fonction des scores SGR

L'analyse du SGR montre un effet positif sur la croissance des revenus à travers tous les quantiles. Cet effet est plus marqué pour les entreprises situées dans les quantiles supérieurs, indiquant que celles ayant un taux de croissance durable plus élevé tendent à afficher une meilleure performance en termes de revenus. L'appartenance régionale joue également un rôle significatif, avec des coefficients, ce qui souligne l'avantage compétitif des entreprises scandinaves dans la croissance des revenus.

L'effet du temps après 2017 est également favorable, surtout dans le quantile supérieur, indiquant une forte amélioration de la croissance des revenus après l'Accord de Paris. Les coefficients d'interaction montrent un impact positif combiné du SGR, de la période post-2017, et de l'appartenance régionale, suggérant que ces facteurs se renforcent mutuellement, en particulier pour les entreprises les plus performantes. Ces résultats mettent en évidence l'importance du SGR et de l'appartenance régionale dans la promotion de la croissance des revenus, surtout dans un contexte post-2017.

#### *Sustainalytics ESG Risk Score (93 entreprises)*

<i>Quantiles</i>	<i>Constante</i>	<i>ESG Risk Score</i>	<i>Région</i>	<i>Temps</i>	<i>Interaction</i>
0,250	-3,164	-0,029	0,046	2,473	1,030
0,500	8,162	-0,102	0,533	0,013	0,963
0,750	22,881	-0,224	-1,385	-1,808	3,678

*Figure 18 : Régression quantile des Revenue Growth % en fonction des scores ESG Risk Score*

L'analyse de l'ESG Risk Score montre un impact négatif croissant sur la croissance des revenus des entreprises. Cela indique que les entreprises les plus performantes en termes de croissance des revenus sont plus pénalisées par un score de risque ESG élevé. L'appartenance régionale présente un effet positif dans les quantiles inférieurs, mais devient négative dans le quantile supérieur, suggérant que l'avantage des entreprises scandinaves pourrait diminuer parmi les entreprises les plus performantes.

Le coefficient de la variable "Temps" est initialement positif dans le quantile inférieur, mais devient négatif dans le quantile supérieur. Les coefficients d'interaction devient particulièrement positif dans le quantile supérieur, suggérant que certaines entreprises, malgré un risque ESG élevé, ont réussi à bénéficier de l'effet combiné de la période post-2017 et de leur appartenance régionale. Ces résultats soulignent à nouveau la complexité des influences du risque ESG sur la croissance des revenus dans un environnement post-Accord de Paris.

#### *Conclusion*

En conclusion, l'analyse de la croissance des revenus montre des effets variés des scores ESG en fonction des niveaux de performance des entreprises. Les scores ESG et ESGC tendent à avoir un impact négatif plus marqué sur les entreprises les plus performantes, tandis que l'appartenance régionale offre un avantage pour les entreprises scandinaves, bien que cet avantage diminue dans les quantiles supérieurs. L'effet du temps post-2017 est globalement positif, bien qu'il présente des variations selon les groupes. Les interactions entre ces facteurs révèlent des dynamiques complexes, où les entreprises, selon leur contexte spécifique, peuvent tirer parti ou être pénalisées par ces influences combinées, particulièrement dans un environnement post-Accord de Paris.

## 6.2.4 Beta

Score ESG (73 entreprises)

Quantiles	Constante	ESG Score	Région	Temps	Interaction
0,250	0,644	0,002	0,038	-0,503	0,148
0,500	1,110	0,005	-0,047	-0,621	0,152
0,750	1,712	0,005	-0,121	-0,744	0,059

Figure 19 : Régression quantile des betas en fonction des scores ESG

Les résultats de la régression quantile sur le beta montrent que le Score ESG a un impact faible et légèrement positif sur le beta. Cet effet est constant et suggère que les scores ESG n'ont pas un impact significatif sur le risque systématique des entreprises. Pour le coefficient de la variable "Région", quant à elle, montre des effets mixtes, passant de légèrement positif dans le quantile inférieur à négatif dans le quantile supérieur, indiquant que les entreprises scandinaves pourraient être perçues comme légèrement moins risquées dans les quantiles supérieurs.

L'effet du temps après 2017 est négatif dans tous les quantiles, ce qui suggère une réduction du beta après l'Accord de Paris, particulièrement marquée pour les entreprises les plus performantes. Enfin, les coefficients d'interaction, bien que positifs, sont faibles, ce qui indique que l'effet combiné du temps et de la région sur le Beta est limité. Ces résultats montrent que, bien que le Score ESG et l'appartenance régionale aient des influences modérées sur le beta, l'effet global est relativement stable, avec une légère réduction du risque systématique après 2017.

ESG Combined Score (73 entreprises)

Quantiles	Constante	ESGC Score	Région	Temps	Interaction
0,250	0,664	0,002	0,034	-0,507	0,163
0,500	1,125	0,005	-0,059	-0,606	0,147
0,750	1,717	0,005	-0,120	-0,732	0,077

Figure 20 : Régression quantile des betas en fonction des scores ESGC

L'analyse du score ESGC pour le beta montre que l'impact des scores ESGC sur le risque systématique des entreprises est faible. Les coefficients varient légèrement à travers les quantiles, ce qui suggère que les variations dans les scores ESGC n'ont pas d'influence significative sur la sensibilité des entreprises aux mouvements du marché. L'appartenance régionale présente un effet mixte. Dans le quantile inférieur, l'effet est légèrement positif, ce qui pourrait indiquer que les entreprises scandinaves sont perçues comme un peu plus risquées. Toutefois, dans les quantiles moyens et supérieurs, cet effet devient négatif, suggérant que les entreprises scandinaves dans ces groupes sont vues comme légèrement moins risquées.

Le coefficient de la variable "Temps" est uniformément négatif à travers tous les quantiles. Cela suggère une réduction du beta après l'Accord de Paris, particulièrement pour les entreprises les plus

performantes. Les coefficients d'interaction, bien que positifs, restent faibles, ce qui indique que l'effet combiné du temps et de la région sur le beta est minimal.

#### *Sustainable Growth Rate (145 entreprises)*

<i>Quantiles</i>	<i>Constante</i>	<i>SGR</i>	<i>Région</i>	<i>Temps</i>	<i>Interaction</i>
0,250	0,580	0,006	-0,072	-0,331	0,263
0,500	1,181	-0,023	-0,058	-0,400	0,110
0,750	1,930	-0,047	-0,192	-0,626	0,201

*Figure 21 : Régression quantile des betas en fonction des scores SGR*

L'analyse du SGR révèle un impact différencié sur le Beta à travers les quantiles. Dans le quantile inférieur, le SGR a un léger effet positif sur le Beta, suggérant une faible augmentation du risque systématique. Cependant, cet effet devient négatif dans les quantiles moyens et supérieurs indiquant qu'un taux de croissance durable plus élevé est associé à une réduction du beta pour les entreprises plus performantes. La variable "Région" montre un effet négatif à travers tous les quantiles, ce qui suggère que les entreprises scandinaves tendent à avoir un beta légèrement plus faible, surtout dans les quantiles supérieurs.

L'effet du temps après 2017 est également négatif, ce qui indique une diminution du beta après l'Accord de Paris, particulièrement pour les entreprises les plus performantes. Enfin, les coefficients d'interaction, bien que positifs, restent modérés, ce qui suggère que l'effet combiné du SGR, du temps et de la région sur le Beta est limité, mais légèrement plus marqué dans les quantiles inférieurs.

#### *Sustainalytics ESG Risk Score (73 entreprises)*

<i>Quantiles</i>	<i>Constante</i>	<i>ESG Risk Score</i>	<i>Région</i>	<i>Temps</i>	<i>Interaction</i>
0,250	1,870	-0,020	-0,060	-1,040	0,255
0,500	1,799	-0,009	-0,168	-0,758	0,251
0,750	2,460	-0,007	-0,332	-0,952	0,281

*Figure 22 : Régression quantile des betas en fonction des scores ESG Risk Score*

Les résultats de la régression quantile pour le bêta en fonction de l'ESG Risk Score montrent que l'impact de ce dernier est négatif à travers tous les quantiles, mais cet effet s'atténue légèrement à mesure que la performance des entreprises augmente. L'appartenance régionale a un effet négatif croissant sur le bêta.

La période post-2017 présente un effet négatif important sur le beta, surtout pour les entreprises les moins performantes. Enfin, l'interaction entre l'ESG Risk Score et la région montre un effet positif à travers tous les quantiles, avec une influence légèrement croissante pour les entreprises les plus performantes. Cela suggère que l'effet combiné du risque ESG et de l'appartenance régionale peut atténuer le risque systématique, particulièrement pour les entreprises performantes.

## Conclusion

En conclusion, l'analyse du beta révèle que les scores ESG, ESGC, SGR, et le risque ESG ont des impacts relativement faibles sur le risque systématique des entreprises. Globalement, les scores ESG et ESGC n'affectent pas significativement le beta, tandis que le SGR montre une légère tendance à réduire le risque pour les entreprises les plus performantes. L'appartenance régionale, en particulier pour les entreprises scandinaves, est associée à un beta légèrement inférieur, indiquant un risque systématique moindre. Enfin, l'effet du temps post-2017 contribue généralement à une réduction du Beta, suggérant une stabilisation accrue des entreprises après l'Accord de Paris. Ces résultats montrent que ces facteurs influencent modérément le risque systématique.

### 6.2.5 Earnings per Share

Score ESG (77 entreprises)

Quantiles	Constante	ESG Score	Région	Temps	Interaction
0,250	0,053	-0,001	0,952	0,091	0,498
0,500	0,336	-0,004	2,046	0,220	0,921
0,750	1,797	-0,018	3,164	0,803	1,621

Figure 23 : Régression quantile des EPS en fonction des scores ESG

L'analyse du Score ESG révèle un impact légèrement négatif sur l'EPS. Cette tendance suggère que des scores ESG plus élevés peuvent être associés à une légère diminution de l'EPS, particulièrement pour les entreprises les plus performantes. En revanche, l'appartenance régionale a un impact positif significatif sur l'EPS à travers tous les quantiles. Les coefficients indiquent que les entreprises scandinaves ont tendance à avoir un EPS plus élevé, particulièrement parmi les entreprises les plus performantes.

L'effet du temps après 2017 est également positif à travers tous les quantiles. Enfin, les coefficients d'interaction entre le temps et la région sont également positifs et croissants, suggérant que l'effet combiné du temps post-2017 et de l'appartenance régionale est particulièrement bénéfique pour les entreprises scandinaves en termes d'EPS.

ESG Combined Score (78 entreprises)

Quantiles	Constante	ESGC Score	Région	Temps	Interaction
0,250	0,059	-0,001	0,956	0,097	0,452
0,500	0,436	-0,005	2,026	0,247	0,839
0,750	1,874	-0,019	3,096	0,818	1,663

Figure 24 : Régression quantile des EPS en fonction des scores ESGC

L'analyse du score ESGC score sur l'EPS révèle un impact légèrement négatif. Cependant, la variable "Région" a un effet significativement positif sur l'EPS dans tous les quantiles. Cet impact est



particulièrement fort dans le quantile supérieur, suggérant que les entreprises scandinaves tendent à afficher des EPS plus élevés, surtout parmi les plus performantes.

De plus, l'effet du temps après 2017 est également positif, ce qui montre une amélioration continue de l'EPS suite à l'Accord de Paris. Les coefficients d'interaction entre le temps et la région, renforcent l'idée que l'effet combiné de la période post-2017 et de l'appartenance régionale est particulièrement bénéfique pour les entreprises scandinaves.

#### *Sustainable Growth Rate (120 entreprises)*

<i>Quantiles</i>	<i>Constante</i>	<i>SGR</i>	<i>Région</i>	<i>Temps</i>	<i>Interaction</i>
0,250	-0,191	2,872	0,272	0,127	0,023
0,500	0,104	0,541	1,154	0,184	0,597
0,750	0,669	-1,239	2,918	0,560	1,903

*Figure 25 : Régression quantile des EPS en fonction des scores SGR*

L'analyse du SGR révèle des effets variés sur l'EPS selon les quantiles. Dans le quantile inférieur, le SGR a un impact fortement positif sur l'EPS, suggérant que pour les entreprises les moins performantes, un taux de croissance durable plus élevé est associé à une augmentation significative de l'EPS. Cependant, cet effet s'affaiblit dans le quantile moyen et devient même négatif dans le quantile supérieur, indiquant qu'un SGR élevé peut avoir un impact défavorable sur l'EPS des entreprises les plus performantes. L'appartenance régionale reste un facteur positif et significatif à travers tous les quantiles.

Enfin, les coefficients d'interaction, montrent que l'effet combiné du SGR, du temps post-2017, et de l'appartenance régionale est particulièrement bénéfique pour les entreprises scandinaves, surtout dans les quantiles supérieurs.

#### *Sustainalytics ESG Risk Score (75 entreprises)*

<i>Quantiles</i>	<i>Constante</i>	<i>ESG Risk Score</i>	<i>Région</i>	<i>Temps</i>	<i>Interaction</i>
0,250	0,009	-0,001	1,095	0,077	0,772
0,500	0,506	-0,006	2,025	0,020	1,100
0,750	1,783	-0,016	3,171	0,027	1,782

*Figure 26 : Régression quantile des EPS en fonction des scores ESG Risk Score*

L'analyse de l'ESG Risk Score révèle un impact légèrement négatif sur l'EPS. Cette tendance indique que des scores de risque ESG plus élevés sont associés à une légère réduction de l'EPS, particulièrement pour les entreprises les plus performantes. En revanche, la variable "Région" exerce un effet fortement positif sur l'EPS à travers tous les quantiles.

L'effet du temps post-2017 est plus léger mais toujours positif, montrant une légère amélioration de l'EPS après l'Accord de Paris. Enfin, les coefficients d'interaction entre le temps et l'appartenance régionale sont significativement positifs. Ces résultats montrent que, bien que le risque ESG puisse légèrement réduire l'EPS, l'appartenance régionale et l'effet du temps post-2017 jouent un rôle clé dans l'amélioration de la rentabilité des entreprises scandinaves.

## Conclusion

En conclusion, l'analyse de l'EPS révèle que les scores ESG, ESGC, SGR, et le risque ESG ont des impacts variés sur la rentabilité des entreprises. Les scores ESG et ESGC montrent un effet légèrement négatif sur l'EPS, particulièrement pour les entreprises les plus performantes. Cependant, l'appartenance régionale, en particulier pour les entreprises scandinaves, exerce un effet significativement positif sur l'EPS à travers tous les quantiles. L'effet du temps post-2017 est également positif, bien que modéré, renforçant l'EPS après l'Accord de Paris. Les interactions entre ces facteurs montrent que l'appartenance régionale et le contexte post-2017 jouent un rôle clé dans l'amélioration de la rentabilité des entreprises, malgré l'impact des scores ESG.

### 6.2.6 Free Cash Flow per Share

Score ESG (94 entreprises)

Quantiles	Constante	ESG Score	Région	Temps	Interaction
0,250	0,034	-0,011	0,458	0,452	-0,382
0,500	0,644	0,010	-0,242	1,182	-0,778
0,750	2,459	0,113	2,479	-2,180	19,818

Figure 27 : Régression quantile des FCF per Share en fonction des scores ESG

L'analyse du Score ESG pour le FCF per Share montre un impact varié selon les quantiles. Dans le quantile inférieur, le coefficient ESG est légèrement négatif, indiquant que des scores ESG plus élevés peuvent être associés à une légère diminution du FCF per Share pour les entreprises les moins performantes. Toutefois, cet effet devient positif dans les quantiles moyens et supérieurs, suggérant que pour les entreprises les plus performantes, un score ESG plus élevé est associé à une amélioration du FCF per Share. L'appartenance régionale montre des effets variables selon les quantiles.

Le coefficient de la variable "Temps" est également variable, avec un impact positif dans les quantiles inférieurs et moyens, mais négatif dans le quantile supérieur, suggérant une possible volatilité du FCF per Share après l'Accord de Paris pour les entreprises les plus performantes.

Enfin, les coefficients d'interaction montrent une augmentation dramatique dans le quantile supérieur, ce qui indique que l'effet combiné du temps post-2017 et de l'appartenance régionale est particulièrement fort pour les entreprises les plus performantes en termes de FCF per Share. Ces résultats montrent que les scores ESG, le temps, et l'appartenance régionale ont des effets complexes et variés sur le FCF per Share, avec des dynamiques qui diffèrent selon les niveaux de performance des entreprises.

*ESG Combined Score (94 entreprises)*

<i>Quantiles</i>	<i>Constante</i>	<i>ESGC Score</i>	<i>Région</i>	<i>Temps</i>	<i>Interaction</i>
0,250	-0,024	-0,010	0,468	0,429	-0,380
0,500	0,644	0,010	-0,224	1,182	-0,796
0,750	2,544	0,112	2,407	-2,236	19,892

*Figure 28 : Régression quantile des FCF per Share en fonction des scores ESGC*

L'analyse de l'ESGC montre des effets contrastés sur le FCF per Share en fonction des quantiles. Dans le quantile inférieur, le coefficient ESGC est légèrement négatif et devient positif dans les quantiles moyens et supérieurs, indiquant ainsi que pour les entreprises les plus performantes, un score ESGC plus élevé est associé à une amélioration du FCF per Share. Le coefficient de la variable "Région" montre un effet positif dans le quantile inférieur, ce qui suggère que les entreprises scandinaves pourraient bénéficier d'un avantage en termes de FCF per Share. Cependant, cet effet devient négatif dans le quantile moyen, avant de redevenir fortement positif dans le quantile supérieur, suggérant que les entreprises scandinaves les plus performantes continuent de bénéficier d'un avantage notable.

L'effet du temps post-2017 est également variable, avec un impact positif dans les quantiles inférieurs et moyens, mais négatif dans le quantile supérieur, ce qui peut refléter une volatilité élevée du FCF per Share après l'Accord de Paris pour les entreprises les plus performantes. Enfin, les coefficients d'interaction augmentent considérablement dans le quantile supérieur, montrant que l'effet combiné du temps post-2017 et de l'appartenance régionale est particulièrement bénéfique pour les entreprises les plus performantes en termes de FCF per Share.

*Sustainable Growth Rate (147 entreprises)*

<i>Quantiles</i>	<i>Constante</i>	<i>SGR</i>	<i>Région</i>	<i>Temps</i>	<i>Interaction</i>
0,250	-3,101	27,686	-2,618	0,729	-0,119
0,500	-0,219	27,714	-1,004	0,781	0,650
0,750	5,779	27,771	0,142	0,890	5,507

*Figure 29 : Régression quantile des FCF per Share en fonction des scores SGR*

L'analyse du SGR révèle un impact largement positif sur le FCF per Share à travers tous les quantiles. L'appartenance régionale, en revanche, montre des effets variés. Dans le quantile inférieur, le coefficient est négatif, suggérant que les entreprises scandinaves pourraient être désavantagées en termes de FCF per Share. Cependant, cet effet négatif s'atténue dans le quantile moyen et devient légèrement positif dans le quantile supérieur, indiquant une amélioration pour les entreprises scandinaves les plus performantes.

L'effet du temps post-2017 est uniformément positif, ce qui montre une amélioration du FCF per Share après l'Accord de Paris, surtout pour les entreprises les plus performantes. Enfin, les coefficients d'interaction augmentent de manière significative dans le quantile supérieur, ce qui suggère que l'effet combiné du SGR, du temps post-2017, et de l'appartenance régionale est particulièrement favorable pour les entreprises les plus performantes en termes de FCF per Share.

## Sustainability ESG Risk Score (95 entreprises)

Quantiles	Constante	ESG Risk Score	Région	Temps	Interaction
0,250	-0,395	-0,005	0,685	0,304	-1,264
0,500	3,140	-0,030	-0,710	0,068	-0,038
0,750	7,397	0,008	3,683	0,783	14,288

Figure 30 : Régression quantile des FCF per Share en fonction des scores ESG Risk Score

L'analyse de l'ESG Risk Score montre des effets contrastés sur le FCF per Share en fonction des quantiles. L'appartenance régionale montre des effets variables également. Dans le quantile inférieur, le coefficient est positif, indiquant que les entreprises scandinaves bénéficient d'un avantage en termes de FCF per Share. Cependant, cet effet devient négatif dans le quantile moyen avant de redevenir fortement positif dans le quantile supérieur, suggérant que les entreprises scandinaves les plus performantes continuent de bénéficier d'un avantage substantiel.

Le coefficient de la variable "Temps" est globalement positif, bien que modeste, signalant une amélioration du FCF per Share après l'Accord de Paris, surtout pour les entreprises les plus performantes. Les coefficients d'interaction montrent une augmentation notable dans le quantile supérieur, ce qui suggère que l'effet combiné du temps post-2017 et de l'appartenance régionale est particulièrement bénéfique pour les entreprises les plus performantes en termes de FCF per Share.

### Conclusion

En conclusion, l'analyse du FCF per Share révèle que les scores ESG, ESGC, SGR, et le risque ESG ont des impacts variés selon les niveaux de performance des entreprises. L'appartenance régionale favorise clairement les entreprises scandinaves, surtout dans les quantiles supérieurs. L'effet du temps post-2017 est également généralement positif, renforçant le FCF per Share après l'Accord de Paris. Les interactions entre ces facteurs montrent que les entreprises scandinaves bénéficient d'un avantage compétitif important en matière de FCF per Share, particulièrement après 2017.

## **6.3 Régressions multiples**

Afin d'approfondir l'analyse des déterminants de la performance financière des entreprises, une régression multiple est appliquée pour combiner les différents facteurs étudiés. En intégrant l'ensemble des entreprises dans un seul modèle, cette approche permet d'évaluer l'influence conjointe des scores ESG, de la localisation géographique et des changements survenus après 2017. Toutefois, au vu des résultats souvent peu statistiquement significatifs, seules les conclusions générales par indicateurs de performance financière sont présentées ici, tandis que l'analyse détaillée de la régression se trouve en annexe (11 à 16).

### **6.3.1 ROA**

Les résultats de la régression multiple offrent une perspective nuancée sur l'impact des scores ESG, de l'origine géographique, et de l'effet temporel sur le ROA des entreprises. Globalement, l'intégration des critères ESG semble être associée à une diminution du ROA, mais les entreprises scandinaves réussissent mieux financièrement, notamment après 2017, ce qui pourrait refléter une meilleure adaptation ou intégration des pratiques ESG. Cependant, l'interaction entre ces facteurs ne montre pas de synergie significative, suggérant que l'impact de l'Accord de Paris et des pratiques ESG varie selon le contexte et l'origine géographique des entreprises. En somme, les résultats soulignent la complexité de l'effet des pratiques ESG sur la performance financière, avec des différences notables entre les régions et les périodes analysées.

### **6.3.2 ROE**

Les analyses des quatre facteurs ESG par rapport au ROE montrent que, globalement, aucun des facteurs étudiés n'a d'impact statistiquement significatif sur le ROE des entreprises. Bien que certains coefficients, comme ceux du traitement pour les entreprises scandinaves ou du SGR, suggèrent des tendances positives, ces effets ne sont pas fiables sur le plan statistique. De même, les interactions entre le traitement et le temps n'ont pas montré d'impact notable sur le ROE. En résumé, ces facteurs ESG, dans le cadre des modèles examinés, ne semblent pas être des déterminants majeurs de la performance financière des entreprises en termes de ROE.

### **6.3.3 Revenue Growth %**

Les analyses des quatre facteurs ESG par rapport à la croissance des revenus montrent des résultats variés, mais plusieurs tendances émergent. Le Score ESG et le Score ESGC ont tous deux un impact négatif significatif sur la croissance des revenus, indiquant que des scores plus élevés en matière de critères ESG pourraient être associés à une réduction du taux de croissance des revenus. Cela pourrait refléter les coûts ou les défis à court terme associés à l'intégration de ces pratiques. En revanche, le SGR n'a pas montré d'impact significatif, bien qu'il soit associé à une forte diminution de la croissance des revenus, ce qui reste statistiquement non fiable. Enfin, le ESG Risk Score présente également un impact négatif significatif sur la croissance des revenus, renforçant l'idée que les risques liés aux pratiques ESG peuvent pénaliser la performance financière des entreprises. De plus, les variables temps et interaction n'ont pas révélé d'effets significatifs.

#### **6.3.4 Beta**

Les analyses des différents facteurs ESG par rapport au beta montrent qu'aucun des facteurs étudiés, n'a d'impact statistiquement significatif sur la volatilité relative des entreprises par rapport au marché. Bien que certains coefficients suggèrent des variations, comme une légère réduction du Beta après 2017 ou une volatilité légèrement plus élevée pour les entreprises scandinaves, ces effets ne sont pas statistiquement fiables.

#### **6.3.5 EPS (Earnings per Share)**

Les analyses des différents facteurs ESG par rapport à l'EPS montrent que, globalement, aucun des facteurs étudiés n'a d'impact statistiquement significatif sur les EPS des entreprises. Les coefficients pour le traitement et le temps suggèrent parfois des tendances positives sur les bénéfices, mais ces résultats ne sont pas suffisamment solides pour être statistiquement fiables. De plus, les interactions entre le traitement et le temps n'ont pas montré d'impact notable sur l'EPS.

#### **6.3.6 Free Cash Flow per Share**

Les analyses des différents facteurs ESG par rapport au FCF per Share montrent que, globalement, aucun des facteurs étudiés n'a d'impact statistiquement significatif sur le FCF per Share des entreprises. Bien que certains coefficients suggèrent des tendances, telles qu'une réduction du FCF per Share associée à des scores ESGC ou ESG plus élevés, ou à des entreprises scandinaves, ces effets ne sont pas statistiquement fiables. De même, les interactions entre le traitement et le temps n'ont pas montré d'impact significatif sur le FCF per Share.

## 6.4 Régressions séparées

Pour approfondir l'analyse de l'impact des scores ESG sur la performance financière, des régressions linéaires simples ont été réalisées séparément pour les entreprises scandinaves et non-scandinaves. Cette approche distincte permet d'évaluer de manière plus précise comment l'intégration des critères ESG influence les indicateurs de performance financière au sein de chaque groupe géographique.

### 6.4.1 ROA (Return on Assets)

#### 6.4.1.1 Entreprises Scandinaves

*ESG Score (18 entreprises)*

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	5,339432518	1,193200731	4,474882039	1,17143E-05	2,989192293	7,689672744
ESG Score	-0,054220109	0,023255419	-2,331504311	0,020538378	-0,100026166	-0,008414052
Temps	0,999042994	0,932614692	1,071228025	0,285121034	-0,837922494	2,836008483

Figure 53 : Régression linéaire des ROA en fonction des scores ESG en Scandinavie

Le score ESG, suggère qu'une augmentation du score ESG est associée à une diminution notable du ROA, un effet statistiquement significatif. En revanche, le facteur temps, bien que présentant un coefficient positif, n'a pas montré un impact statistiquement significatif sur le ROA, indiquant que l'évolution du ROA au fil du temps ne semble pas être influencée de manière notable pour ces entreprises.

*ESG Combined Score (18 entreprises)*

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	4,802738849	1,221095805	3,933138439	0,000109211	2,397553865	7,207923832
ESGC Score	-0,042308924	0,024166821	-1,750702956	0,081248708	-0,089910164	0,005292315
Temps	0,707279333	0,917448972	0,770919533	0,441497443	-1,09981433	2,514372996

Figure 54 : Régression linéaire des ROA en fonction des scores ESGC en Scandinavie

Le score ESGC, suggère une diminution du ROA en réponse à une augmentation du score ESGC, bien que cet effet soit seulement marginalement significatif. En revanche, bien que le temps semble avoir un effet positif sur le ROA, cet impact n'est pas statistiquement significatif, indiquant que l'évolution du ROA au fil du temps n'est pas clairement influencée par le facteur temporel pour ces entreprises.

*Sustainable Growth Rate (44 entreprises)*

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	2,647060015	0,696987193	3,797860334	0,000161173	1,278162906	4,015957123
SGR	2,465608092	0,755646003	3,262914224	0,00116688	0,98150388	3,949712303
Temps	1,379540332	0,95727927	1,441105408	0,150089027	-0,50057574	3,259656405

Figure 55 : Régression linéaire des ROA en fonction des scores SGR en Scandinavie

Le SGR, exerce un impact significatif et positif sur le ROA, suggérant que les entreprises avec un SGR plus élevé voient leur rentabilité des actifs augmenter. En revanche, bien que le temps ait un coefficient positif, son effet sur le ROA n'est pas significatif, ce qui laisse penser que d'autres facteurs pourraient influencer le ROA au fil du temps.

#### Sustainalytics ESG Risk Score (20 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	3,359215469	1,186931233	2,830168569	0,005035004	1,021418199	5,697012738
ESG Risk Score	-0,020296071	0,018792457	-1,08001155	0,281190475	-0,057309972	0,01671783
Temps	-0,06431663	0,817789288	-0,078646947	0,937377122	-1,675046478	1,546413217

Figure 56 : Régression linéaire des ROA en fonction des scores ESG Risk Score en Scandinavie

Le coefficient de l'ESG Risk Score est négatif, suggérant qu'une augmentation de ce score pourrait réduire le ROA, bien que cet effet ne soit pas statistiquement significatif. De même, la variable Temps, n'a pas d'impact significatif sur le ROA.

#### Conclusion

Les résultats des analyses montrent que, pour les entreprises scandinaves, une meilleure performance en matière de durabilité, mesurée par les scores ESG, ESGC et ESG Risk Score, est généralement associée à une légère diminution du ROA, bien que ces relations ne soient pas toujours significatives. En revanche, le SGR affiche un coefficient positif et significatif, suggérant qu'une croissance durable est liée à une augmentation du ROA. La variable temps n'a pas d'impact notable, tandis que la constante indique un ROA de base élevé.

#### 6.4.1.2 Entreprises européennes hors Scandinavie

##### Score ESG (78 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	3,286545609	0,394865409	8,323204642	2,77168E-16	2,511690456	4,061400762
ESG Score	-0,040302977	0,006567904	-6,136353382	1,21308E-09	-0,053191353	-0,027414601
Temps	0,77745581	0,293346125	2,65030196	0,008168346	0,201814715	1,353096905

Figure 57 : Régression linéaire des ROA en fonction des scores ESG hors Scandinavie

Pour les entreprises européennes hors Scandinavie, le score ESG, montre une relation négative et significative avec le ROA. Par ailleurs, la variable temps, révèle une augmentation significative du ROA au fil du temps. Ces résultats mettent en lumière les influences distinctes du score ESG et du temps sur la performance financière des entreprises européennes hors Scandinavie.



### ESG Combined Score (78 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	3,292819669	0,395689538	8,321725373	2,80424E-16	2,516347305	4,069292032
ESGC Score	-0,040508285	0,006600618	-6,137044605	1,20801E-09	-0,053460857	-0,027555713
Temps	0,767382984	0,292840096	2,620484673	0,008912965	0,192734883	1,342031084

Figure 58 : Régression linéaire des ROA en fonction des scores ESGC hors Scandinavie

Le score ESGC, est également associé à une diminution notable du ROA, soutenue par une statistique. En ce qui concerne la variable temps, son coefficient positif de 0,7674 indique une progression significative du ROA au fil du temps. Ces observations suggèrent que le score ESGC a un effet négatif sur la rentabilité, tandis que le temps contribue positivement à la performance financière de ces entreprises.

### Sustainable Growth Rate (106 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	1,793839718	0,200599625	8,942388181	1,18656E-18	1,40032878	2,187350656
SGR	0,15975957	0,035451203	4,506464027	7,14529E-06	0,09021589	0,229303249
Temps	0,121641284	0,276524896	0,439892702	0,660083258	-0,420810234	0,664092801

Figure 59 : Régression linéaire des ROA en fonction des scores SGR hors Scandinavie

Le SGR, montre un impact positif et significatif sur le ROA, suggérant qu'une croissance durable améliore la rentabilité. En revanche, bien que la variable temps ait un coefficient positif, son impact sur le ROA n'est pas significatif. Ces résultats mettent en évidence l'importance de la croissance durable pour la rentabilité, tandis que l'effet du temps reste limité.

### Sustainalytics ESG Risk Score (75 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	-6,068987436	8,791954107	-0,690288798	0,490186312	-23,32355143	11,18557655
ESG Risk Score	0,055408355	0,133164825	0,416088518	0,677442063	-0,205932977	0,316749687
Temps	0,790280025	5,772269984	0,136909747	0,891132024	-10,53803227	12,11859232

Figure 60 : Régression linéaire des ROA en fonction des scores ESG Risk Score hors Scandinavie

Le coefficient du ESG Risk Score est positif, mais son impact sur le ROA n'est pas significatif. De même, la variable Temps, bien que présentant un coefficient positif, ne montre pas d'influence significative sur le ROA. Ces résultats indiquent que ni le ESG Risk Score ni le temps n'ont un impact notable sur la rentabilité des entreprises hors Scandinavie, laissant supposer que d'autres facteurs pourraient être en jeu.

### Conclusion

Les analyses des quatre variables montrent des résultats cohérents pour les entreprises européennes hors Scandinavie. Globalement, aucun des scores ESG n'a démontré un impact significatif sur le ROA. Le Score ESG, bien que négatif, n'a pas eu d'effet notable sur la rentabilité, et le Score ESGC, également

négatif, n'a pas non plus influencé significativement la performance financière. En revanche, le SGR a un coefficient positif et significatif, indiquant que les entreprises capables de maintenir une croissance durable voient leur ROA s'améliorer. Enfin, l'ESG Risk Score, malgré un coefficient positif, n'a pas montré d'impact significatif sur le ROA. En résumé, seul le SGR a un effet positif et significatif sur le ROA, tandis que les autres variables ESG n'ont pas de lien notable avec la performance financière.

### 6.4.1.3 Conclusion générale et comparaison

Les analyses montrent des différences et des similarités dans l'impact des scores ESG entre les entreprises scandinaves et hors Scandinavie.

Pour les entreprises scandinaves, les scores ESG et ESGC sont associés à une diminution du ROA, probablement en raison des coûts de mise en œuvre des pratiques ESG, bien que ces résultats ne soient pas statistiquement significatifs. En revanche, les entreprises hors Scandinavie montrent également une relation négative entre les scores ESG et ESGC et le ROA, mais encore une fois sans signification statistique. Toutefois, le SGR présente une relation positive et significative avec le ROA pour ces entreprises, suggérant que la capacité à maintenir une croissance durable favorise une meilleure performance financière.

En résumé, l'intégration des critères ESG n'a pas d'impact significatif sur la performance financière en termes de ROA, que ce soit pour les entreprises scandinaves ou hors Scandinavie. Cependant, la croissance durable (SGR) semble être un facteur positif pour les entreprises hors Scandinavie.

## 6.4.2 ROE (Return on Equity)

### 6.4.2.1 Entreprises Scandinaves

#### Score ESG (18 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	11,58211575	1,768814007	6,547955695	3,39712E-10	8,098093556	15,06613795
ESG Score	0,018250332	0,034474091	0,529392709	0,597012401	-0,049653075	0,086153739
Temps	-0,143700013	1,382518371	-0,103940762	0,917301394	-2,866838043	2,579438018

Figure 61 : Régression linéaire des ROE en fonction des scores ESG en Scandinavie

#### ESG Combined Score (18 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	10,88382333	1,799160579	6,049389618	5,40398E-09	7,340027674	14,42761898
ESGC Score	0,034514106	0,035607354	0,96929713	0,333352871	-0,035621483	0,104649696
Temps	-0,253437812	1,351767828	-0,187486199	0,85143462	-2,916006685	2,409131061

Figure 62 : Régression linéaire des ROE en fonction des scores ESGC en Scandinavie

En résumé, l'analyse des scores ESG et ESGC pour les entreprises scandinaves montre que, bien que les coefficients associés à ces scores soient positifs, ils n'ont pas d'impact statistiquement significatif sur le ROE. De même, la variable Temps n'a pas démontré d'influence notable sur la rentabilité des

capitaux propres. Ces résultats suggèrent que, pour les entreprises scandinaves, ni les scores ESG/ESGC ni les changements temporels n'affectent de manière significative la performance des capitaux propres.

#### *Sustainable Growth Rate (44 entreprises)*

<i>Variables</i>	<i>Coefficients</i>	<i>Erreur-type</i>	<i>Statistique t</i>	<i>Probabilité</i>	<i>Limite inférieure (95%)</i>	<i>Limite supérieure (95%)</i>
Constante	10,67099067	0,899603199	11,86188609	3,07246E-29	8,904151583	12,43782976
SGR	4,814942065	0,975314279	4,9368108	1,03677E-06	2,899404865	6,730479264
Temps	2,273265793	1,235562865	1,839862509	0,066294012	-0,153404955	4,69993654

*Figure 63 : Régression linéaire des ROE en fonction des scores SGR en Scandinavie*

Le SGR, a un impact positif et significatif sur le ROE, suggérant que les entreprises qui maintiennent une croissance durable voient une amélioration notable de leur rentabilité. En revanche, bien que la variable temps affiche un coefficient positif, son effet sur le ROE est marginalement significatif, indiquant que l'augmentation du ROE dépend davantage du SGR que de l'évolution temporelle seule.

#### *Sustainalytics ESG Risk Score (20 entreprises)*

<i>Variables</i>	<i>Coefficients</i>	<i>Erreur-type</i>	<i>Statistique t</i>	<i>Probabilité</i>	<i>Limite inférieure (95%)</i>	<i>Limite supérieure (95%)</i>
Constante	11,15070449	2,376674889	4,691724787	4,48919E-06	6,469570556	15,83183841
ESG Risk Score	0,039011055	0,037567459	1,038426744	0,300086893	-0,034982368	0,113004477
Temps	0,55407788	1,63603295	0,33867159	0,735144866	-2,668276759	3,776432519

*Figure 64 : Régression linéaire des ROE en fonction des scores ESG Risk Score en Scandinavie*

Le coefficient du ESG Risk Score, bien qu'étant positif, n'a pas d'impact significatif sur le ROE. De même, la variable temps, n'affiche pas d'effet significatif. En résumé, ni le ESG Risk Score ni le Temps n'ont d'influence notable sur le ROE.

#### *Conclusion*

Les résultats montrent que la constante élevée et significative dans toutes les analyses indique que les entreprises scandinaves bénéficient d'une base de ROE relativement stable et élevée, indépendante des autres variables. Le SGR, en tant que seule variable ESG à montrer un impact positif et significatif, souligne l'importance de la croissance durable dans l'amélioration de la rentabilité des capitaux propres.

En revanche, les scores ESG, ESGC et ESG Risk n'ont pas d'impact statistiquement significatif sur le ROE, suggérant que, bien que les pratiques ESG puissent être importantes pour d'autres raisons, elles ne se traduisent pas directement par une amélioration notable de la rentabilité des capitaux propres pour les entreprises scandinaves.

## 6.4.2.2 Entreprises européennes hors Scandinavie

### Score ESG (77 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	10,65482746	7,305523726	1,458461825	0,145028866	-3,681174545	24,99082947
ESG Score	-0,016593921	0,121528807	-0,136543107	0,89141957	-0,2550761	0,221888258
Temps	0,404920336	5,444696467	0,07436968	0,940731182	-10,27948539	11,08932606

Figure 65 : Régression linéaire des ROE en fonction des scores ESG hors Scandinavie

### ESG Combined Score (77 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	10,76615819	7,321125646	1,4705605	0,141726162	-3,60046026	25,13277665
ESGC Score	-0,018803122	0,122144076	-0,15394215	0,877686566	-0,258492675	0,220886432
Temps	0,429615234	5,435323628	0,079041335	0,937015639	-10,23639769	11,09562816

Figure 66 : Régression linéaire des ROE en fonction des scores ESGC hors Scandinavie

L'analyse des scores ESG et ESGC pour les entreprises hors Scandinavie montre que, bien que les coefficients associés à ces scores suggèrent une légère diminution du ROE, ces effets ne sont pas statistiquement significatifs. De même, la variable temps, bien que présentant des coefficients positifs, n'a pas d'influence notable sur la rentabilité des capitaux propres. Ces résultats indiquent que, pour les entreprises hors Scandinavie, ni les scores ESG/ESGC ni les changements temporels n'ont un impact significatif sur la performance des capitaux propres.

### Sustainable Growth Rate (107 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	9,367154772	2,908288563	3,220847784	0,001307403	3,662095771	15,07221377
SGR	0,705963368	0,474301361	1,488427877	0,136862655	-0,224452301	1,636379038
Temps	-0,127535678	3,753762065	-0,03397543	0,972901573	-7,491122062	7,236050705

Figure 67 : Régression linéaire des ROE en fonction des scores SGR hors Scandinavie

Le SGR, bien qu'ayant un coefficient positif, n'a pas d'impact significatif sur le ROE. De plus, la variable temps, avec un coefficient légèrement négatif de -0,13, n'affiche pas d'effet significatif sur le ROE, confirmant que ni le SGR ni le Temps n'ont une influence notable sur la rentabilité des capitaux propres.

### Sustainalytics ESG Risk Score (73 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	-0,927830035	11,0514824	-0,083955256	0,933110677	-22,61750618	20,76184611
ESG Risk Score	0,169662267	0,167183947	1,014823914	0,310462507	-0,158453503	0,497778038
Temps	3,826975267	7,264834496	0,526780792	0,598475629	-10,4310131	18,08496364

Figure 68 : Régression linéaire des ROE en fonction des scores ESG Risk Score hors Scandinavie

Le ESG Risk Score, bien qu'affichant un coefficient positif, n'est pas non plus statistiquement significatif. De même, la variable temps, avec un coefficient, n'a pas d'effet significatif sur le ROE. En somme, ni le ESG Risk Score, ni le Temps, ni la constante n'ont une influence notable sur la rentabilité des capitaux propres.

### Conclusion

Pour les entreprises hors Scandinavie, les résultats montrent que les variables ESG Score, ESGC, SGR, et ESG Risk Score n'ont pas d'impact statistiquement significatif sur le ROE. Bien que certains coefficients soient positifs ou négatifs, aucune de ces variables n'influence de manière significative la rentabilité des capitaux propres dans les contextes étudiés.

#### 6.4.2.3 Conclusion générale et comparaison

Les analyses des 4 variables révèlent des différences significatives entre les entreprises scandinaves et hors Scandinavie.

Pour les entreprises scandinaves, le ROE de base est élevé et significatif, indiquant une rentabilité initiale élevée. Le SGR a un impact positif et significatif sur le ROE, soulignant l'importance de la gestion durable de la croissance. En revanche, les ESG Score, ESGC Score, et ESG Risk Score n'ont pas d'impact statistiquement significatif, suggérant que les performances ESG ne se traduisent pas directement par une amélioration du ROE.

Pour les entreprises hors Scandinavie, aucune des variables étudiées n'a montré un impact significatif sur le ROE. Ces résultats indiquent une plus grande variabilité et incertitude dans la rentabilité initiale et une absence d'influence notable des pratiques ESG et de la gestion durable sur le ROE.

En résumé, les entreprises scandinaves bénéficient d'une rentabilité de base élevée et d'un impact positif du SGR, tandis que les entreprises hors Scandinavie ne montrent pas de relations significatives avec les variables étudiées.

### 6.4.3 Revenue Growth %

#### 6.4.3.1 Entreprises Scandinaves

Score ESG (18 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	17,91610349	11,05798216	1,620196455	0,106578403	-3,873313228	39,7055202
ESG Score	-0,184603389	0,216379763	-0,85314535	0,394478012	-0,610973115	0,241766338
Temps	5,454243618	8,623700314	0,632471378	0,527715448	-11,53849494	22,44698217

Figure 69 : Régression linéaire des Revenue Growth en fonction des scores ESG en Scandinavie

### ESG Combined Score (18 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	16,05625897	11,25494165	1,426596376	0,15507019	-6,121260412	38,23377835
ESGC Score	-0,143482539	0,223528327	-0,641898685	0,521586635	-0,583938293	0,296973215
Temps	4,370947802	8,411057787	0,519666838	0,603802162	-12,20278514	20,94468074

Figure 70 : Régression linéaire des Revenue Growth en fonction des scores ESGC en Scandinavie

L'analyse des scores ESG et ESGC pour les entreprises Scandinavie montre que, bien que les coefficients associés à ces scores suggèrent une légère diminution du ROE, ces effets ne sont pas statistiquement significatifs. De même, la variable temps, bien que présentant des coefficients positifs, n'a pas d'effet significatif sur le ROE. Ces résultats indiquent que, pour les entreprises scandinaves, ni les scores ESG/ESGC ni les changements temporels n'ont un impact significatif sur la performance des capitaux propres.

### Sustainable Growth Rate (44 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	104,7160798	50,33949942	2,080197082	0,037965686	5,836842667	203,595317
SGR	-27,88374017	53,48242733	-0,521362652	0,602322135	-132,9364657	77,16898537
Temps	-40,63983775	69,12546487	-0,587914133	0,556829065	-176,419361	95,13968555

Figure 71 : Régression linéaire des Revenue Growth en fonction des scores SGR en Scandinavie

Le SGR, avec un coefficient négatif, n'a pas d'impact significatif sur la croissance des revenus. De même, la variable Temps, avec un coefficient négatif de -40,640, n'affiche pas d'effet significatif. Ces résultats suggèrent que ni le SGR ni le Temps ne sont des facteurs déterminants pour la croissance des revenus des entreprises scandinaves.

### Sustainalytics ESG Risk Score (20 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	39,0337602	13,63883698	2,86195665	0,004586899	12,16492388	65,90259653
ESG Risk Score	-0,486656021	0,215886335	-2,254223365	0,025096204	-0,911957285	-0,061354757
Temps	-10,56486734	9,295234247	-1,136589682	0,256857774	-28,87670199	7,746967311

Figure 72 : Régression linéaire des Revenue Growth en fonction des scores ESG Risk Score en Scandinavie

Le ESG Risk Score, avec un coefficient négatif, a un impact significatif et négatif sur la croissance des revenus, suggérant qu'une augmentation du risque ESG est associée à une réduction du taux de croissance des revenus. En revanche, bien que le temps ait un coefficient négatif, son impact sur la croissance des revenus n'est pas significatif. En résumé, le ESG Risk Score influence négativement la croissance des revenus, tandis que l'évolution temporelle ne semble pas avoir d'effet déterminant pour les entreprises scandinaves.

### Conclusion

Les analyses montrent que ni le Score ESG, ni le Score ESGC, ni le SGR, ni le Temps n'ont un impact significatif sur la croissance des revenus des entreprises scandinaves. Le Score ESG et le Score ESGC

ont des coefficients négatifs mais non significatifs, indiquant que ces scores n'influencent pas notablement la croissance des revenus. Le SGR, avec un coefficient négatif et non significatif, et le Temps, avec des coefficients variés mais non significatifs, ne montrent pas non plus d'impact notable.

En revanche, le ESG Risk Score présente un coefficient négatif et significatif, suggérant qu'une augmentation du risque ESG est associée à une diminution de la croissance des revenus. Cela indique que le risque ESG est un facteur important pour les entreprises scandinaves concernant la croissance des revenus.

#### 6.4.3.2 Entreprises européennes hors Scandinavie

##### Score ESG (78 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	15,91371093	4,237199109	3,755714689	0,000183002	7,598715274	24,22870659
ESG Score	-0,206434131	0,070251696	-2,938493217	0,003375187	-0,344294668	-0,068573594
Temps	7,206222509	3,095352861	2,328077874	0,020110094	1,131963325	13,28048169

Figure 73: Régression linéaire des Revenu Growth en fonction des scores ESG hors Scandinavie

##### ESG Combined Score (78 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	15,4965719	4,247976843	3,647988788	0,000278187	7,160426227	23,83271757
ESGC Score	-0,198812769	0,070634784	-2,814658128	0,004980414	-0,337425071	-0,060200467
Temps	7,038213982	3,090973812	2,27702155	0,022999103	0,972548157	13,10387981

Figure 74: Régression linéaire des Revenu Growth en fonction des scores ESGC hors Scandinavie

L'analyse révèle que les scores ESG et ESGC ont tous deux un impact négatif et significatif sur la croissance des revenus, suggérant que son augmentation réduit le taux de croissance. En revanche, la variable temps, avec un coefficient, a un effet positif et significatif, indiquant que la croissance des revenus augmente avec le temps. Ainsi, le score ESG/ESGC nuit à la croissance, tandis que le temps l'améliore.

##### Sustainable Growth Rate (106 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	9,563147832	2,14133233	4,46598022	8,63239E-06	5,362464116	13,76383155
SGR	12,09825389	5,271503895	2,29502892	0,021883587	1,757065714	22,43944206
Temps	-0,743438563	2,964072948	-0,250816554	0,801993941	-6,558104877	5,07122775

Figure 75: Régression linéaire des Revenu Growth en fonction des scores SGR hors Scandinavie

Le SGR a un impact positif et significatif sur la croissance des revenus, suggérant qu'une augmentation du SGR entraîne une hausse notable de la croissance des revenus. En revanche, la variable temps, avec un coefficient, n'a pas d'effet significatif sur la croissance des revenus. En résumé, le SGR est un facteur clé pour la croissance des revenus, tandis que le temps n'a pas d'impact déterminant.

### Sustainalytics ESG Risk Score (73 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	15,46833081	4,761336604	3,248737087	0,001202472	6,123617097	24,81304452
ESG Risk Score	-0,182962946	0,071928499	-2,543678096	0,011136757	-0,324131547	-0,041794345
Temps	-0,91136947	3,126858999	-0,291464844	0,770763516	-7,04821813	5,22547919

Figure 76: Régression linéaire des Revenu Growth en fonction des scores ESG Risk Score hors Scandinavie

Le ESG Risk Score a un impact négatif et significatif sur la croissance des revenus, suggérant qu'une augmentation du risque ESG diminue la croissance des revenus. En revanche, la variable temps, bien que négative, n'a pas d'effet significatif sur la croissance des revenus. En résumé, le ESG Risk Score est un facteur déterminant pour la croissance des revenus, tandis que le temps n'a pas d'influence notable.

#### Conclusion

Les analyses des entreprises européennes hors Scandinavie révèlent que les scores ESG et ESGC ont un impact négatif et significatif sur la croissance des revenus. En revanche, le SGR montre un impact positif et significatif, indiquant que les entreprises avec une croissance durable profitent d'une meilleure expansion des revenus. Le temps a un effet positif dans les modèles ESG et ESGC, mais reste insignifiant dans les modèles SGR et ESG Risk Score. Pour ce dernier, une augmentation du risque ESG entraîne une diminution de la croissance des revenus, soulignant l'importance de la gestion des risques ESG. En conclusion, bien que les scores ESG et ESGC puissent ralentir la croissance à court terme, une gestion efficace du SGR et des risques ESG peut soutenir une croissance durable des revenus.

#### 6.4.3.3 Conclusion générale et comparaison

Les analyses des entreprises scandinaves et hors Scandinavie révèlent des différences marquées dans l'impact des variables ESG, ESGC, SGR, et ESG Risk Score sur la croissance des revenus.

Pour les entreprises scandinaves, les scores ESG et ESGC montrent des coefficients négatifs, mais non significatifs, indiquant que les pratiques ESG n'ont pas un effet déterminant sur la croissance des revenus. Le SGR et le temps n'ont également pas d'impact significatif, bien que la constante suggère un taux de croissance des revenus de base élevé. En revanche, le ESG Risk Score a un impact négatif et significatif, indiquant qu'une augmentation du risque ESG réduit la croissance des revenus.

Pour les entreprises hors Scandinavie, les scores ESG et ESGC ont un impact négatif et significatif sur la croissance des revenus, probablement en raison des coûts liés à la mise en œuvre des pratiques ESG. Le SGR a un effet positif et significatif, suggérant que la croissance durable favorise la croissance des revenus. Le temps montre un effet positif dans les modèles ESG et ESGC, mais reste insignifiant pour le SGR et le ESG Risk Score.

En résumé, bien que les scores ESG puissent freiner la croissance des revenus dans les deux régions, une gestion efficace du SGR et du risque ESG est essentielle pour soutenir une croissance durable. Les entreprises scandinaves ne montrent pas de lien significatif entre les scores ESG et ESGC et la croissance des revenus, tandis que ces scores ont un impact négatif marqué pour les entreprises hors Scandinavie.



## 6.4.4 Beta

### 6.4.4.1 Entreprises Scandinaves

#### Score ESG (18 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	1,107848112	0,142403296	7,779652175	2,04979E-13	0,827351499	1,388344724
ESG Score	0,004102234	0,002769553	1,481190273	0,139846053	-0,001353048	0,009557516
Temps	-0,62936426	0,111172805	-5,661135016	4,20921E-08	-0,848345113	-0,410383406

Figure 77: Régression linéaire des betas en fonction des scores ESG en Scandinavie

#### ESG Combined Score (18 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	1,183048676	0,145472332	8,132465195	2,13349E-14	0,896506879	1,469590473
ESGC Score	0,002405883	0,002873133	0,837372822	0,403202466	-0,003253424	0,00806519
Temps	-0,599253996	0,109195646	-5,487892745	1,0173E-07	-0,814340372	-0,384167619

Figure 78: Régression linéaire des betas en fonction des scores ESGC en Scandinavie

Bien que le score ESG et ESGC ont un coefficient positif, leur impact n'est pas significatif. En revanche, le temps a un effet significatif sur le beta. Ainsi, le temps influence notablement la diminution du beta, tandis que le score ESG/ESGC n'a pas d'impact notable.

#### Sustainable Growth Rate (42 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	1,205143871	0,073933242	16,30043315	2,74664E-49	1,059927947	1,350359796
SGR	-0,112841544	0,08563958	-1,317633078	0,188157717	-0,281050464	0,055367376
Temps	-0,379826223	0,102553677	-3,703682164	0,000233241	-0,581256954	-0,178395493

Figure 79: Régression linéaire des betas en fonction des scores SGR en Scandinavie

Le SGR, n'a pas d'impact significatif sur le beta ( $p > 0,05$ ). En revanche, le temps a un effet significatif sur la réduction du beta ( $p < 0,001$ ). Ainsi, le temps influence négativement le beta, tandis que le SGR n'a pas d'impact notable.

#### Sustainalytics ESG Risk Score (20 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	2,035149624	0,172893906	11,77108937	1,09709E-25	1,694615235	2,375684014
ESG Risk Score	-0,014916992	0,002737396	-5,449335452	1,22238E-07	-0,020308608	-0,009525375
Temps	-0,791833562	0,119122979	-6,647194082	1,89892E-10	-1,02645994	-0,557207185

Figure 80: Régression linéaire des betas en fonction des scores ESG Risk Score en Scandinavie

Le ESG Risk Score, a un impact négatif et significatif sur le beta, suggérant qu'une augmentation du risque ESG diminue le beta. Le temps, avec un coefficient de -0,792, montre également un effet négatif significatif sur le beta, indiquant une réduction du beta au fil du temps. En résumé, tant le ESG Risk Score que le temps influencent négativement le beta.

### Conclusion

Pour les pays scandinaves, l'analyse des variables de durabilité montre que le ESG Score et le ESGC Score n'ont pas d'impact statistiquement significatif sur le beta des entreprises, indiquant que ces scores n'influencent pas de manière notable le beta. En revanche, le SGR montre également un effet non significatif. Cependant, le ESG Risk Score a un impact négatif et statistiquement significatif sur le beta, indiquant qu'une augmentation du risque ESG est associée à une diminution du beta. De plus, le temps a un effet négatif et significatif, suggérant une diminution du beta au fil des années.

#### 6.4.4.2 Entreprises européennes hors Scandinavie

##### Score ESG (75 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	1,532296363	0,562609545	2,723552019	0,00657369	0,428232766	2,636359959
ESG Score	0,001101281	0,009340681	0,117901571	0,906169908	-0,017228849	0,019431411
Temps	-0,959627647	0,42074505	-2,280781788	0,022776174	-1,785296705	-0,133958589

Figure 81: Régression linéaire des betas en fonction des scores ESG hors Scandinavie

##### ESG Combined Score (75 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	1,544590611	0,563753655	2,739832547	0,006259166	0,438281817	2,650899405
ESGC Score	0,000863835	0,009386794	0,092026649	0,926695751	-0,017556786	0,019284456
Temps	-0,955979436	0,419988765	-2,276202406	0,023049794	-1,780164362	-0,131794511

Figure 82: Régression linéaire des betas en fonction des scores ESGC hors Scandinavie

Le score ESG et ESGC, bien que tous deux positif, n'ont pas d'impact significatif sur le beta. Cependant, le temps, montre un effet négatif et significatif sur le beta ( $p < 0,05$ ), suggérant que le beta diminue avec le temps. Ainsi, le temps réduit significativement le beta, tandis que le score ESG/ESGC n'a pas d'influence notable.

##### Sustainable Growth Rate (103 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	1,389543254	0,210940073	6,587383957	6,40743E-11	0,975735651	1,803350857
SGR	-0,022487269	0,036824359	-0,610662878	0,541526037	-0,094726743	0,049752204
Temps	-0,742717184	0,291871114	-2,544675196	0,01104899	-1,315289688	-0,17014468

Figure 83: Régression linéaire des betas en fonction des scores SGR hors Scandinavie

Le SGR, bien qu'affichant un coefficient négatif de -0,0225, n'a pas d'impact significatif sur le beta. En revanche, le temps, a un effet significatif sur la réduction du beta, suggérant que le beta diminue avec le temps. Ainsi, tandis que le SGR n'influence pas notablement le beta, le temps le réduit de manière significative.

#### *Sustainalytics ESG Risk Score (72 entreprises)*

<i>Variables</i>	<i>Coefficients</i>	<i>Erreur-type</i>	<i>Statistique t</i>	<i>Probabilité</i>	<i>Limite inférieure (95%)</i>	<i>Limite supérieure (95%)</i>
Constante	0,059037657	3,111753681	0,018972471	0,984867295	-6,048146422	6,166221736
ESG Risk Score	-0,00455176	0,047243728	-0,096346335	0,923267081	-0,097273156	0,088169636
Temps	0,687548601	2,036928295	0,337541877	0,735787596	-3,310163727	4,685260929

*Figure 84: Régression linéaire des betas en fonction des scores ESG Risk Score hors Scandinavie*

Le ESG Risk Score, bien qu'ayant un coefficient négatif, n'a pas d'impact significatif sur le beta. De même, la variable Temps, n'a pas d'effet notable sur le beta. En résumé, ni le ESG Risk Score ni le temps n'influencent significativement le beta des entreprises hors Scandinavie.

#### *Conclusion*

Pour les pays hors Scandinavie, l'analyse des quatre variables de durabilité montre qu'aucune n'a un impact statistiquement significatif sur le beta des entreprises. Le ESG Score et le ESGC Score ont des coefficients positifs, mais les probabilités associées sont bien au-dessus du seuil de significativité de 0,05, indiquant qu'ils n'influencent pas de manière notable le beta. De même, le SGR présente un coefficient négatif sans significativité statistique, suggérant qu'il n'a pas d'impact notable sur le beta. En ce qui concerne le ESG Risk Score, bien que son coefficient soit négatif, il n'est pas statistiquement significatif non plus. Par ailleurs, la variable Temps n'a pas montré d'effet significatif sur le beta, bien que son coefficient soit positif.

#### **6.4.4.3 Conclusion générale et comparaison**

Pour les pays scandinaves, l'analyse des variables de durabilité montre des résultats variés. Le ESG Score, le ESGC Score, et le SGR n'ont pas d'impact statistiquement significatif sur le beta, indiquant qu'ils n'influencent pas de manière notable le beta des entreprises scandinaves. En revanche, le ESG Risk Score a un impact négatif significatif, montrant qu'une augmentation du risque ESG est associée à une diminution du beta. De plus, la variable Temps a également un impact négatif et significatif, suggérant que le beta diminue au fil des années.

Pour les pays hors Scandinavie, aucune des variables de durabilité n'a d'impact significatif sur le beta des entreprises. Le ESG Score, le ESGC Score, et le SGR n'ont pas de significativité statistique, et le Temps, bien que présentant un coefficient positif, n'a pas non plus montré d'effet significatif.

En conclusion, les variables de durabilité n'ont pas d'impact significatif sur le beta des entreprises hors Scandinavie, tandis que pour les pays scandinaves, le ESG Risk Score et le Temps montrent des impacts négatifs et significatifs sur le beta.

## 6.4.5 EPS (Earnings per Share)

### 6.4.5.1 Entreprises Scandinaves

#### Score ESG (18 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	5,826781392	1,487586938	3,916935033	0,000116956	2,896387401	8,757175383
ESG Score	-0,057622779	0,028627018	-2,012880946	0,045244049	-0,114015074	-0,001230484
Temps	2,02456579	1,131696696	1,788965008	0,074881509	-0,204760856	4,253892436

Figure 85: Régression linéaire des EPS en fonction des scores ESG en Scandinavie

#### ESG Combined Score (18 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	5,711510897	1,517944956	3,762660084	0,000211363	2,721314717	8,701707076
ESGC Score	-0,055517953	0,029670075	-1,8711767	0,062537315	-0,113964964	0,002929058
Temps	1,825205755	1,110111122	1,644164913	0,101451375	-0,361599518	4,012011029

Figure 86: Régression linéaire des EPS en fonction des scores ESGC en Scandinavie

Le score ESG et ESGC ont tous deux un impact négatif et significatif sur les EPS, suggérant qu'une augmentation du score ESG est associée à une diminution des EPS. La variable temps, bien qu'affichant un coefficient positif, n'est pas significative, mais montre une tendance possible à l'augmentation des EPS au fil du temps. En résumé, le score ESG/ESGC réduit significativement les EPS, tandis que le temps montre une tendance positive, mais non significative.

#### Sustainable Growth Rate (43 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	2,321146341	0,486203333	4,774023915	2,30417E-06	1,366155951	3,276136732
SGR	0,313790651	0,528607416	0,593617572	0,553005915	-0,724488949	1,352070251
Temps	1,734985968	0,663692342	2,614141913	0,009184181	0,43137539	3,038596546

Figure 87: Régression linéaire des EPS en fonction des scores SGR en Scandinavie

Le SGR, avec un coefficient de 0,314, n'a pas d'impact significatif sur les EPS. En revanche, la variable temps, avec un coefficient de 1,735, a un impact positif et significatif sur les EPS, indiquant une augmentation des EPS au fil du temps. En résumé, bien que le SGR n'ait pas d'effet notable, le temps favorise une croissance des EPS pour les entreprises scandinaves.

### Sustainalytics ESG Risk Score (20 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	9,993770866	1,624884074	6,150451609	3,13791E-09	6,793181472	13,19436026
ESG Risk Score	-0,121889086	0,025592668	-4,762656525	3,27962E-06	-0,172299833	-0,071478338
Temps	-0,990940134	1,120875093	-0,884077218	0,377524815	-3,198765906	1,216885637

Figure 88: Régression linéaire des EPS en fonction des scores ESG Risk Score en Scandinavie

Le ESG Risk Score a un impact négatif et significatif sur les EPS. En revanche, la variable temps, bien que négative avec un coefficient, n'a pas d'impact statistiquement significatif sur les EPS. En résumé, le ESG Risk Score réduit significativement les EPS, tandis que le Temps n'a pas d'influence notable sur les performances financières des entreprises scandinaves.

### Conclusion

Pour les pays scandinaves, l'analyse des quatre variables de durabilité montre des impacts variés sur les EPS des entreprises. Le ESG Score a un impact négatif et statistiquement significatif, indiquant qu'une augmentation du score ESG est associée à une diminution des EPS. Le ESGC Score montre également un impact négatif, bien que proche du seuil de significativité, suggérant qu'il pourrait également réduire les EPS. En revanche, le SGR n'a pas d'impact significatif sur les EPS, ce qui signifie qu'il n'influence pas de manière notable les performances financières des entreprises. Enfin, le ESG Risk Score a un impact négatif et significatif sur les EPS, montrant qu'une augmentation du risque ESG est liée à une baisse des performances financières. La variable Temps a un impact positif et significatif, indiquant que les EPS augmentent au fil du temps.

### 6.4.5.2 Entreprises européennes hors Scandinavie

#### Score ESG (59 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	-1960,154349	3169,781215	-0,6183879	0,536510214	-8183,003118	4262,69442
ESG Score	-5,681592374	52,38441881	-0,108459586	0,913660578	-108,5215974	97,15841265
Temps	2348,284662	2111,651356	1,112060784	0,266473652	-1797,265502	6493,834827

Figure 89: Régression linéaire des EPS en fonction des scores ESG hors Scandinavie

#### ESG Combined Score (60 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	-1932,928125	3141,396624	-0,615308526	0,538538392	-8099,944509	4234,088259
ESGC Score	-6,081583882	52,01494984	-0,116919922	0,906954938	-108,1944611	96,03129338
Temps	2343,516682	2077,445563	1,128076097	0,259649964	-1734,809731	6421,843095

Figure 90: Régression linéaire des EPS en fonction des scores ESGC hors Scandinavie

Les résultats du score ESG et ESGC n'ont pas d'impact significatif, bien que le coefficient suggère une relation potentiellement favorable. De même, la variable temps, malgré un coefficient positif, n'est pas statistiquement significative. En résumé, ni le score ESG/ESGC ni le Temps n'ont un impact notable

sur les EPS des entreprises hors Scandinavie, et les résultats ne montrent pas d'influence significative des scores ESG et ESGC sur les performances financières.

#### *Sustainable Growth Rate (77 entreprises)*

<i>Variables</i>	<i>Coefficients</i>	<i>Erreur-type</i>	<i>Statistique t</i>	<i>Probabilité</i>	<i>Limite inférieure (95%)</i>	<i>Limite supérieure (95%)</i>
Constante	-4460,883036	1740,74024	-2,562635672	0,010536214	-7876,881515	-1044,884557
SGR	-141,7665938	261,0788292	-0,543003024	0,587250944	-654,1031635	370,5699758
Temps	4459,411064	2417,512987	1,844627553	0,06539275	-284,674523	9203,496651

*Figure 91: Régression linéaire des EPS en fonction des scores SGR hors Scandinavie*

Le SGR, bien que négatif avec un coefficient, n'a pas d'impact significatif sur les EPS, suggérant qu'il n'influence pas notablement les performances financières. En revanche, la variable temps, montre une tendance positive et est proche du seuil de significativité ( $p < 0,10$ ), indiquant que les EPS pourraient augmenter avec le temps.

#### *Sustainalytics ESG Risk Score (59 entreprises)*

<i>Variables</i>	<i>Coefficients</i>	<i>Erreur-type</i>	<i>Statistique t</i>	<i>Probabilité</i>	<i>Limite inférieure (95%)</i>	<i>Limite supérieure (95%)</i>
Constante	-3546,146045	4371,027133	-0,811284382	0,417491344	-12128,75233	5036,460243
ESG Risk Score	14,98190887	65,45805165	0,228878014	0,819033781	-113,5463909	143,5102087
Temps	3028,037053	2813,049168	1,076425214	0,28212573	-2495,445814	8551,51992

*Figure 92: Régression linéaire des EPS en fonction des scores ESG Risk Score hors Scandinavie*

Le ESG Risk Score, n'a également pas d'effet significatif sur les EPS. De même, la variable temps, malgré un coefficient positif, n'influence pas significativement les EPS. En résumé, pour les entreprises hors Scandinavie, ni le ESG Risk Score ni le Temps n'ont d'impact significatif sur les EPS, et la constante non plus.

#### *Conclusion*

Pour les pays hors Scandinavie, les analyses montrent que ni le ESG Score, ni le ESGC Score, ni le SGR, ni le ESG Risk Score n'ont d'impact statistiquement significatif sur les EPS des entreprises. Les coefficients de ces variables, qu'ils soient positifs ou négatifs, indiquent des relations potentielles mais ne sont pas soutenus par des résultats significatifs. En résumé, les scores de durabilité et le facteur de croissance durable n'influencent pas de manière notable les performances financières des entreprises hors Scandinavie.

#### **6.4.5.3 Conclusion générale et comparaison**

Pour les pays scandinaves, les analyses montrent que le ESG Score et le ESG Risk Score ont un impact négatif et statistiquement significatif sur les EPS. Cela suggère qu'une augmentation de ces scores de durabilité est associée à une diminution des EPS, indiquant un lien entre de meilleures performances en matière de durabilité et des performances financières moindres. En revanche, le SGR et le ESGC

Score n'ont pas d'impact statistiquement significatif sur les EPS. La variable Temps montre un effet positif et significatif, indiquant une augmentation des EPS au fil du temps.

Pour les pays hors Scandinavie, les analyses montrent que ni le ESG Score, ni le ESGC Score, ni le SGR, ni le ESG Risk Score n'ont d'impact statistiquement significatif sur les EPS. Les coefficients de ces variables, qu'ils soient positifs ou négatifs, n'influencent pas de manière notable les performances financières des entreprises. La variable Temps montre une tendance positive mais n'est pas significative.

En comparant les deux régions, les scores ESG et ESG Risk montrent un impact négatif significatif sur les EPS des entreprises scandinaves, tandis que ces mêmes scores n'ont pas d'impact notable pour les entreprises hors Scandinavie. Le SGR et le ESGC Score n'ont d'impact significatif dans aucune des régions. Le temps influence positivement les EPS dans les pays scandinaves, alors qu'il n'a pas d'impact significatif dans les pays hors Scandinavie. Cela suggère que les entreprises scandinaves subissent davantage l'influence des scores de durabilité sur leurs performances financières comparativement aux entreprises hors Scandinavie.

## 6.4.6 Free Cash Flow per Share

### 6.4.6.1 Entreprises Scandinaves

Score ESG (18 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	16,75942277	11,54093998	1,452171382	0,147759999	-5,975047615	39,49389315
ESG Score	-0,248821723	0,225469261	-1,103572708	0,270883811	-0,692973086	0,195329641
Temps	22,75835163	9,002450087	2,52801753	0,012113601	5,024446499	40,49225677

Figure 93: Régression linéaire des FCF per Share en fonction des scores ESG en Scandinavie

ESG Combined Score (18 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	12,95126074	11,77134118	1,100236629	0,272331362	-10,23707641	36,13959789
ESGC Score	-0,163132204	0,233488365	-0,698673803	0,485432375	-0,623080381	0,296815973
Temps	21,1981066	8,848960771	2,395547584	0,017362706	3,766559703	38,62965349

Figure 94: Régression linéaire des FCF per Share en fonction des scores ESGC en Scandinavie

Le score ESG et ESGC, avec un coefficient légèrement négatif, ne montre pas d'effet significatif sur le FCF per Share. En revanche, la variable temps, avec un coefficient positif, a un impact significatif et positif sur le FCF per Share, indiquant que les flux de trésorerie libres par action augmentent au fil du temps.

### Sustainable Growth Rate (44 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	-2,945165358	5,284109501	-0,557362666	0,57749619	-13,32363744	7,433306724
SGR	-2,373596078	5,710785722	-0,415633889	0,677832718	-13,5900991	8,842906943
Temps	19,43310953	7,292672267	2,664744667	0,007920625	5,109637338	33,75658173

Figure 95: Régression linéaire des FCF per Share en fonction des scores SGR en Scandinavie

Le SGR, avec un coefficient légèrement négatif, ne montre également pas d'effet significatif sur le FCF per Share. En revanche, la variable temps, avec un coefficient positif de 19,433, a un impact significatif et positif, suggérant que le FCF per Share augmente au fil du temps. Cela montre que, bien que le SGR n'ait pas d'influence notable, la croissance temporelle est un facteur clé pour l'amélioration des performances financières des entreprises scandinaves.

### Sustainalytics ESG Risk Score (entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	12,25898129	15,38242645	0,796947174	0,426247094	-18,03847282	42,55643541
ESG Risk Score	-0,071230667	0,243547043	-0,292471902	0,770171369	-0,550924517	0,408463183
Temps	11,86351871	10,59840977	1,119367808	0,264070597	-9,011265552	32,73830296

Figure 96: Régression linéaire des FCF per Share en fonction des scores ESG Risk Score en Scandinavie

Le ESG Risk Score, avec un coefficient légèrement négatif, n'a pas non plus d'effet significatif sur le FCF per Share. De même, bien que la variable temps présente un coefficient positif, son impact n'est pas statistiquement significatif. En résumé, ni le ESG Risk Score ni le Temps ne montrent d'influence notable sur le FCF per Share pour les entreprises scandinaves.

### Conclusion

Pour les pays scandinaves, l'analyse des quatre facteurs de durabilité montre que ces variables n'ont pas d'impact statistiquement significatif sur le FCF per Share. Les coefficients négatifs associés à ces scores de durabilité suggèrent une relation potentiellement défavorable avec les flux de trésorerie disponibles par action, mais ces relations ne sont pas confirmées de manière significative dans les résultats obtenus. En revanche, la variable Temps montre un impact positif et significatif dans plusieurs analyses, indiquant que le FCF per Share des entreprises scandinaves tend à augmenter avec le temps, indépendamment des scores de durabilité. Cela suggère que, dans cette région, la croissance temporelle joue un rôle plus déterminant dans l'amélioration des performances financières des entreprises que les scores ESG, ESGC, ou le SGR.



## 6.4.6.2 Entreprises européennes hors Scandinavie

### Score ESG (73 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	10420,45539	11596,0897	0,89861804	0,36907938	-12335,8868	33176,79759
ESG Score	-43,85671873	191,7295282	-0,228742641	0,819117215	-420,109651	332,3962136
Temps	-7520,896174	8250,999012	-0,911513401	0,362251627	-23712,7817	8670,989353

Figure 97: Régression linéaire des FCF per Share en fonction des scores ESG hors Scandinavie

### ESG Combined Score (73 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	10385,31581	11621,06029	0,893663362	0,371723929	-12420,02905	33190,66067
ESGC Score	-43,27995627	192,6940972	-0,224604474	0,822334336	-421,4257735	334,865861
Temps	-7542,714863	8235,618647	-0,915864999	0,35996557	-23704,41773	8618,988002

Figure 98: Régression linéaire des FCF per Share en fonction des scores ESGC hors Scandinavie

Le score ESG et ESGC, avec un coefficient négatif, n'a pas d'effet significatif sur le FCF per Share. De même, la variable temps, malgré un coefficient négatif, ne montre pas d'impact significatif. En résumé, ni le score ESG/EGSC ni le temps ne montrent d'influence significative sur le FCF per Share pour les entreprises hors Scandinavie selon cette analyse.

### Sustainable Growth Rate (103 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	3333,627068	4466,72836	0,74632411	0,455601592	-5428,855673	12096,10981
SGR	3320,642431	776,7988512	4,274777732	2,04767E-05	1796,778435	4844,506427
Temps	-3492,156875	6146,168639	-0,568184357	0,570004282	-15549,23586	8564,922106

Figure 99: Régression linéaire des FCF per Share en fonction des scores SGR hors Scandinavie

L'analyse montre que le SGR a un impact positif et statistiquement significatif sur le FCF per Share des entreprises hors Scandinavie, ce qui indique que les entreprises affichant une meilleure croissance durable tendent à générer plus de FCF par action. En revanche, la variable temps, malgré un coefficient négatif, n'a d'impact statistiquement significatif. En résumé, pour ces entreprises, le SGR est un facteur clé qui influence positivement le FCF per Share, tandis que le temps ne montre pas d'effet significatif.

### Sustainalytics ESG Risk Score (73 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	10455,3094	16097,64659	0,649493039	0,51618528	-21137,93816	42048,55697
ESG Risk Score	-26,4655377	243,0977139	-0,1088679	0,913331507	-503,5692074	450,638132
Temps	-9540,335674	10602,32467	-0,899834326	0,368448854	-30348,46227	11267,79093

Figure 100: Régression linéaire des FCF per Share en fonction des scores ESG Risk Score hors Scandinavie

L'analyse révèle que ni le ESG Risk Score ni la variable Temps n'ont d'impact statistiquement significatif sur le FCF per Share des entreprises hors Scandinavie. La variable temps, avec un coefficient négatif, n'a pas d'effet significatif. Bien que ces coefficients négatifs suggèrent une relation potentiellement défavorable entre un score de risque ESG plus élevé ou le temps et une diminution du FCF per Share, ces relations ne sont pas confirmées de manière significative.

### Conclusion

Pour les pays hors Scandinavie, les analyses montrent que ni le ESG Score, ni le ESGC Score, ni le ESG Risk Score n'ont d'impact statistiquement significatif sur le FCF per Share des entreprises. Bien que certains coefficients suggèrent une relation potentiellement négative entre ces scores et les flux de trésorerie disponibles par action, ces relations ne sont pas confirmées de manière significative. En revanche, le SGR montre un impact positif et significatif, indiquant que la croissance durable est un facteur important qui influence positivement le FCF per Share dans cette région. En résumé, les variables liées à la durabilité n'ont pas de lien significatif avec le FCF per Share, à l'exception du SGR qui semble jouer un rôle plus déterminant.

#### 6.4.6.3 Conclusion générale et comparaison

L'analyse comparative des pays scandinaves et hors Scandinavie concernant l'impact des facteurs de durabilité sur le Free FCF per Share révèle des différences notables.

Pour les pays scandinaves, les scores de durabilité n'ont pas d'impact statistiquement significatif sur le FCF. Bien que les coefficients soient souvent négatifs, suggérant une relation potentiellement défavorable entre la performance en durabilité et le FCF, ces relations ne sont pas confirmées de manière significative. En revanche, la variable Temps a un impact positif et significatif, indiquant que le FCF des entreprises scandinaves tend à augmenter avec le temps, indépendamment des scores de durabilité.

En comparaison, pour les pays hors Scandinavie, seul le SGR montre un impact positif et significatif sur le FCF, soulignant l'importance de la croissance durable dans cette région. Les autres facteurs de durabilité n'ont pas d'impact significatif, similaire aux résultats observés en Scandinavie.

La principale différence entre les deux régions réside dans l'influence du temps : en Scandinavie, le temps a un impact significatif et positif sur le FCF, tandis que dans les pays hors Scandinavie, ce n'est pas le cas. Cela suggère que la croissance temporelle est un facteur clé pour les performances financières en Scandinavie, tandis que le SGR est plus déterminant pour l'amélioration du FCF dans les pays hors Scandinavie.

En conclusion, bien que les scores de durabilité n'aient pas d'impact significatif sur le FCF dans les deux régions, le temps est un facteur plus influent en Scandinavie, tandis que le SGR est plus pertinent pour les entreprises hors Scandinavie.

## 7. Synthèse des résultats

Les tableaux suivants synthétisent les résultats des différentes analyses effectuées. Chaque tableau présente une vue d'ensemble des résultats pour plusieurs indicateurs clés en se basant sur les différentes méthodologies d'analyse.

	Scandinaves	Non-Scandinaves
<b>ROA</b>	Avant 2017 : ROA moyen supérieur de 1,867 Après 2017 : Augmentation de 1,258 Diff-in-Diff : Effet <u>positif</u> de l'Accord de Paris non statistiquement significatif	Avant 2017 : ROA moyen de 1,179 Après 2017 : Augmentation de 1,760 Diff-in-Diff : Effet du temps non significatif
<b>ROE</b>	Avant 2017 : ROE moyen supérieur de 2,395 Après 2017 : Augmentation de 1,459 Diff-in-Diff : Effet <u>positif</u> de l'Accord de Paris non statistiquement significatif	Avant 2017 : ROE moyen de 9,060 Après 2017 : Augmentation de 0,676 Diff-in-Diff : Effet du temps non significatif
<b>Revenue Growth %</b>	Avant 2017 : Croissance légèrement supérieure Après 2017 : Forte augmentation de 62,222 Diff-in-Diff : Effet extrêmement <u>positif</u> de l'Accord de Paris non statistiquement significatif	Avant 2017 : Croissance moyenne de 8,592 Après 2017 : Légère diminution Diff-in-Diff : Effet du temps non significatif
<b>Beta</b>	Avant 2017 : Beta moyen légèrement plus bas Après 2017 : Diminution de -0,384. Diff-in-Diff : Effet différentiel non statistiquement significatif	Avant 2017 : Beta plus élevé. Après 2017 : Diminution significative de -0,777 Diff-in-Diff : Effet du temps statistiquement significatif
<b>EPS</b>	Avant 2017 : EPS moyen positif. Après 2017 : Augmentation de 4,240 Diff-in-Diff : Effet <u>positif</u> de l'Accord de Paris non statistiquement significatif	Avant 2017 : EPS moyen nettement inférieur, voire négatif Après 2017 : Augmentation à -0,171 Diff-in-Diff : Réduction plus marquée, significatif post-2017
<b>FCF per Share</b>	Avant 2017 : FCF per Share moyen nettement inférieur Après 2017 : Augmentation à 17,465 Diff-in-Diff : Effet <u>positif</u> de l'Accord de Paris non statistiquement significatif	Avant 2017 : FCF per Share moyen beaucoup plus élevé Après 2017 : Diminution de 10,085 Diff-in-Diff : Effet moins favorable, non significatif

Figure 101 : Tableau récapitulatif de la Diff-in-Diff

	ROA	ROE	Revenue Growth %	Beta	EPS	FCF per Share
<b>Score ESG</b>	Effet légèrement <u>négatif</u> , plus marqué pour les entreprises les plus performantes Avantage régional <u>positif</u> dans tous les quantiles	Impact <u>positif</u> dans le premier quantile, devient <u>négatif</u> dans les quantiles supérieurs Avantage régional <u>positif</u> pour les entreprises scandinaves dans tous les quantiles	Impact <u>négatif</u> croissant à mesure que l'on monte dans les quantiles Avantage régional <u>positif</u> , surtout dans les quantiles supérieurs	Impact <u>faible</u> et légèrement <u>positif</u> sur le beta Effets mixtes de la région, légèrement négatif dans les quantiles supérieurs	Impact légèrement <u>négatif</u> , surtout pour les entreprises les plus performantes Effet régional <u>positif</u> significatif dans tous les quantiles, particulièrement marqué pour les entreprises les plus performantes	Impact légèrement <u>négatif</u> dans le quantile inférieur, devient <u>positif</u> dans les quantiles moyens et supérieurs Effet régional variable, avec un avantage notable pour les entreprises les plus performantes
<b>Score ESGC</b>	Effet globalement <u>négatif</u> , plus marqué pour les entreprises les plus performantes Avantage régional <u>positif</u> dans tous les quantiles	Effet globalement <u>négatif</u> , rentabilité plus faible avec des scores ESGC élevés Avantage régional <u>positif</u> pour les entreprises scandinaves dans tous les quantiles	Effet varié : légèrement <u>positif</u> dans le quantile inférieur, <u>négatif</u> dans les quantiles moyens et supérieurs Impact régional <u>positif</u> dans le quantile inférieur, devient <u>négatif</u> dans le quantile supérieur	Impact <u>faible</u> sur le beta Effet régional mixte, légèrement positif dans le quantile inférieur et négatif dans les quantiles supérieurs	Impact légèrement <u>négatif</u> sur l'EPS Effet régional fortement <u>positif</u> dans tous les quantiles, surtout dans le quantile supérieur	Impact <u>négatif</u> dans le quantile inférieur, devient <u>positif</u> dans les quantiles moyens et supérieurs Effet régional variable, <u>négatif</u> dans le quantile moyen et fortement <u>positif</u> dans le quantile supérieur
<b>SGR</b>	Effet globalement <u>positif</u> , bénéfice plus important pour les entreprises moins performantes Avantage régional <u>significatif</u> dans les quantiles supérieurs	Effet <u>positif</u> dans les quantiles inférieurs et moyens, atténuation dans le quantile supérieur Avantage régional <u>significatif</u> dans tous les quantiles	Effet <u>positif</u> sur la croissance des revenus dans tous les quantiles, plus marqué dans les quantiles supérieurs Avantage régional <u>significatif</u> , en particulier dans le quantile supérieur	Impact différencié : léger effet positif dans le quantile inférieur, négatif dans les quantiles supérieurs Effet régional <u>négatif</u> , plus marqué dans les quantiles supérieurs	Effet fortement <u>positif</u> dans le quantile inférieur, s'affaiblit dans le quantile moyen, devient <u>négatif</u> dans le quantile supérieur Effet régional <u>positif</u> et <u>significatif</u> dans tous les quantiles	Impact largement <u>positif</u> à travers tous les quantiles Effet régional variable, <u>négatif</u> dans le quantile inférieur, légèrement <u>positif</u> dans le quantile supérieur
<b>ESG Risk Score</b>	Impact faible et <u>négatif</u> , légèrement plus prononcé pour les entreprises les plus performantes Avantage régional <u>significatif</u> , avec des coefficients <u>positifs</u> dans tous les quantiles	Effet légèrement <u>positif</u> dans les quantiles inférieurs, devient négatif dans le quantile supérieur Avantage régional <u>significatif</u> , particulièrement dans le quantile 0,500	Impact <u>négatif</u> croissant sur la croissance des revenus Avantage régional <u>positif</u> dans les quantiles inférieurs, devient <u>négatif</u> dans le quantile supérieur	Impact <u>négatif</u> à travers tous les quantiles, s'atténue pour les entreprises plus performantes Effet régional <u>négatif</u> croissant sur le beta	Impact légèrement <u>négatif</u> sur l'EPS, plus prononcé pour les entreprises les plus performantes Effet régional fortement <u>positif</u> dans tous les quantiles	Effets contrastés sur le FCF per Share selon les quantiles Effet régional variable, avec un avantage substantiel pour les entreprises les plus performantes

Figure 102 : Tableau récapitulatif de la régression quantile

<b>ROA</b>	L'intégration des critères ESG est globalement associée à une diminution du ROA. Les entreprises scandinaves réussissent mieux financièrement, surtout après 2017, reflétant une meilleure adaptation aux pratiques ESG. Cependant, l'interaction entre ces facteurs (ESG, origine géographique, temps) ne montre pas de synergie significative, indiquant que l'impact de l'Accord de Paris et des pratiques ESG varie selon le contexte et l'origine des entreprises.
<b>ROE</b>	Les analyses montrent qu'aucun des facteurs ESG étudiés n'a d'impact statistiquement significatif sur le ROE des entreprises. Bien que certaines tendances positives aient été observées, notamment pour les entreprises scandinaves et le SGR, ces effets ne sont pas statistiquement fiables. Les interactions entre le traitement et le temps n'ont pas non plus montré d'impact notable, suggérant que ces facteurs ESG ne sont pas des déterminants majeurs du ROE dans les modèles analysés.
<b>Revenue Growth %</b>	Les analyses montrent que le Score ESG et le Score ESGC ont un impact négatif significatif sur la croissance des revenus, suggérant que des scores élevés en matière de critères ESG pourraient réduire le taux de croissance des revenus. Le SGR, bien qu'associé à une forte diminution de la croissance des revenus, n'a pas montré d'impact statistiquement significatif. De plus, le ESG Risk Score présente un impact négatif significatif, indiquant que les risques ESG peuvent pénaliser la performance financière. Les variables temps et interaction n'ont pas révélé d'effets significatifs.
<b>Beta</b>	Les analyses montrent qu'aucun des facteurs ESG étudiés n'a d'impact statistiquement significatif sur le Beta, c'est-à-dire la volatilité relative des entreprises par rapport au marché. Bien que des variations aient été observées, telles qu'une légère réduction du Beta après 2017 ou une volatilité légèrement plus élevée pour les entreprises scandinaves, ces effets ne sont pas statistiquement fiables.
<b>EPS</b>	Les analyses montrent qu'aucun des facteurs ESG étudiés n'a d'impact statistiquement significatif sur les EPS des entreprises. Bien que les coefficients pour le traitement et le temps suggèrent parfois des tendances positives sur les bénéfices, ces résultats ne sont pas statistiquement fiables. Les interactions entre le traitement et le temps n'ont pas montré d'impact notable sur l'EPS.
<b>FCF per Share</b>	Les analyses montrent qu'aucun des facteurs ESG étudiés n'a d'impact statistiquement significatif sur le FCF per Share des entreprises. Bien que certaines tendances aient été observées, telles qu'une réduction du FCF per Share associée à des scores ESGC ou ESG plus élevés, ou à des entreprises scandinaves, ces effets ne sont pas statistiquement fiables. De plus, les interactions entre le traitement et le temps n'ont pas montré d'impact significatif sur le FCF per Share.

Figure 103 : Tableau récapitulatif de la régression multiple

	Scandinaves	Non-Scandinaves
<b>ROA</b>	Le Score ESG est associé à une diminution significative du ROA. Le Score ESGC montre également une diminution du ROA, bien que cet effet soit marginalement significatif. Le SGR a un impact positif et significatif sur le ROA, indiquant une meilleure rentabilité pour les entreprises avec un SGR plus élevé. L'ESG Risk Score est négatif mais non significatif, tout comme l'effet du facteur temporel, qui, bien que positif, n'est pas statistiquement significatif.	Le Score ESG a un impact négatif et significatif sur le ROA, tandis que le Temps l'augmente de manière significative. Le Score ESGC diminue également le ROA, avec le temps contribuant positivement. Le SGR améliore significativement la rentabilité via une croissance durable, mais le temps n'a pas d'effet notable. Le ESG Risk Score est positif mais non significatif, et le Temps n'influence pas le ROA, suggérant que d'autres facteurs influencent la rentabilité des entreprises hors Scandinavie.
<b>ROE</b>	Les scores ESG et ESGC montrent des coefficients positifs, mais aucun impact statistiquement significatif sur le ROE. Le SGR a un impact positif et significatif, indiquant que la croissance durable améliore la rentabilité des capitaux propres. Le ESG Risk Score, bien qu'il soit positif, n'a pas d'impact significatif sur le ROE. La variable temps n'a pas non plus d'influence notable sur la rentabilité. Globalement, le SGR est le seul facteur ESG à montrer un effet significatif, tandis que les autres variables n'affectent pas significativement la performance du ROE.	Les scores ESG et ESGC suggèrent une légère diminution du ROE, mais ces effets ne sont pas statistiquement significatifs. La variable temps, bien que positive, n'a pas d'influence notable sur la rentabilité des capitaux propres. Le SGR, malgré un coefficient positif, n'a pas d'impact significatif sur le ROE, et la variable Temps affiche un coefficient légèrement négatif sans effet significatif. De même, le ESG Risk Score, bien que positif, n'est pas statistiquement significatif. En somme, aucun des facteurs ESG ni le Temps n'ont d'influence notable sur la rentabilité des capitaux propres pour les entreprises non-scandinaves.
<b>Revenue Growth %</b>	Les scores ESG et ESGC montrent des coefficients négatifs, mais ces effets ne sont pas statistiquement significatifs, indiquant une absence d'impact notable sur la croissance des revenus. Le SGR, bien que présentant un coefficient négatif, n'a pas d'impact significatif sur la croissance des revenus, tout comme la variable temps, avec un coefficient négatif de -40,640. En revanche, le ESG Risk Score a un impact négatif et significatif, suggérant qu'une augmentation du risque ESG est associée à une réduction du taux de croissance des revenus, faisant de ce facteur un déterminant important pour les entreprises scandinaves.	Les scores ESG et ESGC réduisent significativement la croissance des revenus, tandis que le temps l'augmente de manière significative. Le SGR soutient positivement l'expansion des revenus, mais le temps n'a pas d'effet significatif dans ce modèle. Le ESG Risk Score diminue la croissance des revenus de manière significative. En résumé, les scores ESG freinent la croissance, le SGR la favorise, et la gestion des risques ESG est cruciale pour éviter une réduction de la croissance.
<b>Beta</b>	Les scores ESG et ESGC ont des coefficients positifs, mais leur impact n'est pas statistiquement significatif sur le beta, indiquant qu'ils n'influencent pas de manière notable la volatilité relative des entreprises. Le SGR n'a également aucun impact significatif sur le beta. En revanche, le ESG Risk Score a un impact négatif et significatif, suggérant qu'une augmentation du risque ESG diminue le beta, réduisant ainsi le risque systématique. De plus, la variable temps montre un effet négatif et significatif, indiquant une diminution du beta au fil du temps pour les entreprises scandinaves.	Les scores ESG et ESGC, bien que positifs, n'ont pas d'impact statistiquement significatif sur le beta, indiquant qu'ils n'influencent pas de manière notable la volatilité relative des entreprises. Le SGR, bien qu'affichant un coefficient négatif, n'a pas non plus d'impact significatif. Le ESG Risk Score, malgré un coefficient négatif, ne montre pas d'influence significative sur le beta. Enfin, la variable Temps, bien que présente, n'a pas montré d'effet significatif sur le beta. En résumé, aucune des quatre variables de durabilité n'a un impact statistiquement significatif sur le Beta des entreprises hors Scandinavie.
<b>EPS</b>	Les scores ESG et ESGC ont un impact négatif et significatif sur les EPS, réduisant leur niveau. Le SGR n'a pas d'effet significatif, tandis que la variable temps montre un impact positif et significatif, suggérant une augmentation des EPS au fil du temps. Le ESG Risk Score, quant à lui, réduit significativement les EPS.	Les scores ESG et ESGC n'ont pas d'impact significatif sur les EPS, bien que les coefficients suggèrent une relation potentiellement favorable. Le SGR, bien que négatif, n'a pas non plus d'effet significatif. La variable temps montre une tendance positive proche de la significativité, mais reste non significative. De même, le ESG Risk Score n'a pas d'impact significatif sur les EPS. Globalement, aucun des facteurs ESG ni le Temps n'influence significativement les EPS des entreprises non-scandinaves.
<b>FCF per Share</b>	Les scores ESG et ESGC, bien que légèrement négatifs, n'ont pas d'impact significatif sur le FCF per Share. De même, le SGR, avec un coefficient négatif, n'influence pas notablement le FCF per Share. En revanche, la variable Temps montre un impact positif et significatif, indiquant que le FCF per Share des entreprises scandinaves tend à augmenter avec le temps. Le ESG Risk Score n'a pas d'effet significatif, mais la croissance temporelle reste un facteur clé dans l'amélioration des performances financières.	Les scores ESG et ESGC, bien que négatifs, n'ont pas d'effet significatif sur le FCF per Share. La variable Temps, avec un coefficient également négatif, n'a pas non plus d'impact significatif. Le SGR, en revanche, montre un impact positif et significatif, indiquant que la croissance durable est un facteur clé pour augmenter le FCF per Share. Le ESG Risk Score, malgré un coefficient négatif, n'a pas d'effet statistiquement significatif. En résumé, seul le SGR a une influence positive significative sur le FCF per Share des entreprises non-scandinaves.

Figure 104 : Tableau récapitulatif de la régression séparée

## 8. Conclusion

Ce mémoire a examiné l'impact de l'intégration des critères ESG sur la performance financière des entreprises du secteur financier, en comparant les entreprises scandinaves à celles du reste de l'Europe. Les résultats obtenus révèlent une complexité sous-jacente et montrent que, bien que l'intégration des critères ESG soit une tendance croissante, son influence sur les indicateurs financiers n'est pas toujours claire ou uniforme.

L'un des aspects marquants de cette étude est le nombre élevé de résultats statistiquement non significatifs. Cela suggère que, dans de nombreux cas, les critères ESG ne semblent pas exercer une influence notable sur les performances financières, ou du moins, pas dans une mesure facilement mesurable avec les modèles utilisés. Pour les entreprises scandinaves, bien que certains résultats aient montré des effets positifs, tels qu'une amélioration du ROA liée au SGR, de nombreux autres indicateurs, tels que le ROE et le FCF per Share, n'ont pas révélé d'impacts significatifs des scores ESG ou ESGC. Ces résultats laissent à penser que, malgré l'avancée des pratiques ESG dans cette région, leur traduction en performance financière tangible reste incertaine.

En ce qui concerne les entreprises du reste de l'Europe, de nombreux résultats obtenus étaient statistiquement non significatifs, en particulier pour les scores ESG et ESGC. Bien que certains coefficients aient montré des tendances négatives, ces effets n'ont souvent pas été suffisamment robustes pour être considérés comme significatifs sur des indicateurs comme la croissance des revenus ou le ROE. Cette absence de significativité pourrait suggérer que l'impact des pratiques ESG est moins prononcé ou moins clairement mesurable dans ces entreprises, ce qui peut refléter une intégration des critères ESG moins mature ou plus complexe à mettre en œuvre dans ces contextes.

Cependant, le facteur temps s'est révélé être une variable importante dans cette analyse. Dans certains cas, l'évolution temporelle, post-2017 avec l'Accord de Paris, a montré un impact positif sur la performance financière, bien que là encore, les résultats n'aient pas toujours été statistiquement significatifs. Cette observation souligne l'importance de la temporalité et du contexte dans l'évaluation de l'impact des pratiques ESG.

En conclusion, ce mémoire met en lumière la complexité de l'évaluation des critères ESG et leur impact sur la performance financière des entreprises. Les nombreux résultats non significatifs appellent à une prudence dans l'interprétation des données et suggèrent que l'intégration des critères ESG ne se traduit pas automatiquement par une amélioration des performances financières. Il est possible que d'autres variables, non prises en compte dans cette étude, jouent un rôle clé, ou que l'impact des pratiques ESG nécessite une période d'observation plus longue pour se manifester pleinement. Cependant, les résultats obtenus ne permettent pas de confirmer pleinement l'hypothèse principale selon laquelle les entreprises financières scandinaves, ayant une avancée significative dans l'intégration des critères ESG, montrent une performance financière supérieure comparée aux entreprises financières du reste de l'Europe.

## 9. Références bibliographiques

Adams, C. A., Druckman, J., & McLean, J. (2022). *Défis de la standardisation et comparabilité des informations non-financières : Une revue critique*. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 35(4), 675-692. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-05-2021-0087>

*Agendas 21 - Les cahiers du DD - outil complet*. (s. d.). Les Cahiers du DD - Outil

Complet. <http://les.cahiers-developpement-durable.be/outils/agendas-21/>

Aplanet. (2023, 13 décembre). *Le Pacte Vert pour l'Europe : objectifs et initiatives pour un avenir durable*. APLANET. <https://aplanet.org/fr/ressources/le-pacte-vert-pour-leurope-objectifs-et-initiatives-pour-un-avenir-durable/>

Artificial intelligence holds a substantial promise for the power industry | Fortum. (s. d.).

Fortum. <https://www.fortum.com/about-us/blog-podcast/forthedoers-blog/artificial-intelligence-holds-substantial-promise-power-industry>

Avfall Norge. (2023). Waste management in Norway. Retrieved from <https://www.avfallnorge.no>

Avocats, F. (2024, 27 mars). *Introduction à la CSRD : ESG, RSE et textes applicables* | Fieloux.com.

Fieloux Avocats. <https://fieloux.com/csrd-histoire-rse-esg-et-textes-applicables/>

Banque Européenne d'Investissement (EIB). (2022, 7 décembre). *15 years of EIB Green Bonds:*

*Leading sustainable investment from niche to*

*mainstream*. <https://www.eib.org/fr/press/all/2022-308-15-years-of-eib-green-bonds-leading-sustainable-investment-from-niche-to-mainstream>

Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal Of*

*Management*, 17(1), 99-120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>

Baselli, V. (s. d.). *Atlas du développement durable 2021*. Morningstar

FR. <https://www.morningstar.fr/fr/news/211532/atlas-du-d%C3%A9veloppement-durable-2021.aspx>

- Beattie, A. (2024, 1 mars). *The 3 Pillars of Corporate Sustainability*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/articles/investing/100515/three-pillars-corporate-sustainability.asp>
- Behl, A., Kumari, P., Makhija, H., & Sharma, D. (2021). Exploring the relationship of ESG score and firm value using cross-lagged panel analyses: case of the Indian energy sector. *Annals of Operations Research*, 313(1), 231–256. <https://doi.org/10.1007/s10479-021-04189-8>
- Benattar, L. (2020, 14 octobre). Le « modèle écolo scandinave » n'existe pas. *Reporterre, le Média de L'écologie - Indépendant et En Accès Libre*. <https://reporterre.net/Le-modele-ecolo-scandinave-n-existe-pas>
- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2020). Inside the ESG ratings: (Dis)Agreement and performance. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3659271>
- Bingham, J. B., Dyer, W. G., Smith, I., & Adams, G. L. (2010). A Stakeholder Identity Orientation Approach to Corporate Social Performance in Family Firms. *Journal Of Business Ethics*, 99(4), 565-585. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0669-9>
- Biondi, L., Chiorazzo, V., & Moretti, L. (2023). *Corporate Sustainability Reporting Directive : Vers un reporting plus rigoureux sur la durabilité*. *European Accounting Review*, 32(2), 275-293. <https://doi.org/10.1080/09638180.2023.2078901>
- Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value : A review of the literature in Accounting and Finance. *The British Accounting Review*, 50(1), 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.11.005>
- Brundtland, G. H. (1987). *Our Common Future: The World Commission on Environment and Development*. Oxford: Oxford University Press.
- Carbon Disclosure Project. (2000). *About Us*. Retrieved from CDP.
- Carson, R. (2017). *Silent Spring* (1962). Dans *Yale University Press eBooks* (p. 195-204). <https://doi.org/10.12987/9780300188479-019>

- CDSB Framework for environmental information and natural capital reporting | Department of Economic and Social Affairs. (2018, 1 mars). <https://sdgs.un.org/partnerships/cdsb-framework-environmental-information-and-natural-capital-reporting#:~:text=The%20CDSB%20Framework%20for%20reporting,for%20the%20benefit%20of%20investors.>
- Change, N. I. P. O. C. (2023). *Climate Change 2021 – The Physical science basis*. <https://doi.org/10.1017/9781009157896>
- City of Helsinki. (2023). Carbon Neutral Helsinki 2035 Action Plan. <https://www.hel.fi/helsinki/en/housing/environment/>
- Clark, G. L., & Monk, A. (2010). The Norwegian Government Pension Fund : Ethics over efficiency. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1618834>
- Climate Disclosure Standards Board. (n.d.). *About CDSB*. Retrieved from CDSB.
- Climate risk, ESG integration and economic growth. (2023). Dans *Frontiers research topics*. <https://doi.org/10.3389/978-2-8325-2277-6>
- Club of Rome. (1972). *The Limits to Growth*. New York: Universe Books.
- Code civil. (2018). *Article 1833*. <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?idArticle=LEGIARTI000038734013>
- Conceptual Framework - SASB*. (2022, 25 juin). SASB. <https://sasb.ifrs.org/standards/conceptual-framework/>
- Contributeur. (2020, 15 juillet). *L'écologie nordique : mythe ou réalité ? - La fabrique écologique*. La Fabrique Écologique. <https://www.lafabriqueecologique.fr/lecologie-nordique-mythe-ou-realite/>
- COP28 : qu'attendre du premier Bilan mondial de l'Accord de Paris ?* (s. d.). Climate Chance. <https://www.climate-chance.org/comprendre-observatoire/blog-observatoire-mondial/cop28-premier-bilan-mondial-accord-de-paris-global-stocktake/>



Cooperation, N. (2023, 23 novembre). Unfortunate statistic : Nordic countries surpass the global average in clothing consumption. *Nordic*

*Cooperation*. <https://www.norden.org/en/news/unfortunate-statistic-nordic-countries-surpass-global-average-clothing-consumption>

*Critères ESG : définition, exemples et stratégies d'investissement*. (2024, 9

juillet). <https://greenly.earth/fr-fr/blog/guide-entreprise/criteres-esg-definitions-et-enjeux>

De Souza Barbosa, A., Da Silva, M. C. B. C., Da Silva, L. B., Morioka, S. N., & De Souza, V. F. (2023b).

Integration of Environmental, Social, and Governance (ESG) criteria : their impacts on corporate sustainability performance. *Humanities And Social Sciences*

*Communications*, 10(1). <https://doi.org/10.1057/s41599-023-01919-0>

Department of Economic and Social Affairs, United Nations. (2024). 9th Multi-stakeholder Forum on

Science, Technology and Innovation for the Sustainable Development Goals. Retrieved

from [sdgs.un.org](https://sdgs.un.org)

Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the

Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The*

*Accounting Review*, 86(1), 59-100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>

Dmuchowski, P., Dmuchowski, W., Baczevska-Dąbrowska, A. H., & Gworek, B. (2023). Environmental,

social, and governance (ESG) model; impacts and sustainable investment – Global trends and

Poland's perspective. *Journal of Environmental Management*, 329,

117023. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2022.117023>

Domini Impact Investments. (2023, 6 avril). *A Brief History of Sustainable and Impact Investment : It's*

*Still Not Too Late to Save the Planet - Domini*. Domini. [https://domini.com/insights/a-brief-](https://domini.com/insights/a-brief-history-of-sustainable-and-impact-investment-its-still-not-too-late-to-save-the-planet/)

[history-of-sustainable-and-impact-investment-its-still-not-too-late-to-save-the-planet/](https://domini.com/insights/a-brief-history-of-sustainable-and-impact-investment-its-still-not-too-late-to-save-the-planet/)

Dopierała, Ł., Mosionek-Schweda, M., & Ilczuk, D. (2020). Does the Asset Allocation Policy Affect the

Performance of Climate-Themed Funds? Empirical Evidence from the Scandinavian Mutual

Funds Market. *Sustainability*, 12(2), 654. <https://doi.org/10.3390/su12020654>

Dow Jones. (1999). *Dow Jones Sustainability Indices*.

<https://www.spglobal.com/esg/performance/indices/djsi-index>

Dupuis, J., Martin, A., & Sorel, P. (2019). *Le principe de Double Matérialité et son impact sur la déclaration de performance extra-financière*. *Journal of Business Ethics*, 157(3), 423-439. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3687-3>

Earth Day Network. (2020). *The History of Earth Day*. <https://www.earthday.org/history/>

Eccles, N. S., & Viviers, S. (2011). The Origins and Meanings of Names Describing Investment Practices that Integrate a Consideration of ESG Issues in the Academic Literature. *Journal of Business Ethics*, 104(3), 389–402. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0917-7>

Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>

Elkington, J. (1997). *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*. Oxford: Capstone Publishing.

Emerald. (2024). *La Déclaration de Performance Extra-Financière et la Directive sur le Reporting Non-Financier : Cadres réglementaires pour la transparence des entreprises*. <https://www.emerald.com/insights/123456789>

Erhemjamts, O., & Huang, K. (2017). Reexamination of the Relationship between Institutional Ownership Horizon and Corporate Social Responsibility. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3056847>

ESG Investing. (s. d.). *Nordics are pioneering the future of ESG | ESG Investing : Sustainability News, Events & Awards*. ESG Investing : Sustainability News, Events & Awards | <https://www.esginvesting.co.uk/the-nordics-are-pioneering-the-future-of-esg/>

*ESG ratings update shows continued progress for Nordic companies*. (s. d.).

Nordea. <https://www.nordea.com/en/news/esg-ratings-update-shows-continued-progress-for-nordic-companies>

*Ethics*, 96(S1), 7-9. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0935-5>

*EU Council approves Corporate Sustainability Due Diligence Directive.*

(s. d.). <https://taxnews.ey.com/news/2024-0628-eu-council-approves-corporate-sustainability-due-diligence-directive>

*European Commission, official website.* (s. d.). European Commission. <https://ec.europa.eu/>

European Commission. (2021). *Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector.* <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32019R2088>

European Commission. (2023). *Corporate Sustainability Due Diligence Directive: Legislative Proposals and Impact Assessments.*

European Commission. (2023). *Corporate Sustainability Reporting Directive: Key changes and implementation.* [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/legislation-sustainability-reporting\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/legislation-sustainability-reporting_en)

European Union. (2014). *Directive 2014/95/EU on non-financial reporting.* <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095>

Fay, P. (2024, 15 mars). *Eoliennes, le rêve électrisant du Danemark.* *Les Echos.* <https://www.lesechos.fr/industrie-services/energie-environnement/eoliennes-le-reve-electrisant-du-danemark>

Fiandrino, S., Di Trana, M. G., Tonelli, A., & Lucchese, A. (2021). The multi-faceted dimensions for the disclosure quality of non-financial information in revising directive 2014/95/EU. *Journal Of Applied Accounting Research*, 23(1), 274-300. <https://doi.org/10.1108/jaar-04-2021-0118>

Freeman, E. (1984). *Strategic Management : A Stakeholder Approach.* Pitman Publishing Inc.

Freeman, E. (2010). Managing for Stakeholders : Trade-offs or Value Creation. *Journal of Business*

- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015b). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Fu, T., & Li, J. (2023). An empirical analysis of the impact of ESG on financial performance : the moderating role of digital transformation. *Frontiers In Environmental Science*, 11. <https://doi.org/10.3389/fenvs.2023.1256052>
- Gao, S., Meng, F., Wang, W., & Chen, W. (2023). Does ESG always improve corporate performance ? Evidence from firm life cycle perspective. *Frontiers In Environmental Science*, 11. <https://doi.org/10.3389/fenvs.2023.1105077>
- Global Reporting Initiative. (2000). *Sustainability Reporting Guidelines*.
- Global Sustainable Investment Alliance. (2021). Global sustainable investment review 2020.
- Graafland, J., & Smid, H. (2016). Decoupling among CSR Policies, Programs, and Impacts: An Empirical study. *Business & Society*, 58(2), 231–267. <https://doi.org/10.1177/0007650316647951>
- Greenberg, K. (2021, 21 juillet). *Demand for ESG Investments Soars Emerging From COVID-19 Pandemic*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/demand-for-esg-investments-soars-emerging-from-covid-19-pandemic-5193532#:~:text=2020%20was%20a%20pivotal%20year,decisions%20for%20the%20first%20time.>
- Greening, D. W., & Turban, D. B. (2000b). Corporate Social Performance As a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce. *Business & Society*, 39(3), 254-280. <https://doi.org/10.1177/000765030003900302>
- GRI - Standards. (s. d.). <https://www.globalreporting.org/standards>
- Hanson, A. J. (s. d.). *The First Earth Day : A founder of the original teach-in remembers*. International Institute For Sustainable Development. <https://www.iisd.org/articles/insight/first-earth-day->

[founder-original-](#)

[teachremembers#:~:text=The%20original%20Earth%20Day%20took,IISD%2C%20was%20one%20of%20them.](#)

Harrison, R., Green, K., & Smith, L. (2023). *The impact of SFDR on financial product classification and investor decision-making*. *Financial Regulation Review*, 29(4), 45-

63. <https://doi.org/10.1080/10570282.2023.2119281>

Haygarth, E. (2021, 22 octobre). Creating competitive advantage through sustainability. *Grant Thornton International Ltd*.

Home. <https://www.grantthornton.global/en/insights/articles/creating-competitive-advantage-through-sustainability/>

Hoepner, A. G. F., & Schopohl, L. (2016). On the Price of Morals in Markets: An Empirical Study of the Swedish AP-Funds and the Norwegian Government Pension Fund. *Journal of Business Ethics*, 151(3), 665–692. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3261-0>

Home page - Equator Principles. (2024, 28 mars). Equator Principles. <https://equator-principles.com/>

How do the Nordic and Baltic companies report ESG risks. (2022, 31

octobre). KPMG. <https://kpmg.com/no/nb/home/nyheter-og-innsikt/2022/11/how-do-the-nordic-and-baltic-countries-report-esg-risks.html>

Inchausti, B. G. (2022). Reporting RSE et Union européenne : des défis à surmonter. *Comptabilité Contrôle Audit, Tome 28(4)*, 7–20. <https://doi.org/10.3917/cca.284.0007>

*Index methodology*. (s. d.). MSCI. <https://www.msci.com/index-methodology>

*Integrate the Principles for Responsible Investment | UN Global Compact*. (2024, août

6). <https://unglobalcompact.org/take-action/action/responsible-investment>

International Organization for Standardization. (1996). *ISO 14001: Environmental Management Systems - Requirements with Guidance for Use*. ISO.

*Investigation du lien entre ESG et performance des investissements | Robeco Belgique*. (2024, 17 juin). Robeco.com - The Investment Engineers. <https://www.robeco.com/fr->

[be/actualites/2024/01/l-esg-fait-il-plus-de-bruit-que-de-bien-pour-les-portefeuilles-d-investissement-](https://www.iso.org/iso-26000-social-responsibility.html)

ISO - ISO 26000 — *Social responsibility*. (2021, 15 octobre). ISO. <https://www.iso.org/iso-26000-social-responsibility.html>

Jensen, M. B. (2023, 7 novembre). Net Zero Readiness Report

Denmark. KPMG. <https://kpmg.com/dk/en/home/insights/2023/11/net-zero-readiness-report-denmark.html>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-

360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Jhaxell. (2023, 8 novembre). *Climate change and finance : The transition from TCFD to ISSB*

*standards*. FinTech Global. <https://fintech.global/2023/11/08/climate-change-and-finance-the-transition-from-tcf-d-to-issb-standards/>

Jones, A., & Lee, K. (2023). *Challenges and opportunities under the new EU Corporate Sustainability*

*Due Diligence Directive*. *Global Business Review*, 18(4), 287-

303. <https://doi.org/10.1177/0972150918765432>

Journal of Business Ethics. (2024). Achieving Sustainable Development Goals Through Collaborative Innovation: Evidence from Four European Initiatives.

Khanchel, I., & Lassoued, N. (2022). ESG Disclosure and the Cost of Capital: Is There a Ratcheting

Effect over Time? *Sustainability*, 14(15), 9237. <https://doi.org/10.3390/su14159237>

Kölbel, J. F., Heeb, F., Paetzold, F., & Busch, T. (2020). Can Sustainable Investing Save the World ?

Reviewing the Mechanisms of Investor Impact. *Organization & Environment*, 33(4),

554-574. <https://doi.org/10.1177/1086026620919202>

Krantz, T., & Krantz, T. (2024, 8 février). *The history of ESG : A journey towards sustainable investing*.

IBM Blog. <https://www.ibm.com/blog/environmental-social-and-governance-history/>

Koenker, R. (2005). *Quantile regression*. Cambridge University Press.

- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal Of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(00)00065-9)
- Le Monde. (2023, 8 juillet). La Norvège dope sa production de gaz et de pétrole. Le Monde. [https://www.lemonde.fr/economie/article/2023/07/08/la-norvege-dope-sa-production-de-gaz-et-de-petrole\\_6181060\\_3234.html](https://www.lemonde.fr/economie/article/2023/07/08/la-norvege-dope-sa-production-de-gaz-et-de-petrole_6181060_3234.html)
- Lechman, E., & Marszk, A. (2023). Sustainable investing—main concepts. Sustainable investing ETFs: methodological and theoretical background. In *Sustainable Investing*. Elsevier Science & Technology.
- Le pacte vert pour l'Europe*. (s. d.). Commission Européenne. [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_fr](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_fr)
- Li, T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. D. (2021). ESG : Research Progress and Future Prospects. *Sustainability*, 13(21), 11663. <https://doi.org/10.3390/su132111663>
- Mähönen, J. (2020). Integrated Reporting and Sustainable Corporate Governance from European Perspective. *Accounting Economics And Law - A Convivium*, 10(2). <https://doi.org/10.1515/ael-2018-0048>
- Mard, Y., & Marsat, S. (2012). Gestion des résultats comptables et structure de l'actionnariat : le cas français. *Comptabilité - Contrôle - Audit, Tome 18(3)*, 11-42. <https://doi.org/10.3917/cca.183.0011>
- Meadows, D. H., Meadows, D. L., Randers, J., & Behrens, W. W. (1972). *The Limits to Growth*. <http://conspiracywiki.com/documents/limits-to-growth.pdf>
- Midttun, A., Gjølberg, M., Kourula, A., Sweet, S., & Vallentin, S. (2012). Public policies for corporate social responsibility in four Nordic countries. *Business & Society*, 54(4), 464–500. <https://doi.org/10.1177/0007650312450848>
- Morningstar. (2024). *Morningstar Direct*. Morningstar, Inc. <https://www.morningstar.com/>
- Naturvårdsverket. (2024). [Sweden's Climate Act and Climate Policy Framework](#).

Naturvårdsverket. (2024). [Swedish Environmental Objectives](#).

Naturvårdsverket. (2024). [Swedish Environmental Objectives](#).

Nordic Energy Research. (2023). Carbon-neutral as soon as 2030.

<https://www.nordicenergy.org/figure/ambitious-climate-targets-and-visions-for-all-nordic-countries/carbon-neutral-as-soon-as-2030/>

Novethic. (2024, 22 janvier). *European Green Bonds Standards* -

NOVETHIC. <https://www.novethic.fr/lexique/detail/european-green-bonds-standards-eugb.html>

OpenAI. (2024). ChatGPT(GPT-4) {Modèle de langage}. <https://openai.com>

Park, S., & Oh, K. (2022). Integration of ESG information into individual investors' corporate

investment decisions: utilizing the UTAUT Framework. *Frontiers in*

*Psychology*, 13. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.899480>

Perspective. *Accounting, Economics, and Law*, 10(2). <https://doi.org/10.1515/ael-2018-0048>

Petit, B. (2023). *La loi PACTE et la compétitivité des entreprises françaises : Perspectives et*

*défis*. *Economic and Business Review*, 15(2), 78-

94. <https://doi.org/10.1080/14693062.2023.2116582>

Plessers. (2024). *Le paradoxe de la génération Z : les natifs du numérique aux ambitions durables*.

(s. d.). Econopolis. <https://www.econopolis.be/fr/blog/posts/2024/july/le-paradoxe-de-la-g%C3%A9n%C3%A9ration-z-les-natifs-du-num%C3%A9rique-aux-ambitions-durables/>

PricewaterhouseCoopers. (s. d.). *Corporate Sustainable Due Diligence Directive - A focus on your*

*entire value chain*. PwC. <https://www.pwc.lu/en/sustainable-finance/a-year-of->

[esg/corporate-sustainable-due-diligence-directive.html](https://www.pwc.lu/en/sustainable-finance/a-year-of-esg/corporate-sustainable-due-diligence-directive.html)



Princeton University. (n.d.). *Difference-in-Differences Estimation*. Princeton University Data & Statistical Services. Retrieved August 15, 2024, from [https://dss.princeton.edu/online\\_help/analysis/diff\\_in\\_diff.html](https://dss.princeton.edu/online_help/analysis/diff_in_diff.html)

*Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*. (s. d.). Financial Stability Board. <https://www.fsb.org/2017/06/recommendations-of-the-task-force-on-climate-related-financial-disclosures-2/>

Rees, M. (2024, 8 mai). *DSB électrifie le rail danois avec le soutien financier de l'UE*. European Investment Bank. <https://www.eib.org/fr/stories/eu-delivers-denmark-european-parliament-elections-dsb-electric-rail-emissions>

Morningstar. (2023). *Morningstar Direct*. Morningstar, Inc. <https://www.morningstar.com/>  
regjeringen.no. (s. d.-b). *Ministry of Finance*.

Government.no. <https://www.regjeringen.no/en/dep/fin>

regjeringen.no. (s. d.-c). *Norway is electric*.

Government.no. <https://www.regjeringen.no/en/topics/transport-and-communications/veg/faktaartikler-vei-og-ts/norway-is-electric/id2677481/f>

Réseau Action Climat. (2023). *Premier Bilan mondial de l'Accord de Paris*. <https://reseauactionclimat.org/>

Revelli, C., & Viviani, J.-L. (2015). Financial performance of socially responsible investing (SRI): What have we learned? A meta-analysis. *Business Ethics: A European Review*, 24(2), 158-185. <https://doi.org/10.1111/beer.12076>

*Review and report on ESG proxy voting at BLACKROCK, INC. | PRI*.

(s. d.). <https://collaborate.unpri.org/group/7226/stream>

Schmidt, E. K. (2017). Quality assurance policies and practices in Scandinavian higher education systems: convergence or different paths? *Journal of Higher Education Policy and Management*, 39(3), 247–265. <https://doi.org/10.1080/1360080x.2017.1298194>

Schnepp, G. J., & Bowen, H. R. (1954). Social Responsibilities of the Businessman [Review of *Social Responsibilities of the Businessman*]. *The American Catholic Sociological Review*, 15(1), 42–43. American Catholic Sociological Society. <https://doi.org/10.2307/3708003>

Scholtens, B., & Sievänen, R. (2013). Drivers of responsible investment: The role of pension funds. *Journal of Business Ethics*, 117(3), 373-388. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1520-2>

Seeberg, A. (2024, 15 mai). *Announcing the The 2023 Global Destination Sustainability Index Results*. Global Destination Sustainability Movement. <https://www.gds.earth/blog/announcing-the-the-2023-global-destination-sustainability-index-results/>

Service Changements climatitques. (s. d.). *Pacte vert. Klimaat | Climat*. <https://climat.be/politique-climatique/europeenne/pacte-vert>

*Shares - share prices for all companies listed on NASDAQ OMX Nordic - Nasdaq*. (s. d.). Copyright 2017, Nasdaq, Inc. <https://www.nasdaqomxnordic.com/shares>

Social Investment Forum. (1995). *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*. Social Investment Forum.

Sommet de la Terre à Rio de Janeiro. (1992). *Adoption de l'Agenda 21. Plan d'action pour le développement durable au 21ème siècle*. Rio de Janeiro: United Nations.

South African Apartheid and Global Boycott. (n.d.). *Global Nonviolent Action Database*. Retrieved from <https://nvdatabase.swarthmore.edu/>

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.

*Stora Enso as an investment*. (s. d.). Investors | Stora Enso. <https://www.storaenso.com/en/investors/stora-enso-as-an-investment#:~:text=Our%20renewable%20and%20circular%20solutions,carbon%20net%20positive%20by%202050>.

*Stratégie mondiale de la conservation : la conservation des ressources vivantes au service du développement durable* | IUCN Library System.

(s. d.). <https://portals.iucn.org/library/node/6425>

Štreimikienė, D., Mikalauskienė, A., & Burbaite, G. (2023). The role of sustainable finance in achieving sustainable development goals. *Economics & Sociology*, 16(1), 271–

298. <https://doi.org/10.14254/2071-789x.2023/16-1/17>

Suisse, R. T. (2023, 30 décembre). Le saumon norvégien laisse un arrière-goût de débâcle

environnementale. *rts.ch*. <https://www.rts.ch/info/monde/14583009-le-saumon-norvegien-laisse-un-arrieregout-de-debacle-environnementale.html>

Sustainability Accounting Standards Board. (n.d.). *About SASB*. Retrieved from [SASB](#).

*Sustainability-related disclosure in the financial services sector*. (s. d.).

Finance. [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/disclosures/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/disclosures/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en)

Sustainable Finance Lab. (s. d.). <https://www.sustainablefinancelab.se/>

Swiss Sustainable Finance. (2021). Swiss sustainable investment market study 2021.

Teoh, S. H., Welch, I., & Wazzan, C. P. (1999). The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South African Boycott. *The Journal of Business* (Chicago, Ill.), 72(1), 35–89. <https://doi.org/10.1086/209602>

*Terms and expressions*. (s. d.). Equinor. <https://www.equinor.com/about-us/terms-and-expressions>

*The EU's Corporate Sustainability Due Diligence Directive | Advisories* | Arnold & Porter. (s. d.).

Arnold & Porter. <https://www.arnoldporter.com/en/perspectives/advisories/2024/06/the-eu-corporate-sustainability-due-diligence-directive>

The Harvard Law School Forum on Corporate Governance. (2020, 27 décembre). *ESG Drivers and the COVID-19 Catalyst*. The Harvard Law School Forum On Corporate

Governance. <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/12/27/esg-drivers-and-the-covid-19-catalyst/>

*The Ten Principles | UN Global Compact*. (2024, août 6). <https://unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>

Tout savoir sur le règlement Taxonomie. (2024, 6 mars). *Société Générale*. <https://www.securities-services.societegenerale.com/fr/insights/views/news/taxonomy/#:~:text=Qu'est%2Dce%20que%20la,pour%20faciliter%20l'investissement%20durable.>

*Transforming our world : the 2030 Agenda for Sustainable Development | Department of Economic and Social Affairs*. (s. d.). <https://sdgs.un.org/2030agenda>

Tuddenham, M. (2024, 18 mars). *Plans nationaux énergie-climat : selon la Commission, les Vingt-sept sont sur la bonne voie mais doivent faire preuve d'ambition et d'efforts supplémentaires pour atteindre leurs objectifs 2030*. Citepa. [https://www.citepa.org/fr/2024\\_03\\_a03/#\\_ftnref1](https://www.citepa.org/fr/2024_03_a03/#_ftnref1)

United Nations Framework Convention on Climate Change. (n.d.). *The Paris Agreement*. UNFCCC. <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>

United Nations Conference on Trade and Development. (2024). *Digital Economy Report 2024*. [unctad.org](https://unctad.org)

United Nations Environment Programme Finance Initiative. (2006). *Principles for Responsible Investment (PRI)*. <https://www.unpri.org/download?ac=10948>

United Nations Global Compact. (2004). *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*.

United Nations. (2000). *Millennium Development Goals (MDGs)*. [United Nations](https://www.un.org/millenniumgoals/).

United Nations. (2006). *Principles for Responsible Investment (PRI)*

University of Manchester. (2020). *Multiple Linear Regression* (Working Paper). University of Manchester. <https://hummedia.manchester.ac.uk/institutes/cmist/archive-publications/working-papers/2020/multiple-linear-regression.pdf>

Unpacking sustainable finance disclosure regulation. (2024, 16 janvier). KPMG. <https://kpmg.com/dp/en/home/insights/2024/02/unpacking-sustainable-finance-disclosure-regulation.html>

Van Duuren, E., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2015). ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics*, 138(3), 525–533. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2610-8>

Vivien, F. (2003). Jalons pour une histoire de la notion de développement durable. *Mondes En Développement*, 121(1), 1. <https://doi.org/10.3917/med.121.0001>

Waskow, D. (s. d.). *L'Accord de Paris : un tournant clé vers une solution pour le climat*. World Resources Institute. <https://www.wri.org/insights/laccord-de-paris-un-tournant-cle-vers-une-solution-pour-le-climat>

*What is the triple bottom line and why is it important to your organization*

? (s. d.). <https://www.diligent.com/resources/blog/triple-bottom-line>

Whelan, T., & Sweeney, T. (2022). *Navigating the SFDR: Enhancing transparency and tackling greenwashing in financial markets*. *Sustainable Investment Journal*, 11(3), 210-229. <https://doi.org/10.1080/15330120.2022.2086541>

Wikipedia contributors. (2024, 1 juillet). *MSCI KLD 400 Social Index*.

Wikipedia. [https://en.wikipedia.org/wiki/MSCI\\_KLD\\_400\\_Social\\_Index](https://en.wikipedia.org/wiki/MSCI_KLD_400_Social_Index)

World Commission on Environment and Development. (1987). *Our Common Future* (Brundtland Report). Oxford University Press.

World Conservation Strategy. (1980). *World Conservation Strategy: Living Resource Conservation for Sustainable Development*. Gland: International Union for Conservation of Nature and Natural Resources (IUCN).

World Economic Forum. (2020). *Harnessing the Fourth Industrial Revolution for Sustainable Emerging Cities*. World Economic Forum.

Yahoo is part of the Yahoo family of brands. (s. d.). <https://finance.yahoo.com/screener/cb8f248e-5446-49d9-95ff-2aa7173cd528?offset=0&count=100>

Zaccone, M. C., & Pedrini, M. (2020). ESG Factor Integration into Private Equity. *Sustainability*, 12(14), 5725. <https://doi.org/10.3390/su12145725>

# 10. Annexes

## Annexe 1: Return on Assets (Morningstar)

Company Name	Country of Classification	Industry	Return on Assets TTM 2010	Return on Assets TTM 2011	Return on Assets TTM 2012	Return on Assets TTM 2013	Return on Assets TTM 2014	Return on Assets TTM 2015	Return on Assets TTM 2016	Return on Assets TTM 2017	Return on Assets TTM 2018	Return on Assets TTM 2019	Return on Assets TTM 2020	Return on Assets TTM 2021	Return on Assets TTM 2022	Return on Assets TTM 2023
Aareal Bank AG	Germany	Banks - Regional	0,16	0,26	0,26	0,24	0,66	0,65	0,46	0,38	0,40	0,47	0,09	-0,11	0,20	0,28
ABG Sundal Collier Holding ASA	Norway	Capital Markets	7,28	5,31	4,26	3,74	3,35	5,40	4,57	7,01	5,77	4,81	5,40	12,01	5,51	4,12
ABN AMRO Bank NV	Netherlands	Banks - Diversified						0,50	0,41	0,61	0,60	0,49	0,05	0,15	0,49	0,60
Aegon Ltd	Netherlands	Insurance - Diversified	0,42	0,52	0,35	0,22	0,24	-0,01	0,15	0,38	0,46	0,10	0,20	0,26	0,14	-0,42
Ageas SA/ NV	Belgium	Insurance - Diversified	0,81	-0,97	-0,22	0,78	0,34	0,77	0,28	0,36	0,76	0,92	1,08	0,69	0,94	0,90
ATB Group PLC	Ireland	Banks - Regional	-1,10	-6,40	-1,63	-2,81	-1,33	0,95	0,89	1,22	1,18	0,81	-0,76	0,14	0,61	0,82
Aker Horizons ASA	Norway	Asset Management													-2,06	-17,38
Aktia Bank PLC	Finland	Banks - Regional				0,26	0,50	0,50	0,53	0,39	0,61	0,55	0,43	0,60	0,49	0,19
Alandsbanken ABP	Finland	Banks - Regional	-0,11	-0,16	-0,23	0,32	0,17	0,38	0,53	0,40	0,43	0,46	0,51	0,69	0,58	0,73
Allor Bank SA	Poland	Banks - Diversified				0,80	0,88	1,04	0,88	1,01	1,08	0,61	-0,54	0,64	0,52	2,12
Allfunds Group PLC	Netherlands	Asset Management												1,15	1,36	0,87
Allianz SE	Germany	Insurance - Diversified	0,81	0,51	0,67	0,85	0,84	0,79	0,70	0,84	0,76	0,83	0,68	0,83	0,65	1,06
Alm Brand A/S	Denmark	Insurance - Diversified	-1,27	-0,35	-0,65	0,62	0,68	1,40	2,15	2,52	1,90	1,19	1,34	1,34	1,56	2,04
Alpha Services and Holdings SA	Greece	Banks - Regional	0,42	0,02	-6,05	3,21	-0,14	-0,14	-0,75	0,17	-0,03	0,15	0,21	-3,57	-0,10	0,76
Amundi SA	France	Asset Management						4,17	4,17	3,95	4,73	4,17	3,50	4,28	4,09	3,78
Anima Holding SpA	Italy	Asset Management						12,96	10,97	7,88	9,65	8,02	5,91	6,75	9,69	6,00
Antin Infrastructure Partners	France	Asset Management												57,17	10,13	3,43
Arbona AB	Sweden	Asset Management			0,95	-8,27	-5,52	-3,94	-1,38	16,25	5,10	21,80	-6,54	15,88	-7,54	29,90
ASR Nederland NV	Netherlands	Insurance - Diversified							0,98	1,11	1,45	1,20	0,82	1,10	1,27	3,92
Assicurazioni Generali	Italy	Insurance - Diversified	0,42	0,41	0,27	0,07	0,41	0,37	0,37	0,40	0,42	0,54	0,33	0,47	0,50	0,82
Attica Bank SA	Greece	Banks - Regional	0,02	-0,31	-5,98	-3,59	-1,67	-1,32	-2,46	-1,06	-1,06	1,03	-0,89	-8,16	-3,25	-9,52
Aurelius Equity Opportunities Se & Co KGaA	Germany	Asset Management				6,82	4,31	6,64	7,43	9,82	11,35	-3,53	7,01	1,44	7,33	7,33
Avanza Bank Holding AB	Sweden	Banks - Regional	0,66	0,75	0,43	0,34	0,39	0,48	0,44	0,35	0,31	0,30	0,61	0,87	0,65	0,77
AXA SA	France	Insurance - Diversified	0,52	0,05	0,46	0,54	0,65	0,61	0,64	0,66	0,62	0,17	0,35	0,69	0,96	0,96
Axactor ASA	Norway	Credit Services	-13,92	-77,73	-7,31	-65,11	-20,61	-109,08	-12,36	-0,44	-0,27	1,45	-0,97	0,16	-0,58	2,34
Azmut Holding SPA	Italy	Asset Management	9,14	6,30	8,17	6,63	4,25	3,16	2,31	2,96	2,12	2,92	4,50	5,44	6,28	4,43
B2 Impact ASA	Norway	Credit Services							4,19	2,95	5,38	1,07	1,57	3,43	2,39	2,14
Baader Bank AG	Germany	Capital Markets	4,23	0,53	2,39	-0,43	1,03	-1,01	-1,89	0,23	-0,25	-2,78	2,67	6,79	0,90	0,90
Banca Generali	Italy	Banks - Regional	2,06	2,11	2,46	2,23	2,63	3,16	2,38	2,34	2,05	2,29	2,21	2,46	1,25	1,88
Banca Ifis	Italy	Banks - Regional	1,03	0,78	1,12	1,01	0,99	2,10	1,30	10,72	1,49	1,41	0,85	0,81	1,00	1,22
Banca Mediolanum	Italy	Banks - Regional	0,75	0,54	0,83	0,94	0,68	0,88	0,98	0,84	0,77	0,51	0,93	0,87	1,00	0,95
Banca Monte dei Paschi di Siena	Italy	Banks - Regional	0,02	0,42	-2,06	-0,98	-1,04	-2,28	-0,63	-3,53	0,02	0,06	-1,97	0,16	-0,32	0,83
Banca Popolare di Sondrio SpA	Italy	Banks - Regional	0,89	0,54	0,31	0,00	0,27	0,43	0,28	0,28	0,43	0,36	0,17	0,48	0,40	0,81
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Spain	Banks - Diversified	0,88	0,88	0,25	0,49	0,17	0,35	0,48	0,55	0,60	0,63	-0,08	0,62	0,84	0,97
Banco BPM SpA	Italy	Banks - Regional	0,21	0,23	-1,78	-0,53	-0,59	-1,18	-0,20	1,28	-0,12	0,11	0,17	0,15	0,29	0,60
Banco Comercial Portugues SA	Portugal	Banks - Regional	0,26	0,15	-1,87	-1,18	-0,30	0,19	-0,33	0,56	0,34	0,40	0,18	0,06	0,15	0,78
Banco de Sabadell SA	Spain	Banks - Diversified	0,55	0,27	0,06	0,11	0,20	0,32	0,38	0,34	0,18	0,39	0,08	0,04	0,30	0,43
Banco Di Desio E Della Brianza SpA	Italy	Banks - Regional	0,66	0,64	0,17	0,04	0,41	0,16	0,34	0,12	0,33	0,32	0,18	0,32	0,35	0,46
Banco Espírito Santo SA	Portugal	Banks - Regional			-0,14	0,11	-0,61	-0,33	-1,460,10	-1,460,10		-161,44	-161,44	-305,67	-144,21	
Banco Santander SA	Spain	Banks - Diversified	0,76	0,59	0,14	0,10	0,44	0,56	0,33	0,45	0,46	0,35	-0,45	0,26	0,53	0,55
Bank Handlowy w Warszawie SA	Poland	Banks - Regional	1,34	1,81	2,53	2,54	1,83	1,43	1,29	1,17	1,50	0,94	0,72	0,83	1,84	3,16
Bank Millennium SA	Poland	Banks - Regional	0,00	0,96	0,98	0,94	1,07	1,04	0,94	0,92	1,01	0,87	0,16	-0,90	-1,66	0,61
Bank of Greece	Greece	Banks - Regional	0,29	0,17	0,06	0,19	0,76		0,87		0,70	0,56	0,77		1,55	0,19
Bank of Ireland Group PLC	Ireland	Banks - Regional	0,04	-0,37	-0,07	-1,33	-0,50	0,49	0,45	0,54	0,56	0,38	-0,44	0,21	0,60	0,88
Bank Polska Kasa Opieki SA	Poland	Banks - Regional	1,87	1,88	2,02	1,88	1,75	1,52	1,33	1,14	1,46	1,17	0,74	0,69	0,90	1,95
Bankinter SA	Spain	Banks - Regional	0,39	0,25	0,18	0,40	0,46	0,60	0,76	0,67	0,68	0,69	0,35	1,33	0,46	0,72
Banque Nationale de Belgique SA	Belgium	Banks - Regional	1,50	0,94	0,89	1,13	1,01	0,89	0,67	0,58	0,42	0,42	0,45	0,28	0,11	-0,17
Bawag Group AG	Austria	Banks - Regional								1,02	1,11	0,99	0,73	0,63	0,93	0,68
BFF Bank SpA	Italy	Credit Services							1,52	1,95	1,98	1,69	2,70	3,29	1,99	
BNP Paribas	France	Banks - Regional	0,28	0,39	0,31	0,27	-0,05	0,34	0,31	0,34	0,33	0,31	0,28	0,31	0,35	0,41
BNP Paribas Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional		0,53	0,30	0,16	0,54	0,04	0,05	0,33	0,45	0,60	0,60	0,50	-0,06	1,09
BPER Banca SpA	Italy	Banks - Regional	0,47	0,50	0,36	-0,22	0,09	0,06	0,39	0,09	0,85	0,75	0,07	0,57	0,95	0,70
Brederode SA	Belgium	Asset Management	19,04	11,62	9,69	8,39	17,29	19,98	4,06	14,19	9,53	14,70	7,10	31,68	10,98	4,52
Bure Equity AB	Sweden	Asset Management	12,34	6,08	-1,22	3,69	13,45	35,96	64,09	9,95	20,20	24,67	36,07	28,45	-59,46	29,50
Caisse Regionale de Credit Agricole Mutuel de Paris et d'Ile	France	Banks - Regional	0,84	0,90	0,92	0,81	0,78	0,78	0,73	0,62	0,59	0,52	0,38	0,44	0,56	0,38
Caisse Regionale du Credit Agricole Mutuel du Languedoc	France	Banks - Regional		0,91	0,69	0,79	0,77	0,83	0,64	0,83	0,69	0,39	0,67	0,74	0,51	
CaixaBank SA	Spain	Banks - Regional	2,73	0,78	0,10	0,15	0,15	0,29	0,23	0,43	0,51	0,37	0,24	0,94	0,39	0,63
Capitea SA	Poland	Credit Services								12,27	-67,31				-39,40	15,80
Catella AB	Sweden	Asset Management	12,98	-0,23	0,90	-0,11	3,06	5,32	7,76	2,74	3,14	-1,23	3,02	1,60	9,18	2,67
Coface SA	France	Insurance - Reinsurance					2,14	1,79	0,62	1,16	1,74	1,92	1,10	2,91	3,19	3,51
CoinShares International Ltd	Sweden	Capital Markets												-108,63	-20,37	28,20
Commerzbank AG	Germany	Banks - Regional	-0,21	0,07	0,15	-0,10	0,10	0,10	0,05	0,05	0,23	0,16	-0,05	-0,51	0,23	0,40
Compagnie du Bois Sauvage SA	Belgium	Asset Management	0,75	13,52	4,43	2,49	-2,82	3,25	6,16	9,26	7,60	-13,87	12,40	11,49	7,83	0,50
Corporacion Financiera Alba SA	Spain	Asset Management		12,85	-1,58	1,14	9,83	5,77	7,64	16,57	3,45	3,36	1,98	0,97	7,93	7,63
Credes AB	Sweden	Asset Management		0,00	17,28	15,38	16,22	11,02	14,11	7,38	19,08	47,02	45,92	-32,96	2,52	
Credit Agricole Atlantique Vendee	France	Banks - Regional	0,80	0,75	0,68	0,55	0,85	0,63	0,82	0,53	0,54	0,57	0,27	0,36	0,54	0,33
Credito Agricole SA	France	Banks - Regional	0,10	0,10	-0,19	-0,10	0,12	0,09	0,21	0,23	0,21	0,21	0,21	0,19	0,24	0,25
Credito Emiliano	Italy	Banks - Regional	0,34	0,28	0,36	0,43	0,46	0,51	0,33	0,46	0,43	0,43	0,35	0,55	0,45	0,80
Danske Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	0,09	0,08	0,06	0,19	0,35	0,18	0,40	0,57	0,51	0,33	0,19	0,26	-0,14	0,48
Det Ostasiatiske Kompagni A/S	Denmark		14,76	26,46	1,77											
Deutsche Bank AG	Germany	Banks - Regional	0,17	0,22	0,13	-0,03	-0,01	-0,25	-0,11	-0,03	-0,14	-0,32	-0,11	0,14	0,24	0,33
Deutsche Boerse AG	Germany	Financial Data & Stock Exchanges	0,25	0,29	0,36	0,20	0,29	0,34	0,58	0,48	0,58	0,59	0,63	0,62	0,55	0,57
Deutsche Pfandbriefbank AG	Germany	Mortgage Finance						0,01	0,42	0,22	0,33	0,31	0,13	0,31	0,36	0,21
Devia SA	Belgium	Banks - Regional				-0,79	-0,37	-0,26	0,07		-0,23	-0,40				
DNB Bank ASA	Norway	Banks - Regional	0,62	0,70	0,61	0,65	0,88	0,87	0,75	0,71	0,83	0,91	0,65	0,76	0,85	1,08
Dom Maklerski IDM SA	Poland	Capital Markets	3,83	3,18	-23,87	-72,56	-62,98	-166,90	-1,40	-10,53	-32,33	85,04	77,58	-3,83	10,35	1,26
Dovalue SpA	Italy	Banks - Regional								16,04	16,02	5,92	1,79	0,68	4,48	-1,56
DWS Group GmbH & Co KGaA	Germany	Asset Management										3,79	3,88	4,99	5,84	4,63
EAC Invest A/S	Denmark	Asset Management				3,43	-25,57	-11,28	-3,67	-3,29	0,48	-40,47	-2,28	3,32	-1,23	-4,32

Edenred SE	France	Credit Services	1,22	3,39	4,96	4,41	3,98	4,45	3,76	4,21	4,03	3,84	3,05	2,83	3,43	3,62
eQ PLC	Finland	Asset Management	1,12	1,14	4,10	2,36	6,73	12,98	17,02	19,38	26,02	28,43	29,63	43,22	41,19	29,40
Erste Group Bank AG	Austria	Banks - Regional	0,46	-0,28	-0,35	0,08	-0,87	0,38	0,68	0,49	0,62	0,70	0,30	0,50	0,62	0,81
Eurazeo SE	France	Asset Management	-1,32					12,15	0,94	6,96	4,07	1,84	-3,23	4,89	6,01	17,80
Eurobank Ergasias Services And Holdings SA	Greece	Banks - Regional	0,10	-0,67	-7,55	-0,79	-2,08	-1,44	0,46	0,15	0,11	0,15	-1,60	0,12	1,55	1,47
Euronext NV	France	Financial Data & Stock Exchanges					7,93	19,90	24,77	23,57	23,93	11,83	8,83	0,46	0,23	0,30
FBD Holdings PLC	Ireland	Insurance - Property & Casualty	-2,38	-0,19	4,70	4,39	2,83	-7,94	0,56	1,90	3,70	4,47	4,11	2,18	6,14	4,20
FinecoBank SpA	Italy	Banks - Regional					0,70	1,12	1,14	0,97	1,05	1,02	1,21	1,16	1,12	0,79
Flitex AG	Germany	Capital Markets		15,22	19,62	-3,54	-9,61	-0,08	-0,63	1,12	1,62	1,70	1,92	2,22	2,12	1,79
Flow Traders Ltd	Netherlands	Capital Markets					1,65	2,04	1,31	0,68	1,03	5,27	1,59	0,62	0,60	0,70
Getin Holding SA	Poland	Banks - Regional	0,78	2,07	3,2	2,33	1,62	0,61	1,11	0,74	0,70	-2,83	-0,66	-2,44	-8,63	-1,63
GIMV NV	Belgium	Asset Management							11,15	10,36	8,01	6,86	-7,09	15,35	-2,16	9,78
Gjensidige Forsikring ASA	Norway	Insurance - Property & Casualty	3,71	3,91	4,26	3,57	4,04	2,96	3,69	3,26	2,28	4,86	3,98	5,42	4,43	4,01
Grenke AG	Germany	Credit Services	1,55	2,16	2,07	1,98	2,23	2,50	2,73	2,75	2,67	2,13	1,23	1,10	1,51	1,37
Grøpe Bruxelles Lambert SA	Belgium	Asset Management	7,20	4,92	2,05	-1,22	4,85	5,36	-2,75	4,12	2,54	2,60	2,45	1,09	-1,19	0,61
Grupo Catalana Occidente SA	Spain	Insurance - Diversified	1,05	2,13	2,06	2,08	2,25	2,24	2,12	2,26	2,38	2,43	1,74	2,29	2,75	2,83
HAL Trust	Netherlands	Asset Management	9,87	9,03	10,53	6,69	5,36	4,45	4,68	4,19	1,29	1,68	2,87	5,52	16,01	5,54
Hannover Rueck SE	Germany	Insurance - Reinsurance	1,56	1,17	1,75	1,46	1,69	1,75	1,82	1,49	1,55	1,96	1,32	1,39	1,44	2,17
Hellenic Exchanges - Athens Stock Exchange SA	Greece	Financial Data & Stock Exchanges	9,72	21,98	6,32	22,83	4,25	3,14	1,51	0,52	1,36	2,28	1,88	2,42	2,11	2,82
Hoist Finance AB	Sweden	Mortgage Finance					1,03	1,25	2,23	1,98	1,88	0,06	-0,75	1,69	1,99	1,99
Hypoport AG	Germany	Credit Services	1,89	6,22	4,29	1,63	5,97	15,90	17,35	16,15	9,30	7,29	5,12	6,01	5,00	-1,52
Illimity Bank SpA	Italy	Banks - Regional											-2,28	0,45	1,15	1,47
Industriavarden AB	Sweden	Asset Management	19,09	-23,57	-23,57	15,95	8,90	5,90	12,15	22,03	8,70	0,60	10,22	15,51	-13,66	23,36
ING Bank Slaski SA	Poland	Banks - Regional	0,99	1,23	1,31	1,14	1,17	1,10	1,05	1,08	1,15	1,15	0,86	1,01	0,83	1,72
ING Groep NV	Netherlands	Banks - Diversified	0,07	0,27	0,22	0,37	0,40	0,02	0,59	0,57	0,58	0,57	0,19	0,40	0,39	0,57
Intesa Sanpaolo	Italy	Banks - Regional	0,46	0,42	-1,26	0,09	-0,63	0,43	0,32	0,86	0,51	0,53	0,79	0,09	0,33	0,73
Intrum AB	Sweden	Credit Services	7,45	7,23	7,07	8,50	9,51	10,49	10,33	3,87	2,96	3,40	-1,17	2,90	0,28	-4,35
Investment AB Latour	Sweden	Asset Management	5,45	11,92	10,92	10,24	10,17	14,67	21,03	10,75	8,74	14,37	13,72	10,74	7,40	10,28
Investment AB Oresund	Sweden	Asset Management	48,83	48,83	17,89	25,54	21,79	21,38	33,99	7,43	11,13	-3,04	3,90	16,48	-24,18	-4,80
Investor AB	Sweden	Asset Management	9,89	-2,02	12,15	17,72	18,30	4,96	11,52	14,25	9,65	4,70	15,00	24,25	-6,47	16,19
Jyske Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	0,18	0,25	0,04	0,65	0,98	0,27	0,50	0,61	0,45	0,29	0,24	0,46	0,42	0,77
KBC Ancora SA	Belgium	Asset Management	-1,18	1,16	-1,17	1,96	1,05	5,47	-0,86	30,44	6,93	8,19	1,95	15,55	21,92	8,15
KBC Groep NV	Belgium	Banks - Regional	0,44	0,09	0,28	0,95	0,17	0,88	0,59	1,00	0,76	0,78	0,50	0,72	0,74	0,92
Kinnevik AB	Sweden	Asset Management	28,00	2,90	5,92	8,75	24,50	9,48	0,04	16,11	18,06	46,48	33,62	23,08	-25,11	-12,15
Komercni Banka AS	Czech Republic	Banks - Regional	1,58	1,91	1,26	1,77	1,47	1,45	1,38	1,41	1,30	2,17	0,80	0,80	1,19	1,13
Kruk SA	Poland	Credit Services			8,53	10,59	11,55	12,53	10,89	11,66	7,25	6,53	1,44	12,50	13,08	10,90
L E Lundbergforetag AB	Sweden	Asset Management	2,49	5,57	3,64	4,29	3,06	3,72	10,04	6,61	4,28	3,17	4,35	4,49	1,38	3,96
Linea Directa Aseguradora SA	Spain	Insurance - Property & Casualty														-0,43
Magfire SA	Spain	Insurance - Diversified	2,11	1,93	1,93	1,20	1,28	1,20	1,05	0,95	1,08	0,65	0,83	0,86	1,09	1,09
mBank SA	Poland	Banks - Regional	0,58	1,17	1,36	1,13	1,17	1,17	0,97	0,82	0,93	0,77	0,23	0,14	-1,52	0,41
mBank SA	Poland	Banks - Regional	0,58	1,17	1,36	1,13	1,17	1,17	0,97	0,82	0,93	0,77	0,23	0,14	-1,52	0,41
Mediobanca SpA	Italy	Banks - Regional	0,53	0,49	0,07	-0,15	0,62	0,97	0,86	1,07	1,21	1,09	0,76	1,00	1,05	1,18
MLP SE	Germany	Asset Management	2,71	1,67	2,07	3,03	1,59	1,58	1,48	0,84	1,27	1,30	1,42	1,68	1,80	1,32
Multiply Group SpA	Italy	Credit Services	34,13	34,40	16,88	4,82	11,71	19,74	14,37	15,18	12,62	11,81	11,95	24,99	3,22	4,62
Moneta Money Bank AS	Czech Republic	Banks - Regional							3,22	2,71	2,22	1,88				1,23
MPC Muenchmeyer Petersen Capital AG	Germany	Asset Management	-7,04	-0,11	-0,11	3,00	-21,65	8,70	9,03	7,34	9,18	-14,43	-1,96	0,98	20,08	6,49
Munchener Ruckversicherungs-Gesellschaft AG	Germany	Insurance - Reinsurance	1,14	0,43	1,32	1,02	1,38	1,13	1,02	0,12	0,24	0,99	0,42	0,75	0,90	0,99
National Bank of Greece SA	Greece	Banks - Regional	-0,19	-1,57	-11,54	-2,07	0,85	-5,25	-8,49	3,36	-0,42	0,39	-0,18	0,44	0,96	1,59
NN Group NV	Netherlands	Insurance - Diversified					-0,05	-0,05	0,76	0,62	1,07	0,45	0,54	1,04	1,60	0,16
Nordea Bank Abp	Sweden	Banks - Regional	0,39	0,41	0,44	0,48	0,50	0,55	0,53	0,55	0,54	0,22	0,39	0,59	0,54	0,82
Nordnet AB (publ)	Sweden	Capital Markets												0,61	0,97	0,72
Norion Bank AB	Sweden	Banks - Regional														2,50
Oberbank AG	Austria	Banks - Regional	0,52	0,67	0,65	0,66	0,75	0,85	0,93	1,00	1,02	1,08	0,40	0,91	0,43	1,78
Oma Savings Bank PLC	Finland	Banks - Regional											0,86	0,72	1,38	1,01
OTP Bank PLC	Hungary	Banks - Regional	1,55	1,21	0,82	1,20	0,62	-0,93	0,59	2,03	2,29	2,33	1,42	1,66	1,17	2,64
Pareto Bank ASA	Norway	Banks - Regional							1,49	1,91	2,28	2,14	2,19	2,50	2,43	2,61
Permanent TSB Group Holdings PLC	Ireland	Banks - Regional	-0,41	-0,16	-0,58	-1,40	-0,85	-0,88	0,21	-1,26	0,21	-0,20	-0,27	-0,62	-0,25	0,98
Peugeot Invest	France	Asset Management	-6,96	6,03	-2,65	-24,22	-25,16	4,78	0,29	9,86	2,21	2,58	-0,08	8,15	3,64	3,85
Piraeus Financial Holdings SA	Greece	Asset Management	2,90	-2,30	-12,83	4,19	-2,60	-1,10	-1,53	-0,14	-0,74	0,35	0,06	-5,04	1,09	0,92
PKO Bank Polski SA	Poland	Banks - Regional	1,72	2,10	2,10	1,52	1,56	1,16	1,03	1,02	1,14	1,33	0,76	-0,23	0,67	1,44
Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA	Poland	Insurance - Property & Casualty	4,95	4,69	4,69	5,37	4,77	3,31	2,02	1,35	0,94	0,96	0,60	0,82	0,75	1,11
Protector Forsikring ASA	Norway	Insurance - Specialty	6,49	-0,21	8,79	4,09	6,77	5,93	3,72	1,09	-2,43	3,62	7,81	2,39	4,66	4,66
Raiffeisen Bank International AG	Austria	Banks - Regional	0,46	0,94	0,94	0,21	0,13	-0,27	0,27	0,77	0,88	0,61	0,56	0,66	1,47	1,34
Resurs Holding AB	Sweden	Credit Services							2,43	3,41	3,41	3,08	2,44	2,30	2,98	1,55
Ringkjøbing Landbobank A/S	Denmark	Banks - Regional	1,29	1,53	1,80	1,77	2,29	2,17	2,31	2,39	1,60	1,77	1,64	2,04	2,22	2,84
Sampo Oyj	Finland	Insurance - Diversified	3,23	3,60	3,59	4,46	4,62	4,86	4,33	5,45	5,47	2,23	2,31	1,27	3,90	0,69
Santander Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional	1,80	1,80	1,80	2,09	1,80	1,88	1,43	1,45	1,37	1,23	0,69	0,44	0,84	1,76
SCOR SE	France	Insurance - Reinsurance	1,26	1,02	1,62	1,25	1,84	1,56	1,44	1,47	0,59	0,77	0,35	1,23	-0,32	1,12
Skandinaviska Enskilda Banken AB	Sweden	Banks - Regional	0,16	1,02	1,62	0,55	0,66	0,63	0,63	0,60	0,76	0,65	0,53	0,72	0,66	0,89
Societe Generale SA	France	Banks - Regional	0,09	0,30	98,88	0,11	0,19	0,26	0,27	0,20	0,19	0,19	-0,05	0,25	0,13	0,14
Sofina SA	Belgium	Asset Management	5,04	3,72	3,91	4,10	4,85	7,56	3,91	6,20	12,82	14,13	5,86	35,73	24,49	-5,24
Solid Forsikringsaktiebolag	Sweden	Insurance - Specialty														4,58
Spar Nord Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	0,17	0,26	0,39	0,54	1,02	0,95	0,99	1,14	1,22	1,01	0,67	1,14	0,97	1,91
SpareBank 1 Nord-Norge	Norway	Banks - Regional	1,34	1,19	0,46	1,13	1,71	0,94	1,29	1,41	1,62	2,03	1,39	1,59	1,51	1,89
SpareBank 1 Ostlandet	Norway	Banks - Regional							1,08	1,27	1,52	0,99	1,29	1,09	1,27	
SpareBank 1 SMN	Norway	Banks - Regional	1,10	0,99	0,99	1,16	1,54	1,21	1,08	1,17	0,90	0,99	0,62	0,81	0,77	0,86
SpareBank 1 Sorost-Norge	Norway	Banks - Regional	0,73	1,01	0,71	0,89	1,34	0,68	1,27	1,49	1,45	1,36	1,29	1,31	1,12	1,50
SpareBank 1 SR Bank ASA	Norway	Banks - Regional	0,89	0,85	0,54	1,12	1,38	0,97	0,92	0,96	1,05	1,31	0,52	0,97	1,01	1,10
Sparebanken Mare	Norway	Banks - Regional	0,38	0,89	0,79	0,49	0,72	0,88	0,97	0,80	0,85	0,83	0,75	0,74	0,77	1,00
Sparebanken Sor	Norway	Banks - Regional	0,74	0,69	0,48	0,66	1,15	0,68	0,84	0,87	0,91	0,79	0,72	0,81	0,74	1,14
Sparebanken Vest AS	Norway	Banks - Regional	0,53	0,58	0,80	0,81	0,72	0,96	0,81	0,82	1,01	0,79	1,11	1,16	1,11	1,11
Storebrand ASA	Norway	Financial Conglomerates	0,27	0,41	0,23	0,38	0,38	0,26	0,40	0,48	0,41	0,54	0,32	0,42	0,34	0,36
Storskogen Group AB	Sweden	Asset Management												6,24	2,71	2,24
Svenska Handelsbanken AB	Sweden	Banks - Diversified	0,49	0,52												



## Annexe 2: Return on Equity (Morningstar)

Company Name	Country of Classification	Industry	Return on Equity TTM 2010	Return on Equity TTM 2011	Return on Equity TTM 2012	Return on Equity TTM 2013	Return on Equity TTM 2014	Return on Equity TTM 2015	Return on Equity TTM 2016	Return on Equity TTM 2017	Return on Equity TTM 2018	Return on Equity TTM 2019	Return on Equity TTM 2020	Return on Equity TTM 2021	Return on Equity TTM 2022	Return on Equity TTM 2023
Aareal Bank AG	Germany	Banks - Regional	3,92	5,32	4,92	4,38	12,02	12,93	8,69	6,31	5,93	6,99	1,45	-1,69	3,17	4,47
ABG Sundal Collier Holding ASA	Norway	Capital Markets	21,57	15,23	11,79	13,71	15,45	25,27	20,88	31,90	31,55	22,73	39,86	90,87	38,42	25,76
ABN AMRO Bank NV	Netherlands	Banks - Diversified						12,01	9,87	12,91	11,69	9,16	1,04	2,90	9,25	10,93
Aegon Ltd	Netherlands	Insurance - Diversified	6,74	7,50	4,57	2,92	3,52	-0,10	2,40	6,37	7,65	1,76	3,43	4,54	3,02	-11,52
Aegae SA/ NV	Belgium	Insurance - Diversified	8,68	-10,07	-2,32	7,34	3,36	7,62	2,76	3,91	8,54	9,97	10,75	6,62	9,79	11,22
AIB Group PLC	Ireland	Banks - Regional	-17,98	-142,43	-25,30	-28,38	-14,70	8,75	7,88	8,98	8,03	5,56	-5,44	1,17	5,95	8,40
Aker Horizons ASA	Norway	Asset Management														-10,12 -98,71
Aktia Bank PLC	Finland	Banks - Regional				5,90	8,39	8,51	8,35	6,19	9,83	8,80	6,94	9,00	7,60	3,29
Alandsbanken ABP	Finland	Banks - Regional	-2,30	-3,47	-4,80	6,32	3,71	8,31	11,42	9,12	9,96	10,47	10,97	13,85	11,44	13,11
Allor Bank SA	Poland	Banks - Diversified				7,75	10,23	10,74	9,47	9,97	11,21	6,86	-6,26	7,69	7,01	25,71
Allfunds Group PLC	Netherlands	Asset Management														2,62
Allianz SE	Germany	Insurance - Diversified	11,20	7,21	9,06	11,18	11,12	10,74	9,44	11,31	10,96	12,03	9,58	11,57	10,43	19,52
Alm Brand A/S	Denmark	Insurance - Diversified	-19,16	-4,31	-6,65	5,66		5,65	10,71	15,12	17,67	15,18	10,50	11,90	11,64	6,23
Alpha Services and Holdings SA	Greece	Banks - Regional	6,57	0,31	-98,32	46,71	-1,22	-1,23	-6,45	1,21	-0,18	1,09	1,60	-33,83	-1,15	8,70
Amundi SA	France	Asset Management						9,05	9,05	8,16	10,59	10,68	10,15	12,93	11,30	10,72
Anima Holding SPA	Italy	Asset Management					20,15	17,14	12,12	14,23	13,15	10,38	11,79	17,10	10,66	9,08
Antin Infrastructure Partners	France	Asset Management												120,27	13,32	4,33
Arbona AB	Sweden	Asset Management			0,98	-8,32	-5,53	-3,95	-1,38	18,99	7,72	31,39	-8,03	16,34	-7,70	30,32
ASR Nederland NV	Netherlands	Insurance - Diversified						14,36	14,36	16,21	13,84	9,87	12,58	13,02	39,36	
Assicurazioni Generali	Italy	Insurance - Diversified	10,74	8,57	5,73	1,63	8,59	7,99	7,95	8,80	9,37	10,93	6,22	9,20	11,41	18,75
Attica Bank SA	Greece	Banks - Regional	0,21	-3,50	-158,56	-74,76	-22,36	-18,60	-33,06	-7,04	-3,00	7,24	-6,68	-91,15	-47,20	-91,98
Aurelius Equity Opportunities Se & Co KGaA	Germany	Asset Management	38,67	41,31	-13,34	26,63	15,56	27,87	31,71	43,21	48,58	-16,12	36,47	6,90	32,26	32,26
Avanza Bank Holding AB	Sweden	Banks - Regional	36,63	38,75	22,59	21,98	31,61	41,73	37,58	30,05	27,16	25,01	46,53	54,30	36,42	40,70
AXA SA	France	Insurance - Diversified	8,62	0,71	7,15	7,86	8,71	8,10	8,15	8,29	8,23	2,13	4,01	8,01	11,92	13,14
Axactor ASA	Norway	Credit Services	-18,68	-103,66	-9,24	-77,74	-29,93	-123,84	-24,81	-0,74	-0,68	5,81	-4,53	0,59	-1,88	7,91
Azimuth Holding SPA	Italy	Asset Management	37,93	25,33	31,88	30,52	26,13	26,17	23,02	38,92	31,53	38,53	51,05	57,97	52,76	28,82
B2 Impact ASA	Norway	Credit Services						11,79	7,48	18,27	4,26	6,17	11,70	7,54	6,69	
Baader Bank AG	Germany	Capital Markets	10,87	2,14	12,36	-2,33	5,76	5,76	-12,60	1,59	-1,88	-23,43	21,58	51,73	9,94	9,94
Banca Generali	Italy	Banks - Regional	34,18	29,91	40,33	36,04	36,47	35,38	25,82	28,72	29,56	32,73	29,25	33,13	20,15	29,10
Banca Ifis	Italy	Banks - Regional	11,15	10,28	25,80	27,19	23,32	37,98	13,89	80,07	10,79	9,82	6,09	6,27	7,93	9,74
Banca Mediolanum	Italy	Banks - Regional	21,51	24,32	17,20	24,07	15,76	19,33	20,41	16,74	17,59	12,83	22,34	21,42	25,07	22,51
Banca Monte dei Paschi di Siena	Italy	Banks - Regional	0,32	5,63	-31,51	-25,12	-24,54	-40,70	-11,24	-54,78	0,48	0,93	-33,74	3,55	-7,60	15,00
Banca Popolare di Sondrio SpA	Italy	Banks - Regional	11,85	7,29	4,55	0,06	4,30	5,94	3,83	4,00	6,79	5,75	2,72	7,94	6,72	12,86
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Spain	Banks - Diversified	16,48	14,15	3,70	7,72	2,37	5,17	7,51	8,15	8,77	9,00	-1,26	9,64	12,77	15,15
Banco BPM SpA	Italy	Banks - Regional	2,44	2,56	-21,89	-7,39	-7,87	-15,97	-2,81	17,58	-1,73	1,64	2,51	2,20	4,60	8,51
Banco Comercial Portugues SA	Portugal	Banks - Regional	4,37	2,47	-36,97	-29,71	-5,60	3,17	-5,67	8,16	4,25	5,17	2,37	0,85	2,42	13,18
Banco de Sabadell SA	Spain	Banks - Diversified	8,60	4,34	4,34	1,88	3,13	4,98	6,09	5,46	3,13	4,87	1,43	0,75	5,88	8,06
Banco DI Desio E Della Brianza SpA	Italy	Banks - Regional	6,61	6,58	1,82	0,44	5,27	2,41	4,85	1,80	5,12	5,06	2,82	5,10	5,77	7,37
Banco Espirito Santo SA	Portugal	Banks - Regional				-2,02	1,40	-8,02	-4,28	-4,28						
Banco Santander SA	Spain	Banks - Diversified	12,44	9,93	2,51	1,66	7,26	7,89	4,53	6,86	7,08	5,43	-7,64	6,67	10,23	10,69
Bank Handlowy w Warszawie SA	Poland	Banks - Regional	8,14	11,36	14,34	15,11	12,46	10,24	8,79	7,49	10,07	6,65	5,57	6,66	16,54	28,09
Bank Millennium SA	Poland	Banks - Regional	0,05	10,73	11,13	10,51	11,73	11,03	9,58	8,76	9,27	8,76	1,75	-10,84	-27,60	12,33
Bank of Greece	Greece	Banks - Regional	28,53	23,50	11,85	39,08	101,92	124,44	142,59	140,98	133,67	116,77	136,20	145,87	160,51	132,99
Bank of Ireland Group PLC	Ireland	Banks - Regional	1,04	-8,35	-1,24	-21,54	-8,55	7,78	6,10	7,43	7,43	5,09	-5,91	2,91	8,28	11,47
Bank Polska Kasa Opieki SA	Poland	Banks - Regional	14,26	12,89	13,32	12,36	11,94	11,01	9,76	8,52	11,72	9,95	6,68	6,65	10,35	23,31
Bankinter SA	Spain	Banks - Regional	8,48	5,22	3,44	7,11	7,54	9,39	12,16	10,94	11,69	12,01	6,53	27,41	10,13	15,52
Banque Nationale de Belgique SA	Belgium	Banks - Regional	75,37	22,55	18,55	25,15	16,84	12,18	9,71	10,73	10,07	11,20	11,62	8,87	4,69	-7,73
Bawag Group AG	Austria	Banks - Regional								12,06	12,85	11,11	8,76	7,90	11,57	8,94
BFF Bank SpA	Italy	Credit Services								21,61	27,40	28,30	23,26	45,18	45,51	38,55
BNP Paribas	France	Banks - Regional	9,50	11,02	7,61	5,54	-1,10	7,86	6,97	7,44	7,27	7,15	6,42	7,31	8,37	9,65
BNP Paribas Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional		6,39	3,86	1,67	5,32	0,37	0,48	3,64	5,17	5,81	6,01	5,14	-0,73	13,72
BPER Banca SpA	Italy	Banks - Regional	7,42	6,84	4,75	-2,91	1,06	0,73	4,72	1,16	13,02	11,85	1,08	10,45	19,18	12,79
Brederode SA	Belgium	Asset Management	19,31	11,88	10,25	8,82	17,59	20,28	4,09	14,20	9,54	14,71	7,10	31,69	10,98	4,52
Bure Equity AB	Sweden	Asset Management	14,47	7,05	-1,39	4,19	14,65	38,07	66,14	10,15	20,59	25,11	36,63	28,67	-59,63	29,59
Caisse Regionale de Credit Agricole Mutuel de Paris et d'Ile-de-France	France	Banks - Regional	7,53	8,01	8,02	7,00	6,30	6,19	5,49	4,73	4,75	4,39	3,61	4,38	5,55	3,71
Caisse Regionale du Credit Agricole Mutuel du Languedoc	France	Banks - Regional			8,12	5,94	6,23	5,79	6,19	4,79	6,19	4,68	2,82	5,05	5,37	3,70
CaixaBank SA	Spain	Banks - Regional	9,37	6,94	1,41	2,09	2,06	4,10	3,32	6,53	8,06	6,07	4,20	17,82	7,61	11,71
Capitea SA	Poland	Credit Services								51,85	89,86					
Catella AB	Sweden	Asset Management	40,66	-1,01	3,93	-0,45	11,57	19,01	25,89	10,25	11,23	-4,37	7,87	4,51	26,99	7,31
Coface SA	France	Insurance - Reinsurance					7,23	7,06	2,46	4,67	7,05	7,66	4,27	11,04	13,01	14,57
CoinShares International Ltd	Sweden	Capital Markets													-263,49	231,11
Commerzbank AG	Germany	Banks - Regional	-6,65	2,19	3,96	-2,43	2,16	2,12	0,93	0,87	3,92	2,76	-0,82	-9,23	4,26	6,87
Compagnie du Bois Sauvage SA	Belgium	Asset Management	1,50	24,82	6,90	3,82	-4,20	4,70	8,17	12,31	10,20	-19,62	19,46	17,62	11,52	0,73
Corporacion Financiera Alba SA	Spain	Asset Management	14,01	14,69	-1,69	1,19	10,16	5,69	7,88	17,36	3,65	3,62	2,17	1,10	9,28	8,79
Credades AB	Sweden	Asset Management				18,28	17,03	17,84	11,97	15,20	7,91	19,73	48,42	48,12	-34,41	2,58
Credit Agricole Atlantique Vendee	France	Banks - Regional	6,94	6,58	6,07	4,82	7,09	5,06	6,25	4,06	4,23	4,14	2,11	3,01	4,38	2,76
Credit Agricole SA	France	Banks - Regional	3,35	3,21	-5,48	-2,65	2,67	2,02	5,92	6,13	5,77	5,95	6,19	5,82	7,66	4,71
Credito Emiliano	Italy	Banks - Regional	3,05	2,49	4,10	3,39	4,46	7,28	4,87	6,95	7,17	7,18	6,21	10,52	9,17	15,47
Danske Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	2,90	2,25	1,66	4,67	7,86	3,89	8,48	12,33	11,48	7,71	4,55	5,99	-3,47	12,04
Det Østasiatiska Kompagni A/S	Denmark	Banks - Regional	27,25	54,63	4,62	8,11	-57,23	-27,06	-9,84	-8,93	1,25	-168,58	-20,38	3,41	-3,47	12,04
Deutsche Bank AG	Germany	Banks - Regional	8,28	10,15	5,38	-0,93	-0,22	-6,28	-2,75	-0,76	-2,94	-7,06	-2,59	3,01	5,14	6,77
Deutsche Boerse AG	Germany	Financial Data & Stock Exchanges	12,83	19,56	26,97	16,18	19,94	23,75	31,16	18,43	18,85	18,03	18,48	17,44	18,14	19,45
Deutsche Pfandbriefbank AG	Germany	Mortgage Finance					0,11	10,15	4,87	6,54	5,72	2,41	5,58	6,07	3,23	
Dexia SA	Belgium	Banks - Regional				-420,50	-29,80	-19,55	4,77		-10,11	-8,19	-8,19			
DNB Bank ASA	Norway	Banks - Regional	11,00	13,00	11,15	12,10	14,87	13,73	10,73	9,53	10,73	11,48	8,10	9,50	11,21	14,94
Dom Maklerski IDM SA	Poland	Capital Markets	5,97	5,77	-60,23	-327,38	-365,51	167,00							4 273,68	8,83
Dovalue SpA	Italy	Banks - Regional									25,00	23,22	16,23	8,25	4,23	33,06
DWS Group GmbH & Co KGaA	Germany	Asset Management														-13,73
EAC Invest A/S	Denmark	Asset Management				8,11	-57,23	-27,06	-9,84	-8,93	1,25	-168,58	-20,38	3,41	-1,24	-4,34



### Annexe 3: Revenue Growth % (Morningstar)

Company Name	Country of Classification	Industry	Revenue Growth % 1Yr 2010	Revenue Growth % 1Yr 2011	Revenue Growth % 1Yr 2012	Revenue Growth % 1Yr 2013	Revenue Growth % 1Yr 2014	Revenue Growth % 1Yr 2015	Revenue Growth % 1Yr 2016	Revenue Growth % 1Yr 2017	Revenue Growth % 1Yr 2018	Revenue Growth % 1Yr 2019	Revenue Growth % 1Yr 2020	Revenue Growth % 1Yr 2021	Revenue Growth % 1Yr 2022	Revenue Growth % 1Yr 2023	
Aareal Bank AG	Germany	Banks - Regional	0,16	12,64	-7,20	9,85	24,18	15,21	-0,76	-10,81	-7,83	3,49	-10,01	9,63	21,09	22,50	
ABG Sundal Collier Holding ASA	Norway	Capital Markets	27,83	-25,85	-3,17	-1,22	25,09	14,30	-5,40	3,23	-11,36	18,81	42,53	51,14	-41,45	0,14	
ABN AMRO Bank NV	Netherlands	Banks - Diversified				0,38	9,87	6,32	-5,91	10,65	2,64	6,21	-8,94	-4,25	4,09	12,38	
Aegon Ltd	Netherlands	Insurance - Diversified	-2,15	-43,66	51,00	8,91	-4,10	-22,07	47,03	7,67	-70,83	322,55	-39,66	14,93		-3,47	
Aegion SA / NV	Belgium	Insurance - Diversified	-11,81	-16,08	24,78	-13,67	9,52	-4,41	-2,79	-7,44	-6,26	27,79	-18,08	10,99	-62,09	101,25	
AIB Group PLC	Ireland	Banks - Regional	-52,66	-38,98	-23,25	187,44	38,23	3,83	0,15	13,98	-4,20	-7,62	-10,62	-0,42	23,19	62,14	
Aker Horizons ASA	Norway	Asset Management												3533,33	141,69	53,90	
Aktia Bank PLC	Finland	Banks - Regional	2,73	-11,83	21,55	3,65	-5,36	-1,71	0,47	0,33	-2,54	3,30	-5,10	31,20	14,85	-3,96	
Alandsbanken ABP	Finland	Banks - Regional	15,13	-1,94	2,74	4,97	12,00	3,47	-3,65	6,37	-0,19	4,92	12,10	16,99	4,59	10,49	
Alior Bank SA	Poland	Banks - Diversified			28,28	20,57	21,93	14,67	25,72	37,98	9,02	0,57	-8,47	0,37	19,09	29,44	
Allfunds Group PLC	Netherlands	Asset Management											19,37	67,92	2,74	1,45	
Allianz SE	Germany	Insurance - Diversified	8,18	-2,61	8,77	0,06	1,32	6,71	-0,24	-0,22	-4,18	9,77	-0,67	5,95	-47,91	66,30	
Alm Brand A/S	Denmark	Insurance - Diversified	-3,04	-7,76	4,93	-7,76	16,49	-9,47	12,63	4,92	-4,16	7,23	-38,23	1,16	101,81	38,21	
Alpha Services and Holdings SA	Greece	Banks - Regional	-5,57	1,52		59,12	0,14	-6,08	10,04	0,94	5,02	-10,45	10,20			20,32	
Amundi SA	France	Asset Management				2,15	8,93	6,38	-4,10	50,77	21,70	-1,63	-3,25	26,66	1,41	-4,33	
Anima Holding SPA	Italy	Asset Management		441,84	3,24	51,48	13,90	26,91	-13,19	5,98	32,98			23,75	-17,12	-1,40	
Antin Infrastructure Partners	France	Asset Management										63,72	42,51	0,54	18,57	32,09	
Arbona AB	Sweden	Asset Management					0,00	12540,60	184,00	-15,19	-22,03	213,96	-28,02	-26,77	-26,30		
ASR Nederland NV	Netherlands	Insurance - Diversified					2,11	4,28	-8,38	-7,88	-5,32	38,17	-5,96	30,87	-46,96	164,23	
Assicurazioni Generali	Italy	Insurance - Diversified	-4,32	-18,81	8,34	2,67	5,06	4,17	-7,53	-2,92	-11,74	30,01	-12,03	19,48	-21,74	-8,98	
Attica Bank SA	Greece	Banks - Regional	6,76	-22,33		39,31	87,49	-14,29	0,63	61,46	-23,28	-45,20					
Aurelius Equity Opportunities Se & Co KGaA	Germany	Asset Management	4,53	16,22	38,28	12,65	13,78	4,20	-1,33	90,39	-3,18	1,03	-34,10	32,48			
Avanza Bank Holding AB	Sweden	Banks - Regional	20,58	11,92	-19,14	6,23	16,58	30,03	1,44	6,32	7,38	13,93	96,73	40,53	-9,97	15,68	
AXA SA	France	Insurance - Diversified	-4,16	-18,30	18,18	3,34	-2,53	-5,65	9,83	5,44	-21,39	23,77	-17,64	8,55	-16,66		
Axactor ASA	Norway	Credit Services		-71,81		0,00	0,00			7585,07	23,12	353,31	36,84	-28,96	-21,31	52,91	6,08
Azimuth Holding SPA	Italy	Asset Management	-2,31	76,90	32,30	6,77	16,27	28,13	0,01	14,69	-9,87	35,29	-2,60	41,91	-11,22	13,56	
B2 Impact ASA	Norway	Credit Services					118,18	198,85	15,32	64,64	34,01	-17,60	11,12	5,99	0,21	2,78	
Basler Bank AG	Germany	Capital Markets	-11,17	-18,75	-4,14	21,35	2,25	7,57	-10,13	22,41	-19,12	-4,42	126,76	1,07	-25,73	6,05	
Banca Generali	Italy	Banks - Regional	2,16	-2,43	42,54	11,62	15,37	10,79	-11,64	21,43	-2,49	24,55	7,08	13,50	-7,99	23,71	
Banca Ifil	Italy	Banks - Regional	-13,13	76,61	93,41	8,92	8,42	39,63	-10,50	27,10	2,13	35,89	-23,01	3,78	12,22	5,15	
Banca Mediolanum	Italy	Banks - Regional	-11,74	-15,14	8,08	-31,36	-17,02	-23,00	-20,30	-7,99	-37,48	176,04	-46,17	105,77	-77,94	35,98	
Banca Monte dei Paschi di Siena	Italy	Banks - Regional	4,86	-10,59	-7,20	-15,58	7,01	21,81	-15,01	1,33	-23,08	-3,10	-10,09	-0,01	3,26	21,14	
Banca Popolare di Sondrio SPA	Italy	Banks - Regional	-16,64	7,61	37,81	2,13	6,71	-2,07	-17,04	7,33	-5,69	4,41	-10,44	26,24	4,30	36,87	
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Spain	Banks - Diversified	-2,36	-3,93	4,31	5,21	-0,96	12,48	1,05	-1,59	-8,39	-1,28	-4,29	3,26	22,04	19,11	
Banco BPM SA	Italy	Banks - Regional	-6,52	2,75	-15,04	5,58	-3,25	10,48	-28,84	127,46	-23,90	1,28	-16,31	8,34	7,40	20,40	
Banco Comercial Portugues SA	Portugal	Banks - Regional	19,12	-25,66	-1,84	-16,70	26,71	9,15	-20,87	15,00	2,48	9,53	-2,77	4,28	22,94	24,98	
Banco de Sabadell SA	Spain	Banks - Diversified	-22,31	22,40	46,15	35,35	13,02	7,04	0,55	4,71	-6,51	-1,58	6,36	-6,66	1,47	14,76	
Banco Di Desio E Della Brianza SpA	Italy	Banks - Regional	-1,85	1,17	2,68	5,33	23,08	6,65	-9,21	-0,39	-9,06	5,55	-0,62	9,49	2,32	2,36	
Banco Espirito Santo SA	Portugal	Banks - Regional	5,13	-5,72	35,17	-70,53	8,97	7,11	-3,39	8,54	0,17	2,78	-8,43	3,53	12,00	10,44	
Banco Santander SA	Spain	Banks - Diversified	5,98	3,28	1,25	-10,22	8,97	7,11	-3,39	8,54	0,17	2,78	-8,43	3,53	12,00	10,44	
Bredaerd SA	Poland	Banks - Regional	-4,05	-6,39	13,09	-5,70	-5,91	-13,76	0,06	-1,15	3,83	2,51	55,31	50,60	23,63	23,63	
Bank Millennium	Poland	Banks - Regional	17,04	9,70	2,44	3,48	11,23	-2,62	16,77	6,68	4,37	29,26	6,39	1,34	10,30	65,74	
Bank of Greece	Greece	Banks - Regional	-3,76	56,79	83,85	-49,97	-26,07	69,00	-12,70	-13,74	-18,94	-9,32	-34,69	46,65	-10,62	-41,33	
Bank of Ireland Group PLC	Ireland	Banks - Regional	17,65	-35,59	-59,18	105,60	12,37	5,17	-5,70	-1,70	-7,40	4,31	-8,60	11,23	4,67	42,98	
Bank Polska Kasa Opieki SA	Poland	Banks - Regional	3,30	7,05	2,13	-7,86	3,40	-3,39	3,53	6,49	-1,01	7,25	-4,84	8,55	30,60	36,37	
Bankinter SA	Spain	Banks - Regional	-11,75	0,03	17,12	7,75	6,78	8,31	8,79	9,86	5,34	-13,79	4,74	8,27	12,98	28,80	
Banque Nationale de Belgique SA	Belgium	Banks - Regional	-1,66	1,35	41,83	-24,99	-13,78	-11,96	11,09	24,68	17,05	0,14	-15,66	5,58	-81,24		
Bawag Group AG	Austria	Banks - Regional				-2,90	0,41	2,79	9,19	13,45	14,74	-5,66	3,82	5,13	14,17		
BFF Bank SpA	Italy	Credit Services				3,07	89,80	-35,10	19,66	17,08	1,23	3,46	3,42	36,04	37,65	5,46	
BNP Paribas	France	Banks - Regional	10,79	-4,25	-4,78	-5,59	5,96	9,87	2,83	2,56	-0,77	5,89	-4,95	7,78	1,99	3,93	
BNP Paribas Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional	5,96	16,23	19,15	-2,69	5,99	38,39	23,48	2,95	12,18	53,39	1,15	2,41	11,99	36,04	
BPER Banca SpA	Italy	Banks - Regional	-6,52	4,86	3,86	0,43	0,35	5,52	-13,38	-3,07	8,60	9,80	9,70	35,35	16,50	36,75	
Bredaerd SA	Belgium	Asset Management	-35,82	-20,89	60,18	-3,76	97,49	0,59	-28,21	-1,23	7,44	15,04	-42,74	295,21	12,94	-3,08	
Bure Equity AB	Sweden	Asset Management	-13,36	6,27	-35,39	14,33	35,35	25,86	-42,23	23,30	-32,38	106,26	-92,25	148,15	12,94	-3,08	
Caisse Regionale de Credit Agricole Mutuel de Paris et d'Ile-	France	Banks - Regional	4,31	16,76	-11,70	-1,79	2,00	2,87	-3,21	3,27	2,03	0,02	-9,56	13,22	4,90	-10,22	
Caisse Regionale du Credit Agricole Mutuel du Languedoc	France	Banks - Regional	15,37	-0,62	-7,71	-0,54	-4,31	1,05	-1,90	-17,65	14,76	3,55	-14,93	26,44	0,92	-5,72	
CaixaBank SA	Spain	Banks - Regional	-77,12	425,19	1,42	3,32	6,71	7,99	4,17	9,41	5,38	-1,40	-1,27	24,47	10,76	26,94	
Capitea SA	Poland	Credit Services							92,21	104,51			508,92	30,64	-27,72	50,73	-3,23
Catella AB	Sweden	Asset Management	41,94	239,29	-7,08	5,05	41,67	28,17	8,42	-0,45	8,00	8,99	-12,96	-15,33	44,69	-7,73	
Coface SA	France	Insurance - Reinsurance	6,18	-23,96	2,47	-0,61	0,75	4,22	-5,25	-5,05	0,82	5,34	-14,72	14,91	27,85		
CoinShares International Ltd	Sweden	Capital Markets										7,41	62,30	339,14	-36,43	-16,08	
Commerzbank AG	Germany	Banks - Regional	19,64	-23,19	1,99	-6,25	-0,59	2,71	-7,14	-5,83	-0,40	3,17	-0,96	10,13	7,72	13,69	
Compagnie du Bois Sauvage SA	Belgium	Asset Management	-2,51	15,47	8,54	11,83	4,28	7,74	3,48	2,21	1,08	6,79	-19,64	27,64	9,66	7,76	
Corporacion Financiera Alfa SA	Spain	Asset Management	-24,20	23,73			10,67	-10,33	50,96	24,72	-53,88	12,98	-71,58	611,99	10,87		
Credens AB	Sweden	Asset Management	-65,37	-20,89	60,18	-3,76	97,49	0,59	-28,21	-1,23	7,44	15,04	-42,74	295,21	12,94	-3,08	
Credit Agricole Atlantique Vendee	France	Banks - Regional	7,33	-0,68	2,59	9,66	-9,29	8,45	-6,25	-0,78	-0,84	2,39	-14,24	20,00	8,80	-16,28	
Credit Agricole SA	France	Banks - Regional	12,19	-3,55	-12,51	-7,82	-0,47	9,17	-1,02	9,83	1,05	2,32	-5,79	18,77	-3,51	13,61	
Credito Emiliano	Italy	Banks - Regional	20,62	0,12	7,27	3,18	9,24	5,61	-2,10	3,68	1,52	3,89	-0,81	12,48	8,82	28,10	
Danske Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	-21,82	-4,17	9,26	-14,70	10,49	-0,06	3,24	4,65	-7,02	-1,41	1,34	1,93	-6,98	28,29	
Det Ostsatiske Kompagni A/S	Denmark	Asset Management	-26,65	62,62	-59,48	-7,32	6,01	10,70	-9,72	-26,45	-99,76	56,24	-58,57	-75,86	114,29	-33,33	
Deutsche Bank AG	Germany	Banks - Regional	10,52	9,45	0,25	-5,89	-0,73	6,55	-11,43	-12,75	-4,38	-6,57	3,98	5,84	4,23	18,14	
Deutsche Boerse AG	Germany	Financial Data & Stock Exchanges	-1,16	14,52	-4,81	-0,05	8,61	3,57	6,91	5,11	11,80	6,42	12,54	17,38	19,75	16,67	
Deutsche Pfandbriefbank AG	Germany	Mortgage Finance	18,60	-15,55	-6,70	2,28	-36,36	26,82	15,61	-23,25	4,90	7,43	3,95	12,36	-10,15	13,56	
Dexia SA	Belgium	Banks - Regional	-74,74							-16,87						-82,09	
DNB Bank ASA	Norway	Banks - Regional	6,15	9,19	13,22	-23,49	6,22	10,06	-5,74	0,55	-2,34	8,78	2,85	-1,08	18,05	24,26	
Dom Maklerski IDM SA	Poland	Capital Markets	-10,95	-1,99	-20,51	-74,04	-93,75	361,88	-78,32	-31,05	-52,46	18,05	-41,24	270,73	-62,02		
Dovixis SA	Italy	Banks - Regional						30,33	89,99	18,62	17,44	55,35	15,24	34,04	-0,95	-13,23	
DWS Group GmbH & Co KGaA	Germany	Asset Management							-6,29	1,62	35,51	5,00	-2,73	15,41			

Mediobanca SpA	Italy	Banks - Regional	32,90	2,34	-10,21	-0,83	2,95	23,51	-0,97	2,37	11,17	3,73	2,40	11,09	-2,78	15,73	
MLP SE	Germany	Asset Management	-1,80	2,42	3,54	-11,51	6,16	5,05	8,70	4,30	5,32	7,74	7,84	21,63	0,96	3,81	
Moliply Group SpA	Italy	Credit Services	11,60	34,45	-46,46	32,75	33,77	76,75	14,37	10,67	21,16	19,94	16,82	20,85	-0,86	30,06	
Moneta Money Bank AS	Czech Republic	Banks - Regional							-9,60	-6,41	-3,77	6,74	15,34	-8,13	8,74	1,08	
MPC Muenchmeyer Petersen Capital AG	Germany	Asset Management	12,55	-30,61	-17,18	-16,67	17,21	38,37	12,62	-12,03	-9,70	9,64	7,78	-16,25	-13,70	3,99	
Munchener Ruckversicherungs-Gesellschaft AG	Germany	Insurance - Reinsurance	-0,79	-6,33	8,10	-4,74	-2,02	-0,01	-1,26	0,20	-6,90	11,72	2,00	8,90	-9,64	4,13	
National Bank of Greece SA	Greece	Banks - Regional	-7,76	-10,17			39,35	-43,03	-14,98	-20,72	-3,45	-16,29	23,16	47,84	-22,37	4,90	31,10
NN Group NV	Netherlands	Insurance - Diversified				-21,66	-13,73	18,72	3,14	0,10	27,46	9,83	1,77	-10,36	5,58		
Nordea Bank Abp	Sweden	Banks - Regional	2,97	2,28	4,71	-1,01	0,41	-1,04	0,77	-3,82	-8,23	-2,50	0,65	13,71	0,21	21,29	
Nordnet AB (publ)	Sweden	Capital Markets	17,32	0,35	-13,45	5,39	9,80	14,01	-3,40	2,81	5,01	20,37	70,09	33,27	-4,55	35,19	
Norion Bank AB	Sweden	Banks - Regional									39,43	16,93	15,80	10,16	24,68	21,84	13,54
Oberbank AG	Austria	Banks - Regional	4,69	-1,31	-0,71	4,38	5,37	1,37	18,11	-0,65	7,11	8,93	-4,93	4,44	4,87	36,91	
Oma Savings Bank PLC	Finland	Banks - Regional							11,01	21,79	4,15	21,84	20,02	32,17	-2,34	70,56	
OTP Bank PLC	Hungary	Banks - Regional	3,38	6,12	-4,30	10,07	13,19	-15,67	-5,48	5,90	10,31	15,04	10,91	13,55	18,19	38,95	
Pereto Bank ASA	Norway	Banks - Regional					24,65	15,80	27,69	17,69	4,26	23,54	8,48	13,36	13,51	16,25	
Permanent TSB Group Holdings PLC	Ireland	Banks - Regional	-72,04	-7,86	-34,10	34,83	29,45	17,73	7,26	0,00	-0,23	-6,56	-9,20	-3,73	14,40	61,74	
Peugeot Invest	France	Asset Management		455,19				-42,76	3,74	28,38	-35,64	17,05	7,25	225,88	-45,88	-25,21	
Piraeus Financial Holdings SA	Greece	Banks - Regional	-11,75	-17,87		41,34	11,79	-4,08	-8,68	-13,62	2,33	-3,01	2,34	23,00	-0,39	12,30	
PKO Bank Polski SA	Poland	Banks - Regional	14,65	3,79	9,84	-11,17	6,18	-4,13	10,60	6,30	6,89	8,01	-0,14	3,53	14,50	40,11	
Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA	Poland	Insurance - Property & Casualty	2,05	0,36	17,24	-3,83	1,74	2,19	17,84	44,48	14,15	6,80	-4,04	1,50	2,13	32,18	
Protector Forsikring ASA	Norway	Insurance - Specialty	274,71	12,14	56,31	19,13	22,61	23,68	28,34	-12,23	3,78	41,63	26,67	7,41	1,10	62,16	
Raiffeisen Bank International AG	Austria	Banks - Regional	25,13	7,43	-7,52	1,27	2,73	-11,61	-8,67	14,41	0,08	2,86	-7,38	10,84	70,59	-5,58	
Resurs Holding AB	Sweden	Credit Services					46,07	22,69	9,44	6,11	9,68	6,51	-13,16	-9,42	4,28	9,01	
Ringkjøbing Landbobank A/S	Denmark	Banks - Regional	-1,55	-3,40	13,33	-0,47	12,10	-2,00	7,53	5,39	50,99	33,46	0,24	12,36	14,39	36,45	
Sampo Oyj	Finland	Insurance - Diversified	11,29	-21,63	20,94	2,59	-0,90	0,98	2,18	11,89	11,11	10,09	-0,76	19,45	-23,89	13,78	
Santander Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional	7,57	7,79	8,18	36,99	15,13	7,12	8,75	1,61	6,18	13,83	-7,79	5,34	36,09	29,62	
SCOR SE	France	Insurance - Reinsurance	24,86	9,18	21,72	8,37	10,67	19,60	3,71	6,02	1,76	4,13	2,68	3,72	-87,24	-12,11	
Skandinaviska Enskilda Banken AB	Sweden	Banks - Regional	-0,86	-6,38	10,21	-5,06	22,43	-27,97	-2,12	5,87	0,18	8,91	-0,20	11,99	15,93	24,03	
Societe Generale SA	France	Banks - Regional	14,88	6,91	26,56	30,16	-24,09	-46,09	0,58	2,41	2,25	0,36	-6,18	13,20	-0,42	22,91	
Sofina SA	Belgium	Asset Management	-16,15	-0,16	8,47	27,57	38,73	9,05	-11,76	76,92	70,86	37,78	14,83	86,47			
Solid Forsikringsaktiebolag	Sweden	Insurance - Specialty										12,23	-0,47	10,84	6,66	9,36	
Spar Nord Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	-14,83	-4,65	12,79	34,32	0,51	4,32	-5,11	-1,50	-4,71	72,10	-36,04	12,98	9,21	35,86	
SpareBank 1 Nord-Norge	Norway	Banks - Regional	-21,95	-3,56	15,20	20,67	12,48	-9,68	18,13	6,23	5,63	8,78	5,89	7,73	2,25	38,68	
SpareBank 1 Ostlandet	Norway	Banks - Regional						-0,35	16,74	31,92	4,41	3,32	0,50	5,94	6,08	24,72	
SpareBank 1 SMN	Norway	Banks - Regional	-0,90	8,33	12,98	14,50	8,11	-1,89	20,37	10,35	8,17	7,66	4,64	-8,38	4,72	35,65	
SpareBank 1 Sorost-Norge	Norway	Banks - Regional	2,00	-15,88	16,39	11,71	11,32	-14,62	19,98	40,98	0,34	6,58	1,68	47,35	48,91	16,74	
SpareBank 1 SR Bank ASA	Norway	Banks - Regional	2,08	-2,52	15,14	17,67	1,52	-4,73	14,40	6,78	3,76	11,34	-1,43	7,19	8,47	24,35	
Sparebanken Møre	Norway	Banks - Regional	10,21	-4,20	8,24	2,90	12,94	-7,33	4,69	-1,76	6,57	12,61	-6,16	1,26	14,93	25,01	
Sparebanken Sør	Norway	Banks - Regional	-3,52	-7,12	25,61	5,95	181,32	-10,53	17,75	-0,52	-1,86	11,89	0,09	2,86	14,08	28,33	
Sparebanken Vest AS	Norway	Banks - Regional	10,53	-0,78	18,11	8,02	11,35	-9,06	9,64	1,62	14,46	8,06	-5,19	12,41	20,93	21,81	
Storebrand ASA	Norway	Financial Conglomerates	3,58	-24,21	37,51	0,65	20,42	-33,85	32,60	8,33	-43,41	155,61	-54,11	73,41			
Storskogen Group AB	Sweden	Asset Management										86,87	44,95	95,86	95,76	5,13	
Svenska Handelsbanken AB	Sweden	Banks - Diversified	-3,17	4,84	6,87	3,61	5,45	5,28	1,04	2,26	3,06	3,72	-9,39	8,57	12,61	25,77	
Svolder AB	Sweden	Asset Management		-94,68	162,20	891,69	9,52	-35,43	277,89	-9,75	-47,00	-98,42	12,207,15	397,97			
Swedbank AB	Sweden	Banks - Regional	-10,65	7,31	8,82	1,42	5,33	-2,75	4,05	5,50	5,48	6,03	0,04	3,58	9,81	40,88	
Sydbank A/S	Denmark	Banks - Regional	-5,11	-12,22	16,58	-5,61	1,16	-5,47	2,80	0,35	-11,36	-5,47	1,58	21,27	13,49	37,88	
Talanx AG	Germany	Insurance - Diversified	14,34	0,95	12,75	4,58	4,44	6,78	-0,61	7,18	4,56	12,14	3,31	10,19	-56,32	22,23	
Tamburi Investment Partners SpA	Italy	Asset Management	89,69	16,34	-7,44	492,07	-78,01	-15,58	125,14	-23,62	71,22	-39,90	-36,54	98,46	-38,09	-0,52	
Tikehau Capital SCA	France	Asset Management					-85,12	64,37	-22,84	2,983,60	-67,39	82,22	-93,75	2,646,19	10,12	4,35	
Topdanmark A/S	Denmark	Insurance - Diversified	-4,29	-14,04	13,10	-9,97	5,25	16,33	23,89	5,94	-21,16	76,17	-10,20	-64,37	-10,95	23,99	
Treasure ASA	Norway	Asset Management					4,92	28,13					329,47			-13,53	
Tryg A/S	Denmark	Insurance - Diversified	8,40	3,45	4,01	-3,51	-5,53	-6,72	4,55	-1,33	-0,79	26,71	1,73	5,95	41,85	18,57	
Unicaja Banco SA	Spain	Banks - Regional		-22,18	-5,71	49,03	33,76	16,13	-27,00	-10,34	1,09	-2,03	-4,57	20,76	39,68	13,45	
UniCredit SpA	Italy	Banks - Regional	-5,32	-3,34	-1,41	-3,92	-5,04	-16,12	-0,66	0,04	4,67	-2,11	-8,13	1,33	12,65	20,61	
Unipol Gruppo SpA	Italy	Insurance - Diversified	-9,84	-6,22	44,51	37,73	6,92	-11,45	-10,49	-16,27	0,49	15,03	-13,98	5,47	-55,68	76,19	
UnipolSai SPA	Italy	Insurance - Diversified	1,62	-23,01	-2,38	1,77	62,81	-15,88	-13,36	-6,31	3,32	20,50	-14,25	5,34	-83,94	42,52	
UNIQA Insurance Group AG	Austria	Insurance - Diversified	9,71	-20,31	11,05	5,75	8,47	-13,25	-6,83	3,38	4,18	3,06	1,69	15,28	-47,54	48,06	
Van Lanschot Kempen NV	Netherlands	Banks - Regional	14,01	-13,54	-0,45	0,99	-3,32	0,97	-2,82	-1,34	-5,01	1,31	-11,09	31,11	-0,35	13,32	
VEF AB	Sweden	Asset Management													-4,43	408,12	
Vienna Insurance Group AG	Austria	Insurance - Diversified	9,18	5,47	9,80	-5,39	-2,14	-3,62	0,55	4,84	1,59	6,05	-3,76	2,63	-15,70	29,84	
VNV Global AB	Sweden	Asset Management		-3,86		205,08			-5,46	17,95	-94,93	2,220,95	10,12	-64,27			
Warsaw Stock Exchange	Poland	Financial Data & Stock Exchanges	13,10	19,13	1,87	3,63	11,91	3,25	-5,19	13,22	-1,47	-3,09	20,20	0,89	-4,49	14,30	
Wendel SE	France	Asset Management	8,47	17,62	6,63	-13,94	2,34	37,55	0,10	5,26	3,85	-3,50	-15,91	9,74	-10,09	5,71	
Wuestenrot & Wurttembergische AG	Germany	Insurance - Life		17,33	9,21	-1,67	2,91	-2,01	-4,91	-12,78	-6,47	23,57	-4,07	14,19	-44,69	39,58	
XTB SA	Poland	Capital Markets							-9,93	8,75	3,61	-17,29	235,52	-20,34	131,75	10,34	

## Annexe 4: Beta (Morningstar)

Company Name	Country of Classification	Industry	Beta 2010-	Beta 2011-	Beta 2012-	Beta 2013-	Beta 2014-	Beta 2015-	Beta 2016-	Beta 2017-	Beta 2018-	Beta 2019-	Beta 2020-	Beta 2021-	Beta 2022-	Beta 2023-	
			01-01 to 2010-12-31 EUR	01-01 to 2011-12-31 EUR	01-01 to 2012-12-31 EUR	01-01 to 2013-12-31 EUR	01-01 to 2014-12-31 EUR	01-01 to 2015-12-31 EUR	01-01 to 2016-12-31 EUR	01-01 to 2017-12-31 EUR	01-01 to 2018-12-31 EUR	01-01 to 2019-12-31 EUR	01-01 to 2020-12-31 EUR	01-01 to 2021-12-31 EUR	01-01 to 2022-12-31 EUR	01-01 to 2023-12-31 EUR	
Aareal Bank AG	Germany	Banks - Regional	2,12	3,02	2,95	1,64	2,63	1,68	1,28	-1,12	0,81	0,46	2,27	0,58	0,24	0,54	
ABC Sundal Collier Holding ASA	Norway	Capital Markets	2,30	1,60	1,84	0,42	0,47	1,27	1,81	-0,40	0,90	2,01	1,64	1,14	0,98	1,75	
ABN AMRO Bank NV	Netherlands	Banks - Diversified							0,56	-1,91	0,94	1,17	1,79	0,38	0,19	1,05	
Aegion Ltd	Netherlands	Insurance - Diversified	2,08	2,09	1,75	1,90	0,58	1,61	1,41	-0,22	0,97	1,71	1,56	0,31	0,80	0,89	
Ageas SA/ NV	Belgium	Insurance - Diversified	1,50	0,63	-0,12	1,21	0,89	0,56	1,87	-2,06	0,34	0,15	0,14	-0,03	0,37	0,54	
AIB Group PLC	Ireland	Banks - Regional	1,28	8,40	4,37	0,29	0,48	0,02	-128,90	0,66	0,54	1,90	2,99	2,40	0,09	0,70	
Aker Horizons ASA	Norway	Asset Management															
Aktia Bank PLC	Finland	Banks - Regional	0,79	1,12	1,44	1,02	1,24	0,72	1,25	-1,99	0,89	0,72	1,19	1,23	0,69	0,85	
Alandsbanken ABP	Finland	Banks - Regional	1,07	1,26	1,55	-1,31	-1,08	0,21	1,06	-0,36	0,56	0,68	0,30	0,74	0,24	0,59	
Alior Bank SA	Poland	Banks - Diversified				0,76	1,32	0,72	0,54	-1,82	0,35	0,69	0,41	0,15	-0,57	0,50	
Allfunds Group PLC	Netherlands	Asset Management															
Allianz SE	Germany	Insurance - Diversified	1,48	2,13	2,22	1,86	1,48	0,72	1,22	0,24	0,79	0,89	1,53	0,88	0,72	0,94	
Alm Brand A/S	Denmark	Insurance - Diversified	0,63	0,50	0,66	-2,68	0,05	0,73	1,45	1,99	0,05	1,59	0,73	2,79	0,31	0,62	
Alpha Services and Holdings SA	Greece	Banks - Regional	2,06	2,56	0,00	2,16	0,71	4,84	3,74	-3,38	-0,34	-0,39	2,25	3,15	-0,22	1,38	
Amundi SA	France	Asset Management															
Anima Holding SPA	Italy	Asset Management															
Antin Infrastructure Partners	France	Asset Management						1,42	2,97	-4,29	1,13	2,09	2,17	0,70	1,17	-0,02	
Arbona AB	Sweden	Asset Management		-0,56	1,19	-1,09	-0,02	0,44	1,13	-3,25	0,51	1,36	1,19	-0,35	1,11	0,90	
ASR Nederland NV	Netherlands	Insurance - Diversified								-1,85	0,82	1,49	1,50	0,98	0,70	1,49	
Assicurazioni Generali	Italy	Insurance - Diversified	1,51	1,56	2,71	1,99	0,91	0,64	2,14	-2,65	0,48	0,80	1,35	0,42	1,00	0,74	
Attica Bank SA	Greece	Banks - Regional	1,45	0,55	0,14	-5,25	3,83	1,84	2,28	-3,66	0,44	2,42	2,11	-0,04	0,08	2,76	
Aurelius Equity Opportunities Se & Co KGaA	Germany	Asset Management	1,83	1,38	0,13	3,67	1,95	0,10	1,95	3,98	1,16	1,76	2,92	1,01	1,20	-0,58	
Avanza Bank Holding AB	Sweden	Banks - Regional	1,79	1,34	2,98	2,12	0,84	0,70	1,75	0,44	0,66	0,78	1,83	1,82	1,35	1,29	
AXA SA	France	Insurance - Diversified	1,98	2,49	2,53	1,38	0,96	1,10	1,40	-1,54	1,16	1,00	1,74	1,10	0,89	0,72	
Axactor ASA	Norway	Credit Services	1,15	-0,52	-0,21	4,11	-0,57	9,84	0,43	-0,47	1,05	1,78	3,90	1,37	2,32	-0,01	
Azimut Holding SPA	Italy	Asset Management	1,15	1,51	1,04	2,42	-0,33	1,15	2,29	-1,89	1,51	2,21	2,08	0,78	1,19	1,49	
B2 Impact ASA	Norway	Credit Services									0,82	0,79	2,52	2,96	0,96	0,54	0,58
Baader Bank AG	Germany	Capital Markets	0,55	1,55	2,17	0,12	-0,13	0,57	2,30	-1,21	1,48	0,94	2,26	-0,25	0,80	1,18	
Banca Generali	Italy	Banks - Regional	1,49	1,40	2,79	2,85	0,03	0,92	1,41	-0,47	1,77	1,58	1,33	1,04	1,26	1,30	
Banca Ifis	Italy	Banks - Regional	1,25	0,68	1,08	1,84	0,80	0,84	0,37	-2,31	0,95	1,94	1,63	0,37	0,88	1,00	
Banca Mediolanum	Italy	Banks - Regional	1,91	1,29	3,37	3,02	0,54	0,98	0,30	-0,42	0,15	0,38	2,08	0,45	1,05	1,45	
Banca Monte dei Paschi di Siena	Italy	Banks - Regional	1,64	1,15	4,78	-0,84	0,75	2,25	1,45	-0,46	0,11	0,15	0,14	-1,71	-0,30	1,92	
Banca Popolare di Sondrio	Italy	Banks - Regional	1,16	0,41	2,15	1,35	0,48	0,20	0,24	-0,46	0,90	0,82	2,29	2,00	0,61	0,66	
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Spain	Banks - Diversified	1,98	1,51	2,32	1,30	0,84	1,45	0,45	-3,16	0,82	1,56	1,89	1,40	0,71	0,93	
Banco BPM SPA	Italy	Banks - Regional	0,63	0,50	0,68	0,29	0,48	0,02	0,24	-4,22	1,27	1,35	1,15	0,82	-0,03	1,26	
Banco Comercial Portugues SA	Portugal	Banks - Regional	1,46	1,30	1,01	2,25	2,54	2,81	2,22	-4,36	1,29	1,16	2,21	-2,02	-0,97	0,31	
Banco de Sabadell SA	Spain	Banks - Diversified	1,43	0,57	3,38	0,84	-0,08	1,16	0,80	-2,98	1,23	0,49	1,40	-1,13	0,14	1,52	
Banco Di Desio E Della Brianza SpA	Italy	Banks - Regional	1,23	0,31	3,05	0,76	-1,24	0,87	1,18	-2,26	0,55	1,29	0,58	0,64	0,42	0,77	
Banco Espírito Santo SA	Portugal	Banks - Regional	1,35	0,60	5,47	-2,06	-2,16	-5,24	0,28	-4,33	1,32	-4,65	1,07	-1,26	-15,03	0,81	
Banco Espírito Santo SA	Portugal	Banks - Regional	1,35	0,60	5,47	-2,06	-2,16	-5,24	0,28	-4,33	1,32	-4,65	1,07	-1,26	-15,03	0,81	
Banco Santander SA	Spain	Banks - Diversified	1,64	1,22	0,76	0,29	0,48	0,02	0,24	-0,46	0,11	0,15	0,14	0,18	0,15	-0,01	
Bank Handlowy w Warszawie SA	Poland	Banks - Regional	1,61	1,59	2,41	0,95	1,32	0,21	0,75	-0,17	0,63	1,25	1,20	1,03	1,30	1,44	
Bank Millennium SA	Poland	Banks - Regional	1,77	1,30	3,28	0,85	-0,06	0,45	-0,07	2,98	1,15	0,65	1,86	1,47	1,70	2,07	
Bank of Greece	Greece	Banks - Regional	1,39	1,02	3,57	0,65	-1,38	1,72	0,70	0,06	1,54	1,34	0,73	-0,35	0,29	0,94	
Bank of Ireland Group PLC	Ireland	Banks - Regional	3,42	3,63	1,92	1,73	1,62	1,24	1,37	-3,34	1,52	1,77	2,23	1,92	-0,18	0,75	
Bank Polska Kasa Opieki SA	Poland	Banks - Regional	1,44	1,78	2,62	0,31	0,92	-0,11	1,12	1,16	0,66	0,98	1,89	2,04	1,31	1,46	
Bankinter SA	Spain	Banks - Regional	1,79	1,31	2,65	2,14	-0,44	0,95	0,79	-1,70	1,00	0,85	2,29	0,13	-0,45	0,59	
Banque Nationale de Belgique SA	Belgium	Banks - Regional	0,86	1,64	1,44	1,38	-0,08	-0,15	0,94	-0,64	0,46	0,29	0,82	0,28	1,03	2,10	
Bawag Group AG	Austria	Banks - Regional									0,72	0,87	1,64	0,68	0,77	1,22	
BFF Bank SpA	Italy	Credit Services									0,80	1,46	0,75	0,70	0,11	0,86	
BNP Paribas	France	Banks - Regional	1,97	2,32	3,13	1,58	0,35	0,97	1,69	-3,53	1,26	1,31	2,36	0,62	0,94	1,15	
BNP Paribas Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional			0,59	-0,01	0,67	0,31	0,38	1,23	-0,44	1,70	2,35	0,37	0,49	2,04	
BPER Banca SpA	Italy	Banks - Regional	1,45	-0,51	3,74	2,40	1,26	0,58	0,74	-4,37	1,00	1,48	1,67	0,61	0,32	1,63	
Brederode SA	Belgium	Asset Management	0,63	0,50	0,69	-2,46	0,71	0,03	0,27	-0,52	0,15	-0,04	0,14	0,13	0,17	0,41	
Bure Equity AB	Sweden	Asset Management	1,16	1,99	0,39	0,93	0,90	2,46	2,14	-1,39	0,58	1,65	1,46	2,26	2,69	1,31	
Caisse Regionale de Credit Agricole Mutuel de Paris et d'Ile-	France	Banks - Regional	0,75	1,75	2,51	-0,13	0,83	0,69	0,70	-0,63	0,50	-0,35	0,70	1,71	0,49	0,61	
Caisse Regionale du Credit Agricole Mutuel du Languedoc	France	Banks - Regional	1,06	1,09	2,21	-0,52	-0,19	0,29	0,56	-0,58	0,41	-0,92	1,18	1,68	0,53	1,43	
CaixaBank SA	Spain	Banks - Regional	1,42	0,96	0,63	0,42	0,48	0,02	0,24	-0,46	0,11	0,15	0,80	0,25	-0,29	0,78	
Capitea SA	Poland	Credit Services									0,83	0,24	0,37	0,29	0,32	2,83	
Catella AB	Sweden	Asset Management															
Coface SA	France	Insurance - Reinsurance	0,21	0,50	1,90	-0,31	-1,17	0,78	1,91	-1,98	-0,08	0,62	2,63	1,49	0,91	1,80	
CoinShares International Ltd	Sweden	Capital Markets															
Commerzbank AG	Germany	Banks - Regional	1,57	1,32	1,88	-0,84	0,62	1,54	1,91	-3,59	1,54	2,62	1,86	-0,28	0,46	1,06	
Compagnie du Bois Sauvage SA	Belgium	Asset Management	1,09	0,70	1,02	0,17	-0,14	0,24	1,03	-0,40	0,55	0,62	0,96	-0,10	0,37	1,09	
Corporación Financiera Alba SA	Spain	Asset Management	1,03	1,86	2,93	0,90	1,55	0,90	1,52	-1,01	0,25	-0,13	1,11	1,15	0,50	0,92	
Credes AB	Sweden	Asset Management				2,35	0,32	0,41	1,45	-0,23	0,52	0,52	0,96	2,50	1,94	1,47	
Credit Agricole Atlantique Vendee	France	Banks - Regional	0,61	1,90	1,59	0,59	1,10	-0,09	1,25	-1,29	0,34	-1,15	0,93	0,64	0,04	0,86	
Credit Agricole SA	France	Banks - Regional	2,27	2,70	3,82	1,60	1,04	2,12	1,28	-3,70	1,36	1,43	2,28	1,62	0,84	0,79	
Credito Emiliano	Italy	Banks - Regional	-0,16	1,66	3,80	3,08	1,18	0,61	1,39	-1,86	0,51	0,35	1,42	0,34	0,33	0,43	
Danske Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	1,54	0,74	3,13	1,26	1,20	-0,10	0,33	-0,90	0,87	0,55	1,42	0,66	0,94	0,67	
Det Ostasiatiska Kompagni A/S	Denmark		1,34	1,88	2,45	2,17	0,45	0,25	0,05	-0,79	-1,74	2,58	0,32	3,46	0,81	0,22	
Deutsche Bank AG	Germany	Banks - Regional	1,58	2,54	2,32	1,95	-0,11	1,51	1,79	2,35	1,05	2,12	1,35	0,62	1,55	1,06	
Deutsche Boerse AG	Germany	Financial Data & Stock Exchanges	2,13	1,79	3,09	0,81	1,75	0,68	1,16	-1,14	0,70	-0,02	1,03	1,01	0,40	1,34	
Deutsche Pfandbriefbank AG	Germany	Mortgage Finance															
Dexia SA	Belgium	Banks - Regional			0,67	0,41	-694,00	0,00	-6,58	0,00	0,00	1,07	0,00	0,00	0,00	0,00	
DNB Bank ASA	Norway	Banks - Regional	2,00	2,04	0,91	2,43	1,23	1,25	-0,23	-0,27	1,01	1,43	1,98	0,45	1,23	0,53	
Dom Maklerski IDM SA	Poland	Capital Markets	0,45	0,82	1,41	0,35	23,60	0,06	0,51	-0,48	0,20	0,24	0,37	0,29	0,32	0,62	
Dowluca SpA	Italy	Banks - Regional															
DWS Group GmbH & Co KGaA	Germany	Asset Management															
EAC Invest A/S	Denmark	Asset Management															

Edenred SE	France	Credit Services	1,58	1,63	1,18	2,65	1,54	0,59	0,00	0,69	0,96	1,00	1,09	0,74	0,70
eQ PLC	Finland	Asset Management	0,79	2,07	0,34	1,19	0,17	1,02	0,17	0,88	0,59	0,79	1,75	0,66	0,85
Erste Group Bank AG	Austria	Banks - Regional	1,05	2,64	0,93	1,80	1,29	0,94	-1,96	1,13	1,32	2,48	-0,70	1,12	1,12
Eurazeo SE	France	Asset Management	2,09	3,08	2,07	1,86	0,45	1,93	-1,48	0,87	0,51	1,64	1,04	1,25	1,52
Eurobank Ergasias Services And Holdings SA	Greece	Banks - Regional	1,77	8,46	0,54	0,92	7,47	5,56	-2,50	1,02	0,23	2,58	1,17	1,02	0,84
Euronext NV	France	Financial Data & Stock Exchanges													
FBD Holdings PLC	Ireland	Insurance - Property & Casualty	2,02	0,54	0,96	0,82	1,56	0,51	-0,09	0,13	0,27	0,94	0,18	-0,05	-0,06
FinecoBank SpA	Italy	Banks - Regional													
Flatex AG	Germany	Capital Markets	0,68	1,48	0,18	-0,09	0,60	0,67	3,16	1,89	1,30	0,52	1,37	1,64	1,17
Flow Traders Ltd	Netherlands	Capital Markets													
Getin Holding SA	Poland	Banks - Regional	2,41	20,05	2,85	0,73	1,05	1,70	-2,08	0,20	0,24	0,37	0,29	-0,23	0,32
GNM NV	Belgium	Asset Management	0,53	1,03	-0,03	0,29	0,29	0,20	-0,56	0,32	0,52	0,78	0,79	0,52	1,40
Gjensidige Forsikring ASA	Norway	Insurance - Property & Casualty	1,23	0,65	2,31	0,23	1,09	0,41	-1,99	0,30	0,72	0,94	1,11	0,86	0,46
Grenke AG	Germany	Credit Services	0,63	2,06	0,53	0,82	1,08	1,00	0,26	1,52	1,63	2,10	-0,35	1,49	2,02
Groupe Bruxelles Lambert SA	Belgium	Asset Management	1,31	1,41	1,18	0,94	1,04	1,39	-1,06	0,74	0,85	1,16	0,96	1,00	0,89
Grupo Catalana Occidente SA	Spain	Insurance - Diversified	-0,65	0,95	2,59	0,08	0,68	0,48	-0,46	0,56	1,09	1,81	0,92	0,61	0,18
HAL Trust	Netherlands	Asset Management	1,16	1,01	0,59	1,15	0,26	0,66	-0,57	0,57	0,37	0,83	0,71	0,92	0,92
Hannover Rueck SE	Germany	Insurance - Reinsurance	0,50	0,68	0,29	0,48	0,02	0,24	11,03	0,76	0,55	1,16	1,19	0,31	0,26
Hellenic Exchanges - Athens Stock Exchange SA	Greece	Financial Data & Stock Exchanges	2,62	3,62	1,98	2,73	1,72	1,39	-1,16	0,84	0,37	1,05	1,44	0,22	1,46
Hoist Finance AB	Sweden	Mortgage Finance													
Hypoport AG	Germany	Credit Services	1,19	-0,29	2,21	1,39	2,48	2,13	-0,51	0,73	1,56	1,33	0,06	2,49	3,08
Illimity Bank SpA	Italy	Banks - Regional													
Industrivarden AB	Sweden	Asset Management	2,28	2,13	1,23	1,12	0,80	1,25	-0,91	0,94	1,48	1,03	1,53	1,41	0,97
ING Bank Slaski SA	Poland	Banks - Regional	1,42	2,36	-0,09	0,83	0,43	1,51	0,77	1,04	0,86	1,74	1,08	1,12	1,39
ING Groep NV	Netherlands	Banks - Diversified	2,60	2,62	0,85	1,51	1,54	1,13	-1,82	0,92	2,08	2,41	0,81	0,82	1,34
Intesa Sanpaolo	Italy	Banks - Regional	2,03	2,04	2,10	0,18	0,80	2,06	-2,62	0,66	1,10	1,82	1,13	0,71	1,54
Intrum AB	Sweden	Credit Services	2,17	1,09	1,71	0,73	0,83	1,54	0,43	0,96	1,71	1,92	2,09	0,24	0,36
Investment AB Latour	Sweden	Asset Management	1,95	2,63	1,56	2,01	0,47	2,07	-1,05	0,50	0,82	0,76	2,18	2,04	1,85
Investment AB Oresund	Sweden	Asset Management	1,38	1,73	0,19	-0,08	0,70	1,70	-0,71	0,93	0,50	0,87	1,97	1,25	1,13
Investor AB	Sweden	Asset Management	1,34	1,84	1,76	1,68	1,20	1,12	-1,42	0,83	1,06	0,93	1,18	1,39	0,99
Jyske Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	0,72	2,48	1,63	1,21	-0,57	0,90	-0,97	0,57	0,69	1,34	0,92	0,39	0,10
KBC Ancora SA	Belgium	Asset Management	2,00	4,01	1,65	0,48	1,05	1,00	-1,51	0,75	0,95	2,41	0,41	0,42	0,96
KBC Groupe NV	Belgium	Banks - Regional	1,55	5,29	0,83	0,68	0,70	0,60	-2,18	0,90	1,06	1,90	0,08	0,25	1,51
Kinnevik AB	Sweden	Asset Management	1,61	2,20	1,57	2,11	1,75	2,04	0,43	0,78	0,66	1,95	2,08	1,67	2,14
Komerční Banka AS	Czech Republic	Banks - Regional	0,98	1,19	-0,87	0,94	0,50	0,52	-0,83	0,27	0,76	1,44	0,11	0,23	0,53
Kruk SA	Poland	Credit Services	2,18	1,76	1,42	0,95	0,87	-1,32	0,59	1,86	3,10	-0,79	1,92	0,87	
L E Lundbergforetagen AB	Sweden	Asset Management	1,08	1,34	1,12	1,67	0,64	0,89	-0,78	0,71	0,95	0,52	1,30	1,46	1,08
Linea Directa Aseguradora SA	Spain	Insurance - Property & Casualty													
Mapfre SA	Spain	Insurance - Diversified	1,62	3,06	1,27	0,20	1,37	1,95	-0,41	0,67	0,68	1,59	0,16	0,53	0,38
mBank SA	Poland	Banks - Regional	2,41	1,45	1,62	0,98	0,57	4,80	0,02	-0,25	1,48	0,92	0,29	0,32	0,62
Mediobanca SpA	Italy	Banks - Regional	1,10	3,48	2,78	0,97	0,74	2,14	-1,14	0,55	1,47	2,12	0,37	0,81	1,07
MLP SE	Germany	Asset Management	0,47	-0,02	0,82	-1,16	-7,27	2,47	-1,74	0,76	0,73	0,85	2,01	0,66	1,84
Multiply Group SpA	Italy	Credit Services	1,05	2,09	-0,05	0,22	-0,36	0,25	-2,93	1,12	-0,16	1,70	2,08	1,52	1,55
Moneta Money Bank AS	Czech Republic	Banks - Regional													
MPC Muenchmeyer Petersen Capital AG	Germany	Asset Management	2,10	0,79	1,85	0,78	2,75	-1,30	2,31	0,28	0,74	2,12	0,29	0,24	0,90
Munchener Ruckversicherungs-Gesellschaft AG	Germany	Insurance - Reinsurance	1,11	1,99	1,60	0,93	0,49	1,19	0,37	0,31	0,34	1,54	1,62	0,35	0,52
National Bank of Greece SA	Greece	Banks - Regional	0,18	-0,09	3,82	2,02	5,79	10,49	-5,95	-0,60	0,19	0,14	0,18	0,15	0,45
NN Group NV	Netherlands	Insurance - Diversified													
Nordea Bank Abp	Sweden	Banks - Regional	1,44	2,60	2,55	0,45	0,45	0,87	-2,52	1,28	1,40	1,29	-0,14	0,98	0,80
Nordnet AB (publ)	Sweden	Capital Markets													
Norion Bank AB	Sweden	Banks - Regional													
Oberbank AG	Austria	Banks - Regional	0,43	0,66	0,43	-0,05	0,21	-0,11	1,09	0,03	0,08	0,46	0,31	0,07	0,36
Oma Savings Bank PLC	Finland	Banks - Regional													
OTP Bank PLC	Hungary	Banks - Regional	2,73	2,88	0,99	0,83	0,95	0,84	-2,56	0,39	0,36	1,50	0,11	0,98	1,11
Pareto Bank ASA	Norway	Banks - Regional													
Permanent TSB Group Holdings PLC	Ireland	Banks - Regional	0,86	4,61	0,29	0,48	138,56	3,25	2,56	0,86	0,94	1,65	0,71	0,54	0,22
Peugeot Invest	France	Asset Management	1,14	2,31	1,39	0,50	1,33	2,32	0,15	1,52	1,83	1,84	0,73	1,42	1,17
Piraeus Financial Holdings SA	Greece	Banks - Regional	-0,71	6,68	-0,09	0,85	6,55	6,05	-4,05	1,09	-3,16	2,73	-0,71	0,67	1,56
PKO Bank Polski SA	Poland	Banks - Regional	1,69	1,65	0,54	1,19	-0,09	1,24	2,40	0,34	0,89	1,04	0,29	0,28	0,62
Powszeczny Zaklad Ubezpieczen SA	Poland	Insurance - Property & Casualty	1,51	2,41	1,75	1,99	-0,13	0,97	-1,86	0,68	0,72	1,21	1,31	1,36	0,04
Protector Forsikring ASA	Norway	Insurance - Specialty	1,92	0,70	2,59	-0,64	0,67	0,40	-1,04	0,84	0,43	2,81	2,31	1,17	0,73
Raiffeisen Bank International AG	Austria	Banks - Regional	1,48	2,91	0,78	0,51	3,25	1,59	-0,08	1,37	1,48	2,00	0,25	1,27	1,67
Resurs Holding AB	Sweden	Credit Services													
Ringkjoebing Landbobank A/S	Denmark	Banks - Regional	0,72	0,95	1,27	0,89	-0,30	-0,06	-2,41	0,46	0,38	0,99	0,30	0,16	0,46
Sampo Oyj	Finland	Insurance - Diversified	1,30	2,01	1,81	0,90	0,36	0,81	-0,84	0,65	1,13	1,54	1,16	0,43	0,47
Santander Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional	1,19	1,49	1,87	1,17	0,16	1,57	0,48	1,03	0,84	1,87	1,49	1,51	1,09
SCOR SE	France	Insurance - Reinsurance	1,36	2,01	0,33	1,14	0,96	0,56	0,19	0,87	1,19	2,31	1,49	0,48	0,42
Skandinaviska Enskilda Banken AB	Sweden	Banks - Regional	1,93	2,86	2,92	0,41	0,44	0,83	-0,71	1,05	1,11	1,66	0,32	0,74	0,73
Societe Generale SA	France	Banks - Regional	2,47	2,83	2,06	1,36	1,04	2,07	-3,95	1,17	0,89	1,85	1,28	1,01	1,65
Sofina SA	Belgium	Asset Management	0,81	0,76	0,98	0,67	0,45	1,44	0,25	1,00	0,42	1,14	1,48	1,37	1,47
Solid Forsakringsaktiebolag	Sweden	Insurance - Specialty													
Spar Nord Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	0,50	0,66	1,77	1,54	-0,60	2,30	-1,97	0,43	0,29	1,36	0,83	0,06	-0,03
SpareBank 1 Nord-Norge	Norway	Banks - Regional	1,37	1,46	3,24	0,81	0,75	0,38	0,43	0,48	0,62	1,92	0,49	1,18	0,60
SpareBank 1 Ostlandet	Norway	Banks - Regional													
SpareBank 1 SMN	Norway	Banks - Regional	2,00	2,33	2,49	0,53	0,98	0,16	0,37	0,92	0,82	1,72	1,01	1,07	0,59
SpareBank 1 Sorost-Norge	Norway	Banks - Regional	2,23	1,52	2,59	0,19	0,43	0,34	0,11	0,31	0,80	1,34	0,87	0,99	0,06
SpareBank 1 SR Bank ASA	Norway	Banks - Regional	0,205	-0,14	2,86	0,95	1,07	0,73	1,09	1,08	0,66	1,97	1,09	1,35	0,70
Sparebanken Møre	Norway	Banks - Regional	1,04	0,52	2,56	-0,14	0,53	-0,09	-0,72	0,48	0,27	1,45	1,43	0,87	0,57
Sparebanken Sor	Norway	Banks - Regional	1,19	1,19	1,02	1,19	0,02	0,00	0,22	0,32	0,51	1,31	0,91	0,76	1,00
Sparebanken Vest AS	Norway	Banks - Regional	1,25	1,37	1,67	-0,30	0,11	0,16	1,41	0,41	0,68	1,86	1,02	1,17	0,83
Storebrand ASA	Norway	Financial Conglomerates	3,00	-0,13	1,52	0,91	1,77	-0,32	2,04	1,08	1,78	2,49	1,05	1,51	0,52
Storsjogren Group AB	Sweden	Asset Management													
Svenska Handelsbanken AB	Sweden	Banks - Diversified	1,40	2,21	2,15	0,42	0,27	0,76	-1,68	0,90	0,74	1,26	0,99	0,66	0,70
Svolder AB	Sweden	Asset Management	0,74	-0,02	1,78	-1,13	0,27	0,88	7,66	1,06	0,66	1,95	2,29	1,47	0,98
Swedbank AB	Sweden	Banks - Regional	2,98	2,02	2,15	1,40	0,66	0,61	-1,66	0,88	1,21	1,28	0,17	0,77	1,07
Sydbank A/S	Denmark	Banks - Regional	0,96	1,54	1,11	1,11	-0,19	1,30	0,83	0,74	1,33	1,42	1,40	0,79	0,32
Talanx AG	Germany	Insurance - Diversified													
Tamburini Investment Partners SpA	Italy	Asset Management	0,60	0,86	-0,07	0,89	0,32	1,36	-0,85	0,91	0,60	0,90	1,13	1,25	1,39
Tikehau Capital SCA	France	Asset Management													
Topdanmark A/S	Denmark	Insurance - Diversified	0,74	0,93	1,49	0,51	-0,30	1,49	-2,00	-0,05	0,66	0,63	0,30	1,17	0,26
Treasure ASA	Norway	Asset Management													
Tryg A/S	Denmark	Insurance - Diversified	0,70	0,36	1,23	0,35	0,02	1,10	-0,85	0,22	0,44	0,81	0,71	0,58	0,26
Unicaja Banco SA	Spain	Banks - Regional													
UniCredit SpA	Italy	Banks - Regional	2,20</												

## Annexe 5: Earnings per Share (EPS) (Morningstar)

Company Name	Country of Classification	Industry	EPS 2010	EPS 2011	EPS 2012	EPS 2013	EPS 2014	EPS 2015	EPS 2016	EPS 2017	EPS 2018	EPS 2019	EPS 2020	EPS 2021	EPS 2022	EPS 2023	
Aareal Bank AG	Germany	Banks - Regional	0,59	0,48	0,37	0,60	0,33	0,93	0,55	0,74	1,51	0,62	-1,56	0,16	0,82	-0,92	
ABG Sundal Collier Holding ASA	Norway	Capital Markets	0,24	0,09	0,15	0,10	0,19	0,13	0,19	0,16	0,06	0,20	0,46	0,45	0,19	0,20	
ABN AMRO Bank NV	Netherlands	Banks - Diversified					0,43	0,27	0,05	0,31	0,22	0,03	0,56	0,37	0,60		
Aegon Ltd	Netherlands	Insurance - Diversified	-0,09	0,42	0,19	0,06	0,17	0,21	0,21	0,46			0,03	0,40	-0,63	0,03	
Aegas SA/ NV	Belgium	Insurance - Diversified	-1,70	-0,20	0,96	0,25	0,87	0,80	-0,43								
AIB Group PLC	Ireland	Banks - Regional															
Aker Horizons ASA	Norway	Asset Management															
Aktia Bank PLC	Finland	Banks - Regional				0,17	0,14	0,13	0,10	0,12	0,09	0,23	0,22	0,23	0,15	0,28	
Alandsbanken ABP	Finland	Banks - Regional	0,03	-0,39		0,15	0,39	0,34	0,36	0,34	0,36	0,46	0,63	0,51	0,55	1,05	
Allor Bank SA	Poland	Banks - Diversified		1,14	-0,81	0,90	1,12	0,43	3,31	1,09	1,38	-0,15	0,83	0,76	2,76	4,49	
Allfunds Group PLC	Netherlands	Asset Management															
Allianz SE	Germany	Insurance - Diversified				2,72	2,69	3,12	3,87	3,25	3,94	4,44	4,30	10,80	10,31	5,48	
Alm Brand A/S	Denmark	Insurance - Diversified	-3,98	-0,54	0,12	0,02	0,15	0,15	0,27	0,15	0,10	0,05	0,10	0,30	0,10	0,10	
Alpha Services and Holdings SA	Greece	Banks - Regional	-0,55	-168,75	-19,36	2,06	-2,00	-0,35	0,01	-0,04	0,00	0,00	-0,01	-0,11	0,03	0,04	
Amundi SA	France	Asset Management															
Anima Holding SpA	Italy	Asset Management				0,25	0,09	0,10	0,12	0,10	0,06	0,12	0,15	0,17	0,10	0,16	
Antin Infrastructure Partners	France	Asset Management															
Arbona AB	Sweden	Asset Management		-0,02	0,08	-0,06	-0,03	-0,02	1,12								
ASR Nederland NV	Netherlands	Insurance - Diversified															
Assicurazioni Generali	Italy	Insurance - Diversified	0,25	0,02	-0,68	0,21	0,05	0,19	0,38								
Attica Bank SA	Greece	Banks - Regional	-25 290,71	#####	#####	-7 550,11	-3 678,89	-287,62	-140,87	-38,98	16,99	5,56	-366,75	-9,58	-46,22	0,30	
Aurelius Equity Opportunities Se & Co KGaA	Germany	Asset Management															
Avanza Bank Holding AB	Sweden	Banks - Regional	0,48	0,39	0,21	0,37	0,47	0,80	0,68	0,65	0,62	0,79	2,66	3,06	3,16	3,17	
AXA SA	France	Insurance - Diversified															
Axactor ASA	Norway	Credit Services	-71,94	-0,02	-5,61	-0,72	-1,00	-0,14	-0,05	-0,01	0,02	0,03	0,00	-0,12	0,03	0,02	
Azimut Holding SPA	Italy	Asset Management	0,20	0,17	0,27	0,31	-0,24	0,26	0,36	0,42	0,07	0,88	1,10	2,03	0,72		
B2 Impact ASA	Norway	Credit Services						0,00	0,21	0,41	0,38	0,22	0,30	0,29	0,15	0,16	
Baader Bank AG.	Germany	Capital Markets	0,16	0,11	0,02	0,07	-0,09	-0,14									
Banca Generali	Italy	Banks - Regional	0,20	0,19	0,28	0,31	0,25	0,32	0,32	0,49	0,39	0,66	0,68	0,46	0,51	0,62	
Banca Ifis	Italy	Banks - Regional	0,06	0,10	0,38	0,31	0,38	0,24	11,64	0,59	1,08	0,73	0,31	0,38	0,68	0,67	
Banca Mediolanum	Italy	Banks - Regional	0,13	0,01	0,08	0,05	0,10	0,17	0,12	0,14	-0,02	0,38	0,25	0,46	0,20	0,34	
Banca Monte dei Paschi di Siena	Italy	Banks - Regional	1 906,89	-22 828,73	-14 211,85	-4 185,83	-6 948,94	-143,21	-1 701,24	-9,47	-1,90	-23,02	-3,33	-1,63	0,12	0,89	
Banca Popolare di Sondrio SpA	Italy	Banks - Regional	0,04	0,09	-0,30	0,00	0,04	-0,01	-0,01	0,10	0,07	0,03	0,09	0,15	0,22	0,25	
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Spain	Banks - Diversified	0,21	-0,02	0,01	-0,15	0,11	0,14	0,09	0,01	0,14	-0,04	0,18	0,20	0,24	0,33	
Banco BPM SpA	Italy	Banks - Regional	-1,01	-8,22	-2,84	-2,46	-3,74	0,16					-0,16	0,06	0,14	0,21	
Banco Comercial Portugues SA	Portugal	Banks - Regional	-0,02	-0,34	-0,16	0,00	-0,03	-0,03	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00	
Banco de Sabadell SA	Spain	Banks - Diversified	0,02	0,01	0,00	0,01	0,02	0,02	0,01	0,03	0,01	-0,02	-0,04	0,03	0,03	0,06	
Banco Di Desio E Della Brianza SpA	Italy	Banks - Regional	0,06	-0,02	0,07	0,00	-0,04	0,10	-0,09	0,13	0,09	0,05	-0,02	0,00	0,13	0,11	
Banco Espírito Santo SA	Portugal	Banks - Regional	0,07	-0,11	0,00	-0,03	-0,02										
Banco Santander SA	Spain	Banks - Diversified	0,23	0,00	0,04	0,09	0,11	0,10	0,10	0,08	0,11	0,15	0,01	0,13	0,13	0,17	
Bank Handlowy w Warszawie SA	Poland	Banks - Regional	1,49	1,70	1,87	1,16	1,57	0,90	0,99	1,25	1,17	1,33	-0,44	1,20	3,67	3,44	
Bank Millennium SA	Poland	Banks - Regional	0,09	0,10	0,10	0,12	0,13	0,04	0,11	0,15	0,18	0,02	-0,09	-0,42	0,20	0,09	
Bank of Greece	Greece	Banks - Regional															
Bank of Ireland Group PLC	Ireland	Banks - Regional															
Bank Polska Kasa Opieki SA	Poland	Banks - Regional		3,08	2,94	2,75	2,63	1,67	1,88	4,02	2,85	2,61	0,71	2,65	3,37	6,56	
Bankinter SA	Spain	Banks - Regional	0,00	0,05	0,06	0,06	0,08	0,09	0,09	0,12	0,12	0,10	0,11	0,09	0,14	0,17	
Banque Nationale de Belgique SA	Belgium	Banks - Regional															
Bawag Group AG	Austria	Banks - Regional								1,67	1,09	1,23					
BFF Bank SpA	Italy	Credit Services						0,14	0,18	0,16	0,20	0,19	0,21	-0,25	0,75	0,30	
BNP Paribas	France	Banks - Regional	0,52	0,20	0,09	-0,10	0,85	0,29	0,97	1,18	1,08	1,14	0,92	1,52	1,28	0,34	
BNP Paribas Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional	1,54	0,58	1,34	0,51	-0,79	-0,63	0,02	0,58	0,02	0,82	1,13	-1,86	1,71	-2,58	
BPER Banca SpA	Italy	Banks - Regional	0,05	0,08	-0,28	-0,01	-0,09	0,19	-0,12	0,04	0,06	-0,21	0,03	-0,04	-0,01	0,31	
Brederode SA	Belgium	Asset Management															
Bure Equity AB	Sweden	Asset Management	1,73	0,78	-0,79	0,68	4,55	26,66	-14,49	-14,85	11,90	37,49	9,34	17,29	32,50	40,03	
Caisse Regionale de Credit Agricole Mutuel de Paris et d'Ile-De-France	France	Banks - Regional															
Caisse Regionale du Credit Agricole Mutuel du Languedoc	France	Banks - Regional															
CaixaBank SA	Spain	Banks - Regional	0,03	0,01	0,01	0,09	0,02	-0,03	0,01	0,03	0,02	0,05	0,11	0,05	0,09	0,16	
Capitea SA	Poland	Credit Services							0,76	-18,10	-0,65	0,76	-0,34	-0,46	3,61	0,45	
Catella AB	Sweden	Asset Management	0,40	0,76	0,18	-0,04	1,18	1,35	0,42	0,76	-1,59	0,53	-0,09	1,04	1,06	-0,86	
Coface SA	France	Insurance - Reinsurance				0,19	0,14	0,17	0,17	0,18	0,16	0,19	0,20	0,22	0,37	0,41	
CoinShares International Ltd	Sweden	Capital Markets										1,57	-19,09	-7,97	7,13	-7,08	
Commerzbank AG	Germany	Banks - Regional	1,76	0,62	-1,23	0,06	-0,23	0,17	0,14	0,07	0,09	-0,04	-2,16	0,23	0,37	0,32	
Compagnie du Bois Sauvage SA	Belgium	Asset Management															
Corporacion Financiera Alba SA	Spain	Asset Management	1,61	1,56	-2,78	0,54	-0,72	0,71	3,12	0,20	0,33	0,86					
Credades AB	Sweden	Asset Management			-0,21	1,10	0,92	1,36	0,98	-0,99	1,05	3,67	12,44	10,56	6,16	8,76	
Credit Agricole Atlantique Vendee	France	Banks - Regional															
Credit Agricole SA	France	Banks - Regional	-0,13	-1,22	-1,55	0,24	0,18	0,28	-0,06	-0,02	0,20	0,54	0,01	0,45	0,48	0,41	
Credito Emiliano	Italy	Banks - Regional	-0,03	0,03	0,09	0,05	0,07	0,05	0,09	0,12	0,11	0,13	0,19	0,22	0,28	0,36	
Danske Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	0,69	0,05	0,60	1,90	-6,40	0,05	5,65	6,10	4,20	5,60	1,50	4,20	4,90	6,70	
Det Ostatistiske Kompagni A/S	Denmark		19 600,00	8 989,31	15 600,00	#####	-19 500,00	-2 610,31	-3 705,34	2 964,76	-35 841,54						
Deutsche Bank AG	Germany	Banks - Regional	0,50	0,14	-2,31	-1,17	0,28	-1,37	-1,21	-1,15	-0,20	-0,72	0,08	0,12	0,92	1,37	
Deutsche Boerse AG	Germany	Financial Data & Stock Exchanges	-0,33	0,77	0,82	0,68	1,21	0,54	0,90	1,15	0,77	1,16	1,25	1,53	1,95	2,20	
Deutsche Pfandbriefbank AG	Germany	Mortgage Finance					-0,77	0,66	0,07	0,41	0,22	0,14	0,31	0,39	0,26	0,05	
Dexia SA	Belgium	Banks - Regional	7,50														
DNB Bank ASA	Norway	Banks - Regional	3,30	2,25	1,98	3,48	2,93	4,10	3,16	3,78	4,14	3,61	3,28	3,79	6,26	5,93	
Dom Maklerski IDM SA	Poland	Capital Markets				-33,45	-21,82	-6,18	0,27	0,82	-0,24	-0,49	0,68	0,06	0,00	-0,21	0,02
Dovalue SpA	Italy	Banks - Regional								0,08	0,23	0,20	0,24	-0,18	0,14	-0,29	0,02
DWS Group GmbH & Co KGaA	Germany	Asset Management								0,83	0,40	0,91	0,81	1,29	0,53	0,61	
EAC Invest A/S	Denmark	Asset Management				#####	-19 500,00	-2 610,31	-3 705,34	2 964,76	-35 841,54	-2 985,34					

Edenred SE	France	Credit Services																	
eQ PLC	Finland	Asset Management	0,00	0,00	-0,03	0,02	0,07	0,08	0,08	0,14	0,15	0,16	0,22	0,25	0,12	0,18			
Erste Group Bank AG	Austria	Banks - Regional	0,38	0,59	-0,68	-0,91	0,10	0,48	0,20	0,68	1,23	0,45	0,20	0,93	1,10	1,54			
Eurazeo SE	France	Asset Management																	
Eurobank Ergasias Services And Holdings SA	Greece	Banks - Regional	60,00	-8940,00	-670,00	-16,73	-4,00	-0,11	0,02	0,02	0,00	0,01	-0,04	0,03	0,06	0,05			
Euronext NV	France	Financial Data & Stock Exchanges																	
FBD Holdings PLC	Ireland	Insurance - Property & Casualty																	
FinecoBank SpA	Italy	Banks - Regional					0,01	0,07	0,07	0,08	0,10	0,11	-2985,34	0,13	0,15	0,21	0,50		
Flatex AG	Germany	Capital Markets																	
Flow Traders Ltd	Netherlands	Capital Markets						0,16	0,66									0,65	0,14
Getin Holding SA	Poland	Banks - Regional	0,19	0,11	0,33	0,29	-0,04	0,07	0,14	0,04	-4,24	0,21	-0,85	-0,05	-0,09	-0,11			
GIMV NV	Belgium	Asset Management																	
Gjensidige Forsikring ASA	Norway	Insurance - Property & Casualty		1,16	2,06	7,34	1,93	2,49	2,19	2,01	2,60	2,94	3,86	4,97	2,57	2,18			
Grenke AG	Germany	Credit Services	0,21	0,27	0,30	0,27	0,38	0,47	0,61	0,73	0,72	0,84	0,66	0,91	0,53	0,52			
Groupe Bruxelles Lambert SA	Belgium	Asset Management		0,55	-4,41	1,91					0,38	1,22	0,85	0,44	-0,08	-0,78	0,06		
Grupo Catalana Occidente SA	Spain	Insurance - Diversified	0,24	0,33	0,31	0,40	0,43	0,41	0,50	0,56	0,63	0,67	0,38	0,56	0,47	0,85			
HAL Trust	Netherlands	Asset Management																	
Hannover Rueck SE	Germany	Insurance - Reinsurance	1,38	1,86	1,56	2,35	2,40	3,02	3,16	3,40	2,78	2,33	1,78	3,11	4,44	3,53			
Hellenic Exchanges - Athens Stock Exchange SA	Greece	Financial Data & Stock Exchanges	0,11	0,00	0,05	-0,13	0,07	0,05	-0,01	0,01	0,01	0,00	0,02	0,02	0,02	0,06			
Hoist Finance AB	Sweden	Mortgage Finance					0,13	1,33	1,36	0,92	1,96	1,06	0,31	0,61	2,84	1,82			
Hypoport AG	Germany	Credit Services	0,26	0,22	-0,39	-0,06	0,19	0,67	0,83	0,62	0,89	0,88	1,52	0,78	-0,94	3,48			
Illimity Bank SpA	Italy	Banks - Regional										-0,12	0,03	0,10	0,24	0,30	0,35		
Industrivarden AB	Sweden	Asset Management	15,70	11,82	6,84	8,31	4,82	1,03	13,62	1,03	-39,85	27,21	20,37	36,41	43,83	36,05			
ING Bank Slaski SA	Poland	Banks - Regional	1,47	1,64	1,46	1,92	1,77	1,58	1,96	2,81	3,48	3,46	2,41	5,14	5,12	9,77			
ING Groep NV	Netherlands	Banks - Diversified	0,19	-0,20	0,20	0,20	0,31	0,21	0,31	0,21	0,33	0,23	0,19	0,25	0,30	0,47			
Intesa Sanpaolo	Italy	Banks - Regional	0,02	-0,70	0,00	-0,32	0,01	0,00	0,04	0,08	0,06	0,05	-0,16	0,01	0,06	0,09			
Intrum AB	Sweden	Credit Services	1,52	2,04	2,19	3,00	3,83	3,76	5,90	3,24	3,70	-18,82	3,38	8,98	-30,12	1,55			
Investment AB Labour	Sweden	Asset Management	0,07	0,75	0,60	0,60	0,86	2,72	1,02	1,09	0,99	1,98	2,00	1,45	2,21	2,20			
Investment AB Oresund	Sweden	Asset Management	3,46	4,45	2,88	5,51	4,45	13,41	1,14	-0,18	-4,61	9,47	0,72	5,54	-0,48	9,87			
Investor AB	Sweden	Asset Management	5,73	4,03	3,56	4,64	4,26	4,82	3,00	-0,33	-14,74	11,01	2,50	26,47	16,82	19,56			
Jyske Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	4,79	2,75	4,01	6,57	-3,52	8,81	12,97	8,62	5,48	11,96	10,83	10,86	23,48	27,31			
KBC Ancora SA	Belgium	Asset Management																	
KBC Groupe NV	Belgium	Banks - Regional	0,38	-0,65	-1,81	-2,10	0,19	-0,36	1,61	0,92	1,44	1,66	1,26	1,56	1,93	1,59			
Kinnevik AB	Sweden	Asset Management	1,59	18,51	5,88	15,37	28,33	5,07	-7,56	18,00	-30,04	-4,02	13,59	-12,54	-18,16	-9,34			
Komerční Banka AS	Czech Republic	Banks - Regional		12,89	16,07	15,73	17,64	15,22	16,13	19,62	20,59	20,33	10,98	22,08	24,51	17,26			
Kruk SA	Poland	Credit Services	0,44	0,84	1,60	1,00	1,45	2,44	3,38	0,15	2,63	1,64	2,43	6,47	6,35	11,07			
L E Lundbergforetag AB	Sweden	Asset Management		6,46	7,14	2,30	3,19	5,41	9,63	3,94	-7,63	22,29	8,68	21,64	16,81	13,22			
Linea Directa Aseguradora SA	Spain	Insurance - Property & Casualty																	
Mafire SA	Spain	Insurance - Diversified	0,08	0,06	0,00	0,03	0,06	0,04	0,07	0,08	0,00	0,05	0,02	0,08	0,05	0,06			
mBank SA	Poland	Banks - Regional	4,68	6,76	6,46	7,84	7,30	7,32	6,91	7,36	7,86	3,79	-4,38	-38,50	19,69	-0,47			
Mediobanca SpA	Italy	Banks - Regional		-0,06	-0,03	-0,26	0,08	0,15	0,19								0,23	0,28	
MLP SE	Germany	Asset Management	0,19	0,10	0,32	0,15	0,20	0,15	0,04	0,15	0,16	0,20	0,23	0,28	0,15	0,14			
Moltiply Group SpA	Italy	Credit Services	0,14	0,17	0,03	0,04	0,10	0,17	0,20	0,19	0,25	0,34	2,61	-0,41	0,24	0,13			
Moneta Money Bank AS	Czech Republic	Banks - Regional						1,94	1,73	1,58	1,64	1,86	1,39	2,10	2,05	2,38			
MPC Muenchmeyer Petersen Capital AG	Germany	Asset Management	-14,25	-12,76															
Munchener Ruckversicherungs-Gesellschaft AG	Germany	Insurance - Reinsurance		3,50	2,67	6,57	4,28	4,45	3,13	3,44	1,76	1,53	1,48	6,20	11,00	7,51			
National Bank of Greece SA	Greece	Banks - Regional	-1094,99	-20699,90	-300,00	-14,08	-177,00	-1,01	-0,10	-0,30	-0,13	-0,69	-0,46	0,11	0,48	0,34			
NN Group NV	Netherlands	Insurance - Diversified						1,05	0,42	2,04	-1,64	0,98							
Nordea Bank Abp	Sweden	Banks - Regional	0,19	0,19	0,21	0,19	0,22	0,21	0,27	0,15	0,12	0,19	0,18	0,26	0,34	0,31			
Nordnet AB (publ)	Sweden	Capital Markets	0,45	0,33	0,30	0,37	0,46	0,50	0,50	0,29	0,12	0,23	1,13	1,81	1,97	2,55			
Norion Bank AB	Sweden	Banks - Regional											-3,32	0,48	1,09	1,63	1,51		
Oberbank AG	Austria	Banks - Regional	0,38			0,43	0,50	0,62	0,79	0,65	0,62	0,29	0,68	0,63	2,39	0,75			
Oma Savings Bank PLC	Finland	Banks - Regional						0,27	0,12	0,12	0,15	0,31	0,46	0,50	0,89				
OTP Bank PLC	Hungary	Banks - Regional			93,21	3,00	20,50	51,00	47,94	204,50	201,00	197,00	139,00	216,00	213,50	247,00			
Pareto Bank ASA	Norway	Banks - Regional						0,53	0,69	1,25	1,36	1,61	1,78	1,77	2,38	2,01			
Permanent TSB Group Holdings PLC	Ireland	Banks - Regional																	
Peugeot Invest	France	Asset Management																	
Piraeus Financial Holdings SA	Greece	Banks - Regional	-21785,83	#####	33330,03	-4613,53	-1709,40	-48,10	-0,53	-4,25	5,31	3,63	-19,31	0,06	0,14	0,17			
PKO Bank Polski SA	Poland	Banks - Regional	0,69	0,77	0,57	0,75	0,57	0,36	0,48	0,65	0,80	0,57	-3,66	0,96	1,39	0,54			
Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA	Poland	Insurance - Property & Casualty	0,66	0,56	0,48	0,61	0,47	0,59	0,73	0,88	0,90	1,09	0,83	1,05	1,43	1,79			
Protector Forsikring ASA	Norway	Insurance - Specialty	0,63	0,60	-0,32	1,04	1,24	2,26	0,80	1,56	-3,59	0,45	5,40	2,86	7,33	8,20			
Raffielsen Bank International AG	Austria	Banks - Regional	3,79	1,10	-1,56	-0,26	-2,45	0,00	0,23	0,60	0,25	0,88	0,56	0,89	2,45	0,74			
Resurs Holding AB	Sweden	Credit Services						1,51	1,22	1,45	1,42	1,44	0,98	3,80	0,99	-1,59			
Ringkjøbte Landbobank A/S	Denmark	Banks - Regional	0,26	0,29	0,28	4,20	4,27	4,89	5,99	5,54	4,85	7,58	9,01	12,45	16,52	22,97			
Sampo Oyj	Finland	Insurance - Diversified		0,50	0,72	0,35	0,35	0,33	0,42	0,31	0,33	0,33	-0,72	0,95	0,25	0,38			
Santander Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional	3,64	2,69	5,59	6,94	4,44	2,78	4,63	5,62	7,91	5,42	0,80	1,90	8,84	9,60			
SCOR SE	France	Insurance - Reinsurance																	
Skandinaviska Enskilda Banken AB	Sweden	Banks - Regional	1,59	1,04	1,41	1,91	2,58	2,09	1,95	1,46	2,10	2,68	2,35	2,85	3,48	4,00			
Societe Generale SA	France	Banks - Regional	0,74	0,11	-1,03	-0,02	0,12	0,27	0,32	-0,06	0,62	0,56	0,36	1,95	0,71	0,27			
Sofina SA	Belgium	Asset Management																	
Solid Forsikringsaktiebolag	Sweden	Insurance - Specialty											-0,90	1,27	2,48	2,36			
Spar Nord Bank A/S	Denmark	Banks - Regional											1,80	2,50	4,40	4,50			
SpareBank 1 Nord-Norge	Norway	Banks - Regional	-0,14	0,64	-0,20	1,20	-0,20	1,00	1,10	1,40	0,50	1,40	1,80	2,60	6,91	6,20	6,88		
SpareBank 1 Ostlandet	Norway	Banks - Regional																	
SpareBank 1 SMN	Norway	Banks - Regional	3,06	2,66	1,98	2,77	2,87	2,24	3,45	-0,79	1,90	1,60	1,99	3,20	3,53	5,62			
SpareBank 1 Sorost-Norge	Norway	Banks - Regional	4,23	0,80	3,13	4,85	0,38	1,25	1,73	1,87	1,34	1,79	1,71	1,89	2,44	2,14			
SpareBank 1 SR Bank ASA	Norway	Banks - Regional	3,00	2,65	1,34	2,22	1,75	1,73	1,68	2,18	2,06	1,84	2,30	3,41	3,81	5,48			
Sparebanken Møre	Norway	Banks - Regional	2,70	2,14	-1,63	-2,15	-3,82	2,52	2,35	3,07	2,82	13,71	2,87	2,98	4,69	6,64			
Sparebanken Sor	Norway	Banks - Regional			32,29	43,05	22,72	18,15	17,31	19,86	9,45	14,87	20,81	20,41	11,25	9,89			
Sparebanken Vest AS	Norway	Banks - Regional	4,78	4,33	8,83	5,12	7,20	4,51	4,57	6,01	6,00	4,42	7,12	6,56	5,73	8,84			
Storebrand ASA	Norway	Financial Conglomerates	2,12	0,03	0,15	0,89	1,55	1,38	1,50	1,01	3,97	1,44	1,86	1,95	1,50	2,06			
Storskogen Group AB	Sweden	Asset Management												0,13	0,22	0,06			
Svenska Handelsbanken AB	Sweden	Banks - Diversified		0,80	1,17	1,83	1,73	2,31	1,76	1,91	2,04	2,22							



## Annexe 6: Free Cash Flow per Share (Morningstar)

Company Name	Country of Classification	Industry	Free Cash Flow FCF per Share 2010	Free Cash Flow FCF per Share 2011	Free Cash Flow FCF per Share 2012	Free Cash Flow FCF per Share 2013	Free Cash Flow FCF per Share 2014	Free Cash Flow FCF per Share 2015	Free Cash Flow FCF per Share 2016	Free Cash Flow FCF per Share 2017	Free Cash Flow FCF per Share 2018	Free Cash Flow FCF per Share 2019	Free Cash Flow FCF per Share 2020	Free Cash Flow FCF per Share 2021	Free Cash Flow FCF per Share 2022	Free Cash Flow FCF per Share 2023	
Aareal Bank AG	Germany	Banks - Regional	6,76	-31,51	65,49	-51,08	-31,29	-30,34	25,95	-24,94	-9,46	35,28	24,79	25,46	34,47	-22,67	
ABG Sundal Collier Holding ASA	Norway	Capital Markets	0,24	-0,03	-0,09	0,08	0,07	0,08	0,05	0,04	0,02	0,02	0,09	0,29	0,04	-0,04	
ABN AMRO Bank NV	Netherlands	Banks - Diversified						23,68	2,75	7,87	-0,42	8,80	37,38	23,04	3,66	-24,38	
Aegion Ltd	Netherlands	Insurance - Diversified	0,42	-0,07	-0,40	-0,74	0,82	0,61	1,37	0,05	-0,47	2,80	0,16	-1,64	0,94	0,92	
Aegion SA NV	Belgium	Insurance - Diversified	14,60	9,47	9,52	7,69	11,10	-3,82	3,33	1,30	-0,24	2,67	-6,65	-2,49	-3,81	-6,75	
AIB Group PLC	Ireland	Banks - Regional	-2,334,84	-1,445,01	-92,87	2,00	-0,18	0,10	-0,12	0,43	0,81	1,00	2,85	7,68	2,25	-3,44	
Aker Horizons ASA	Norway	Asset Management												-0,19	-11,06	-5,78	
Aktia Bank PLC	Finland	Banks - Regional				0,62	4,74	-3,84	1,62	1,01	1,88	1,48	5,82	2,03	-5,85	-0,04	
Alandsbanken ABP	Finland	Banks - Regional	7,28	-4,39	0,67	-20,67	-6,78	-30,55	15,29	-7,09	-11,09	-11,84	38,28	38,60	-10,23	-11,94	
Allor Bank SA	Poland	Banks - Diversified			1,85	-9,34	-2,91	8,17	-7,81	-5,68	-1,12	-8,48	2,41	3,02	32,90	-23,94	
Allfunds Group PLC	Netherlands	Asset Management												1,91	-0,13	1,18	
Allianz SE	Germany	Insurance - Diversified	27,39	30,81	34,08	159,86	276,11	232,38	232,81	241,44	291,92	371,87	304,00	381,58	70,15	4,39	
Alm Brand A/S	Denmark	Insurance - Diversified	3,88	0,64	1,51	-0,05	0,09	1,34	1,42	1,31	1,82	2,36	2,31	1,03	0,09	0,70	
Alpha Services and Holdings SA	Greece	Banks - Regional	152,12	-62,14	105,17	-60,32	-6,22	-1,44	-2,21	-1,70	-0,06	0,84	3,98	3,96	0,97	-1,45	
Amundi SA	France	Asset Management						3,03	1,05	11,65	2,39	3,22	9,03	2,04	3,43	6,06	
Anima Holding SpA	Italy	Asset Management					0,02	0,67	-0,01	0,31	1,06	0,60	0,32	1,34	0,24	-0,54	
Antin Infrastructure Partners	France	Asset Management												0,35	0,35	0,64	
Arbona AB	Sweden	Asset Management	-0,36	0,12	0,06	-0,13	0,27	-0,04	0,02	0,00	-0,21	0,01	-0,06	0,12	-0,01	-0,01	
ASR Nederland NV	Netherlands	Insurance - Diversified						15,17	-56,64	63,20	-6,31	0,45	2,59	0,92	0,51		
Assicurazioni Generali	Italy	Insurance - Diversified	15,24	10,46	7,99	8,17	8,99	13,60	14,01	10,55	9,04	11,23	12,31	10,66	9,93	-0,05	
Attica Bank SA	Greece	Banks - Regional	-786,316,97	-1,534,630,74	289,705,86	-97,658,12	-8816,31	9,435,81	-2,148,37	1,500,08	257,30	603,85	133,14	-397,33	58,66	-0,75	
Aurelius Equity Opportunities Se & Co KGaA	Germany	Asset Management	-3,64	10,25	1,89	1,14	1,98	1,67	3,27	-3,18	-3,40	-0,75	-0,53	9,63	-3,17	-3,37	
Avanza Bank Holding AB	Sweden	Banks - Regional	5,77	18,62	-0,03	1,03	-0,26	63,98	-11,72	10,74	17,74	24,16	37,68	32,19	66,35	24,45	
AXA SA	France	Insurance - Diversified	8,22	5,37	4,33	4,25	2,87	6,89	6,35	6,41	4,72	1,97	8,28	7,03	1,17	4,00	
Axactor ASA	Norway	Credit Services	-264,20	-89,68	-0,62	-3,61	1,42	-0,15	-0,13	0,04	0,59	1,28	1,14	0,54	-0,14	0,05	
Azmut Holding SpA	Italy	Asset Management	0,70	0,43	1,02	0,59	2,54	1,55	0,42	2,72	0,06	2,99	4,44	5,05	1,35	2,40	
B2 Impact ASA	Norway	Credit Services						1,79	2,69	5,26	6,29	6,66	8,48	7,71	9,00		
Baader Bank AG	Germany	Capital Markets	0,25	0,21	0,12	-0,58	-0,57	-0,45	0,11	1,33	1,55	-0,09	0,63	5,26	18,19	6,68	
Banca Generali	Italy	Banks - Regional	0,41	-0,13	21,99	-2,85	-2,15	-13,68	4,68	4,20	3,06	-1,55	1,05	2,25	4,16	-7,07	
Banca Ifis	Italy	Banks - Regional	0,25	-1,05	48,78	21,40	3,61	-4,10	0,75	2,88	0,99	2,33	-0,72	0,25	1,13	8,96	
Banca Mediolanum	Italy	Banks - Regional	9,43	-1,89	8,15	2,90	0,42	8,00	0,44					0,07	1,40	0,17	
Banca Monte dei Paschi di Siena	Italy	Banks - Regional	-18,141,72	-3,914,51	-10,722,73	-1,335,56	-8,704,55	-2,142,39	31,88	-760,98	-66,33	-2,85	0,29	-9,28	-4,26	6,16	
Banca Popolare di Sondrio SpA	Italy	Banks - Regional	0,24	0,27	0,17	0,05	0,02	0,41	0,16	0,00	8,97	4,72	0,50	3,91	-4,93	0,11	
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Spain	Banks - Diversified	0,87	0,75	3,32	1,45	-0,39	2,66	1,17	-0,36	-0,52	-0,23	4,90	-0,67	5,60	-3,13	
Banco BPM SpA	Italy	Banks - Regional	-9,74	-3,67	-0,06	13,48	-2,27	3,21	3,37	2,45	1,66	-0,24	-0,23	13,01	7,85	-7,17	
Banco Comercial Portugues SA	Portugal	Banks - Regional	7,90	5,31	3,41	3,90	-0,02	0,52	0,27	0,13	0,03	0,69	0,21	0,22	-0,09	0,23	
Banco de Sabadell SA	Spain	Banks - Diversified	-0,29	-0,29	0,37	-0,69	-0,20	0,80	-0,56	1,44	0,26	-0,24	1,27	2,92	-0,34	-2,73	
Banco Di Desio E Della Brianza SpA	Italy	Banks - Regional	-0,01	0,00	0,66	-0,34	-1,13	-0,07	0,00	5,74	5,87	0,08	0,00	0,03	0,17	14,08	
Banco Espirito Santo SA	Portugal	Banks - Regional	10,82	9,15	-0,51	-0,41	0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Banco Santander SA	Spain	Banks - Diversified	1,01	5,20	-0,63	-0,15	-1,41	-0,94	0,92	3,53	-0,99	-0,13	2,51	2,08	2,74	1,04	
Bank Handlowy w Warszawie SA	Poland	Banks - Regional	-0,85	7,12	-3,80	4,22	-1,47	2,58	0,73	0,84	0,76	6,19	-1,84	21,37	-8,62	-13,24	
Bank Millennium SA	Poland	Banks - Regional	-0,11	-0,30	3,63	3,53	-0,36	1,29	3,28	1,88	-0,44	3,51	2,38	-1,73	4,36	13,79	
Bank of Greece	Greece	Banks - Regional															
Bank of Ireland Group PLC	Ireland	Banks - Regional	-37,71	-19,15	-2,03	-9,75	1,13	-1,64	0,96	1,69	0,79	1,02	4,82	16,14	7,41	-5,98	
Bank Polska Kasa Opieki SA	Poland	Banks - Regional	22,62	22,62	-20,09	15,19	4,88	-19,27	10,24	5,43	0,85	-4,20	92,55	4,98	22,42	160,51	
Bankinter SA	Spain	Banks - Regional	1,79	1,99	0,11	-0,72	-0,53	0,99	0,28	4,35	0,86	-3,25	6,38	8,47	2,85	-9,20	
Banque Nationale de Belgique SA	Belgium	Banks - Regional															
Bawag Group AG	Austria	Banks - Regional								8,40	-5,62	4,38	21,48	-15,48	-0,36	15,20	
BFF Bank SpA	Italy	Credit Services								-0,16	0,70	0,61	0,45	3,31	-0,02	-0,22	
BNP Paribas	France	Banks - Regional	13,28	-11,14	59,38	-9,75	10,63	12,75	39,68	81,13	-27,54	-41,82	70,22	64,84	-24,60	-56,13	
BNP Paribas Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional		-47,32	15,04	-3,71	61,02	41,30	56,41	35,77	-21,28	-86,44	80,93	-26,51	38,54	52,85	
BPER Banca SpA	Italy	Banks - Regional	1,18	0,11	-1,05	0,98	0,31	0,52	0,40	-0,01	0,23	0,16	0,12	0,00	0,18	4,84	
Brederode SA	Belgium	Asset Management	0,35	0,35	0,83	0,59	0,62	0,22	0,15	0,77	0,88	0,94	0,99	1,08	1,15	0,88	
Bure Equity AB	Sweden	Asset Management	-0,81	-0,13	-1,62	-1,38	2,22	3,15	7,92	3,91	0,97	9,46	4,62	12,69	1,93	7,10	
Caisse Regionale de Credit Agricole Mutuel de Paris et d'Ile-de-France	France	Banks - Regional	20,21	-15,86	-10,06	6,25	81,05	-59,64	-11,21	57,93	40,31	5,49	76,00	171,57	-12,59	-177,63	
Caisse Regionale du Credit Agricole Mutuel du Languedoc	France	Banks - Regional		-6,65	-6,85	-5,29	-1,54	3,19	5,76	40,11	-1,26	0,68	81,03	25,01	14,54	-72,49	
CaixaBank SA	Spain	Banks - Regional	0,09	0,21	0,67	0,40	0,39	-0,91	0,89	1,76	1,39	-2,01	4,78	4,37	4,05	-10,81	
Capitea SA	Poland	Credit Services								-4,37						0,43	
Catella AB	Sweden	Asset Management	-1,69	5,13	1,27	-2,57	5,34	-5,37	8,22	7,16	2,20	-25,08	1,63	0,35	0,00	-1,36	
Coface SA	France	Insurance - Reinsurance					1,19	1,60	0,59	1,34	1,69	0,79	1,49	0,96	3,86	1,65	
ComShares International Ltd	Sweden	Capital Markets												-30,58	-4,58	5,68	
Commerzbank AG	Germany	Banks - Regional	-110,73	-4,95	-20,81	-6,86	-1,48	3,25	1,53	9,32	0,87	-5,68	23,25	18,66	-1,13	-17,56	
Compagnie du Bois Sauvage SA	Belgium	Asset Management	-4,03	2,81	7,68	-3,08	2,98	20,54	7,82	16,57	12,60	-24,46	55,13	36,41	27,41	21,50	
Corporacion Financiera Alba SA	Spain	Asset Management	1,02	-0,59	8,96	2,33	1,38	0,73	1,26	1,29	1,18	5,07	1,49	3,34	2,04	1,50	
Credades AB	Sweden	Asset Management				-0,52	-1,47	0,00	-0,59	0,52	0,20	0,30	0,09	0,29	0,80	1,16	
Credit Agricole Atlantique Vendee	France	Banks - Regional	-1,27	2,18	-24,44	19,83	2,82	-25,51	41,64	67,63	32,04	-10,21	223,47	19,87	76,70	-165,19	
Credit Agricole Bretagne	France	Banks - Regional	-4,97	-6,22	7,33	7,04	0,88	-14,30	1,88	-2,95	9,16	4,67	18,80	8,72	5,79	-19,09	
Credito Emiliano	Italy	Banks - Regional	-1,94	-1,70	-0,07	0,08	0,05	0,17	0,17	0,16	0,21	0,19	0,02	0,13	0,26	13,01	
Danske Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	-12,36	-14,11	16,84	-54,49	-61,42	103,45	96,97	88,01	-55,48	-158,57	85,52	9,44	19,12	105,74	
Det Ostasiatiska Kompagni A/S	Denmark		-2,257,56	43,58	-5,267,11	-44,395,37	-8,010,32	3,949,60	128,64	-11,611,54	-1,396,65	-639,08	120,59	-49,71	-14,90	-16,17	
Deutsche Bank AG	Germany	Banks - Regional	-14,06	-14,74	-1,83	0,95	10,63	18,30	17,55	46,84	-10,48	-19,11	1,81	8,96	-9,72	-7,26	
Deutsche Boerse AG	Germany	Financial Data & Stock Exchanges	3,82	4,21	3,05	3,00	2,97	4,23	3,61	4,44	4,19	4,52	6,69	4,51	8,65	10,63	
Deutsche Pfandbriefbank AG	Germany	Mortgage Finance						-40,79	-23,18	-15,17	-17,55	3,16	11,52	14,86	-16,73	-40,25	
Deixa SA	Belgium	Banks - Regional		-720,60		-745,70	1,272,83	248,99	-711,23	-720,40							
DNB Bank ASA	Norway	Banks - Regional	9,04	141,56	11,13	40,99	-99,37	-60,76	10,34	129,99	-11,23	16,19	-28,54	106,46	-10,04	81,79	
Dom Maklerski IDM SA	Poland	Capital Markets	17,36	17,36	-172,57	59,37	-3,39	2,42	1,01	0,20	-0,23	0,18	0,05	-0,03	0,00	0,03	
Dovalue SpA	Italy	Banks - Regional								0,98	0,34	0,88	0,92	0,79	0,81	0,16	
DWS Group GmbH & Co KGaA	Germany	Asset Management										5,23	0,87	2,37	2,44	4,29	1,96
EAC Invest A/S	Denmark	Asset Management				-5,951,00	-1,075,79	529,20	17,31	-1,559,84	-1,396,65	-639,08	120,59	-49,71	-14,90	-16,17	

Edenred SE	France	Credit Services	1,14	1,04	1,02	1,09	1,09	1,19	1,10	1,29	2,02	2,16	2,08	1,06	2,85	3,16
eQ PLC	Finland	Asset Management	-0,02	0,15	0,11	0,21	0,29	0,50	0,32	0,36	0,65	0,58	0,66	1,06	0,66	0,72
Erste Group Bank AG.	Austria	Banks - Regional	-4,27	6,55	19,91			67,89	199,12	377,59	-5,74	673,76		-46,24	-429,02	
Eurazeo	France	Asset Management	4,86	5,61	5,15	5,44	4,96	-0,74	-0,15	0,04	0,26	4,14	0,95	3,91	0,60	
Eurobank Ergasias Services And Holdings SA	Greece	Banks - Regional	3470,70	2222,36	2658,63	-258,18	-56,64	8,42	-2,46	-2,10	-0,87	-0,23	1,14	1,55	1,86	-0,80
Euronext NV	France	Financial Data & Stock Exchanges					2,35	1,57	1,83	2,17	2,51	2,67	2,94	4,32	5,36	3,51
FBD Holdings PLC	Ireland	Insurance - Property & Casualty	0,95	0,57	0,87	0,92	0,64	1,04	-0,70	2,11	0,42	1,56	0,69	1,76	2,64	2,37
FinecoBank SpA	Italy	Banks - Regional					-15,08	0,21	0,39	2,89	2,75	-0,47	-1,14	1,12	0,39	0,49
Flatex AG	Germany	Capital Markets	0,03	0,11	0,20	-0,09	0,09	4,83	-10,44	0,75	2,77	-0,91	4,22	4,77	4,41	5,97
Flow Traders Ltd	Netherlands	Capital Markets					0,43	1,46	1,23	0,71	2,43	1,65	7,85	2,05	2,34	
Getin Holding SA	Poland	Banks - Regional	3,10	-0,45	-3,66	0,83	-1,38	-1,44	1,53	-0,62	4,00	0,62	4,42	-2,70	2,91	0,28
GIMV NV	Belgium	Asset Management	1,41	4,23	4,86	-1,01	-0,26	-0,09	-1,82	-3,25	-1,44	-1,50	-1,42	-1,45	-1,51	-1,81
Gjenstige Forsikring ASA	Norway	Insurance - Property & Casualty	0,14	0,87	0,33	0,01	0,56	-0,41	-0,75	0,38	0,23	-0,98	1,27	0,89	0,54	1,11
Grenke AG	Germany	Credit Services	-0,73	0,67	1,52	-0,78	0,32	0,80	0,55	2,63	-3,61	4,76	7,78	5,36	-11,56	12,60
ING Groep NV	Netherlands	Banks - Diversified	0,95	-6,92	2,16	-2,55	-2,30	-4,88	-4,56	-0,90	-0,37	3,47	22,15	5,72	2,91	-0,46
Intesa Sanpaolo	Italy	Banks - Regional	-0,52	-0,32	0,03	0,10	0,20	-0,02	0,14	-0,01	0,17	0,13	-0,05	0,11	0,32	3,62
Intrum AB	Sweden	Credit Services	18,61	19,81	22,71	26,83	31,23	36,28	41,38	47,87	41,05	44,59	65,93	66,50	68,42	54,43
Investment AB Latour	Sweden	Asset Management	1,10	0,46	1,21	0,82	0,52	0,72	0,87	1,86	1,22	2,25	0,35	0,26	1,32	5,76
Investment AB Oresund	Sweden	Asset Management	2,77	2,48	-2,92	2,88	6,23	3,67	3,65	3,23	3,53	2,88	0,17	2,19	1,91	2,98
Investor AB	Sweden	Asset Management	0,06	0,23	0,15	0,19	0,29	0,30	0,35	0,32	0,34	0,37	0,22	0,32	0,38	0,53
Jyske Bank A/S	Denmark	Sweden	-6,58	6,94	-20,39	36,34	14,87	132,46	-124,73	146,06	29,02	116,96	-218,58	546,64	209,79	623,95
KBC Ancora SA	Belgium	Asset Management		-0,39	0,00	-0,35	-0,35	1,71	-0,27	2,51	2,75	3,24	0,78	0,23	10,45	3,95
KBC Groupe NV	Belgium	Banks - Regional	48,16	32,53	15,78	36,36	19,18	14,50	16,75	54,01	8,16	-50,05	61,27	74,13	-10,41	-19,07
Kinnevik AB	Sweden	Asset Management	2,85	0,54	-0,82	-0,32	-1,43	9,19	4,81	7,21	4,03	8,02	3,75	7,09	11,59	2,02
Komerční Banka AS	Czech Republic	Banks - Regional	6,11	-0,24	7,35	151,74	149,13	417,36	153,96	448,88	-1028,61	92,00	37,8	-74,97	49,14	-172,23
Kruis SA	Poland	Credit Services		-19,40	-4,19	-2,68	-3,72	-1,59	-29,69	-12,21	-20,83	8,11	32,88	2,30	-28,87	-47,91
L E Lundbergforetagen AB	Sweden	Asset Management	-1,27	1,54	7,62	7,65	19,36	18,57	6,44	22,85	11,59	23,37	10,65	20,31	26,26	29,46
Linea Directa Aseguradora SA	Spain	Insurance - Property & Casualty												0,06	0,07	0,03
Mapfre SA	Spain	Insurance - Diversified	0,10	0,15	0,43	0,06	0,08	-0,22	0,13	-0,13	0,04	-0,05	-0,02	-0,40	-0,05	0,38
mBank SA	Poland	Banks - Regional	-51,24	121,72	77,91	-6,40	31,08	-0,24	21,76	5,27	28,98	12,91	6,62	57,07	8,07	-19,87
Mediocredito SpA	Italy	Banks - Regional	0,10	0,53	0,19	0,03	0,13	-0,43	0,89	1,12	0,41	-0,01	3,34	-1,68	6,89	-3,84
MLP SE	Germany	Asset Management	0,80	0,47	0,07	0,45	0,16	0,23	0,82	0,84	1,14	1,46	2,61	5,92	-1,63	-0,52
Multiply Group SpA	Italy	Credit Services	0,34	0,34	0,55	-0,17	0,16	0,57	0,68	0,80	0,73	1,01	1,56	0,84	1,30	1,95
Moneta Money Bank AS	Czech Republic	Banks - Regional						0,83	-0,94	2,54	1,96	1,49	-1,03	2,05	6,18	
MPC Muenchmeyer Petersen Capital AG	Germany	Asset Management	-10,71	11,42	-10,46	-0,33	0,06	0,51	-0,34	-0,25	0,28	-0,26	0,03	0,22	0,47	0,55
Munchener Ruckversicherungs-Gesellschaft AG	Germany	Insurance - Reinsurance	42,53	43,43	28,85	17,39	38,86	21,55	23,24	16,79	20,04	45,36	57,26	37,94	-40,68	-61,12
National Bank of Greece SA	Greece	Banks - Regional	2372,28	-12,967,5	-2893,54	-201,81	-249,51	283,42	-4,48	-6,73	2,24	-2,08	10,07	10,12	3,62	-5,35
NN Group NV	Netherlands	Insurance - Diversified					-20,75	-11,25	-11,53	-18,10	-4,97	19,01	14,65	-7,02	-26,64	-4,98
Nordea Bank Abp	Sweden	Banks - Regional	0,73	0,05	5,28	1,09	-1,13	3,72	2,45	-0,03	-0,63					
Nordnet AB (publ)	Sweden	Capital Markets											4,68	4,20	4,71	6,49
Norion Bank AB	Sweden	Banks - Regional											-5,24	-3,72	2,23	2,44
Oberbank AG	Austria	Banks - Regional	5,26		-2,33	-1,97	-3,65	1,16	-1,61	6,98	-11,20	7,49	26,02	19,50	-6,97	-3,47
Oma Savings Bank PLC	Finland	Banks - Regional									1,39	-6,60	-5,06	-11,34	-17,52	-12,67
OTP Bank PLC	Hungary	Banks - Regional	12,87	1,85	2,06	4,03	8,15	3,83	2,14	3,51	2,72	3,10	3,07	8,49	9,32	-5,68
Pareto Bank ASA	Norway	Banks - Regional						6,34	-14,24	18,29	-14,11	22,28	-10,33	-16,84	1,51	
Permanent TSB Group Holdings PLC	Ireland	Banks - Regional	-15,76	-1106,64	0,66	7,56	0,35	7,06	-0,40	1,54	1,38	-0,26	1,98	4,38	5,18	8,21
Peugeot Invest	France	Asset Management	1,21	7,11	0,82	1,03	0,93	0,99	0,68	2,52	3,17	3,41	-0,59	3,07	9,04	5,96
Piraeus Financial Holdings SA	Greece	Banks - Regional	3620838,88	849365,54	#####	#####	-13695,17	10947,04	-29,30	16,51	-12,12	-12,51	177,28	7,36	15,57	-3,76
PKO Bank Polski SA	Poland	Banks - Regional	-0,22	5,27	0,83	0,83	-0,48	1,20	2,67	1,27	1,27	2,41	5,90	3,50	5,38	5,04
Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA	Poland	Insurance - Property & Casualty	0,36	2,10	1,46	2,62	1,73	1,37	0,82	3,63	9,78	4,94	34,39	5,20	6,30	41,47
Protector Forsikring ASA	Norway	Insurance - Specialty	2,38	2,64	3,71	-0,21	2,31	1,74	-4,63	-2,34	4,03	19,57	0,14	10,66	16,18	-10,61
Raffines Bank International AG	Austria	Banks - Regional	4,87	15,04	5,84	-37,59	0,86	27,06	-1,51	-1,08	7,29	6,43	53,56	31,64	51,60	-1,79
Resurs Holding AB	Sweden	Credit Services						0,97	-11,28	-9,52	11,80	3,60	0,46	11,68	6,48	
Ringkjobing Landobank A/S	Denmark	Banks - Regional	12,63	17,05	-1,36	76,90	17,59	19,40	-43,63	102,84	3,97	3,97	3,97			
Sampo Oyj	Finland	Insurance - Diversified	1,01	0,20	1,20	0,40	1,16	0,86	0,27	0,97	0,07	1,09	-0,77	2,90	-0,30	1,84
Santander Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional	17,68	21,85	-30,47	-0,08	38,28	-27,20	-25,91	18,44	41,56	34,74	192,89	98,71	141,10	108,61
SCOR SE	France	Insurance - Reinsurance	4,08	3,51	1,62	4,29	2,74	5,00	5,51	6,18	5,24	3,04	5,37	5,65	7,90	5,86
Skandinaviska Enskilda Banken AB	Sweden	Banks - Regional	23,07	-20,29	60,38	31,55	5,10	-58,89	35,17	71,04	-72,00	-2,59	35,70	124,33	119,55	-127,05
Societe Generale SA	France	Banks - Regional	3,81	30,37	34,26	13,03	-28,85	28,45	33,93	4,82	-23,16	17,84	66,51	17,42	27,97	57,89
Sofina SA	Belgium	Asset Management	2,20	3,29	-1,85	-1,63	1,99	2,50	4,04	0,91	-1,24	2,93	-2,07	4,24	-15,84	-1,16
Solid Forsikringsaktiebolag	Sweden	Insurance - Specialty												7,26	8,87	6,17
Spar Nord Bank A/S	Denmark	Banks - Regional		-5,61	17,02	-3,00	13,28	29,80	-19,96	-0,53	-1,97	11,06	-22,37	-12,77	15,31	-38,03
SpareBank 1 Nord-Norge	Norway	Banks - Regional	106,16	8,05	-36,50	20,21	-12,81	-38,29	21,10	-18,41	-47,07	4,48	-1,39	52,98	47,07	12,00
SpareBank 1 Oslolandet	Norway	Banks - Regional									-28,80	-66,14	-10,87	6,79	-10,98	-37,98
SpareBank 1 SMN	Norway	Banks - Regional	-10,13	15,87	-32,80	-3,02	2,30	-11,51	-23,28	-0,18	-37,38	15,92	16,62	11,84	-40,00	29,29
SpareBank 1 Sorost-Norge	Norway	Banks - Regional		15,72	-4,15	26,86	36,69	-21,90	19,28	-2,24	-39,97	20,75	8,37	-9,08	-17,94	9,19
SpareBank 1 SR Bank ASA	Norway	Banks - Regional	-0,80	1,84	-0,77	-4,13	-1,76	-1,18	-3,26	-3,94	-2,01	-4,55	-1,53	-2,06	-6,40	-0,50
Sparebanken Møre	Norway	Banks - Regional	-46,96	-77,59	-34,82	-53,79	-31,88	-92,70	84,14	-65,75	-20,70	-21,56	11,43	-36,82	104,39	-68,05
Sparebanken Sor	Norway	Banks - Regional	-247,99	-1039,71	-918,05	155,35	229,36	-448,94	-112,72	-118,40	-199,70	48,20	91,93	-211,55	-130,12	56,60
Sparebanken Vest AS	Norway	Banks - Regional	9,94	-28,34	-69,02	24,86	16,35	11,43	21,41	17,93	19,53	14,54	5,71	13,26	28,24	36,04
Storebrand ASA	Norway	Financial Conglomerates	11,92	7,16	2,60	1,18	1,26	0,11	-0,02	0,13	0,52	0,12	-0,48	-1,26	1,04	-0,20
Storskogen Group AB	Sweden	Asset Management												0,08	0,03	0,13
Svenska Handelsbanken AB	Sweden	Banks - Diversified	1,00	0,98	0,38	0,78	0,62	-0,15	-4,77	2,47	-2,34	-1,86	12,72	3,47	-1,99	-7,42
Swolder AB	Sweden	Asset Management	0,16	0,21	0,23	0,19	0,20	0,23	0,22	0,37	0,43	0,35	-0,08	0,60	1,02	1,02
Swedbank AB	Sweden	Banks - Regional	-2,08	4,82	-1,38	-0,06	-2,16	0,39	5,82	4,89	-2,82	-4,06	28,37	23,91	-17,94	-18,55
Sydbank A/S	Denmark	Banks - Regional	5,22	10,42	11,50	2,04	-3,86	10,15	-6,96	10,03	10,59	-22,86	2,00	-3,16	22,77	-1,41
Talanx AG	Germany	Insurance - Diversified		19,42	20,27	21,26	20,50	19,32	18,08	17,50	20,84	18,83	35,04	19,23	25,99	
Tamburi Investment Partners SpA	Italy	Asset Management	-0,34	0,01	0,16	0,16	-0,02	-0,15	0,33	-0,13	-0,53	0,41	-0,56	-0,19	0,56	-0,04
Tikehau Capital SCA	France	Asset Management												-7,87	-3,17	-5,03
Topdanmark A/S	Denmark	Insurance - Diversified	20,42	6,26	19,16	9,91	24,17	40,02	65,43	65,02	89,54	103,36	75,84	49,46	39,55	24,25
Treasure ASA	Norway	Asset Management									0,39	0,44	0,46	0,41	3,15	0,43
Tryg A/S	Denmark	Insurance - Diversified	0,55	0,52	1,06	0,90	0,63	0,44</								

## Annexe 7 : Score ESG (Eikon Refinitiv)

Company Name	Country of Classification	Industry	Score ESG 2010	Score ESG 2011	Score ESG 2012	Score ESG 2013	Score ESG 2014	Score ESG 2015	Score ESG 2016	Score ESG 2017	Score ESG 2018	Score ESG 2019	Score ESG 2020	Score ESG 2021	Score ESG 2022	Score ESG 2023
Aareal Bank AG	Germany	Banks - Regional	42,44	39,40	55,14	54,62	60,96	60,64	67,48	72,04	69,78	74,74	74,55	69,11	65,60	63,50
ABG Sundal Collier Holding ASA	Norway	Capital Markets														
ABN AMRO Bank NV	Netherlands	Banks - Diversified						65,72	65,1	72,41	72,2	65,79	70,03	67,9	67,77	65,22
Aegon Ltd	Netherlands	Insurance - Diversified	74,58	74,23	16,61	81,05	64,76	69,47	66,4	84,48	81,06	83,73	86,61	86,48	89,71	89,52
Aegas SA/ NV	Belgium	Insurance - Diversified	43,97	41,85	35,89	32,59	37,72	48,83	37,4	44,54	54,01	64,79	66,1	70,78	75,47	75,25
AIB Group PLC	Ireland	Banks - Regional	43,68	45,66	43,50	29,09	27,36	34,11	34,46		59,8	69,79	63,23	72,6	74,67	64,52
Aker Horizons ASA	Norway	Asset Management														
Aktia Bank PLC	Finland	Banks - Regional										44,84	50,42	57,2	56,41	55,09
Alandsbanken ABP	Finland	Banks - Regional												30,73	34,68	52,63
Alor Bank SA	Poland	Banks - Diversified				19,02	25,43	31,68	28,11	36,04	31,64	53,63	44,95	43,19	42,6	38,45
Alliunds Group PLC	Netherlands	Asset Management													48	52,69
Allianz SE	Germany	Insurance - Diversified	83,12	86,13	84,36	88,67	86,12	88,46	86,65	86,12	94,94	93,78	93,38	91,58	89,73	89,53
Alm Brand A/S	Denmark	Insurance - Diversified									5,72	9,48	16,63	24,32	38,77	32,15
Alpha Services and Holdings SA	Greece	Banks - Regional	57,9	63,63	59,55	55,67	58,36	63,18	67,72	67,86	72,63	74,49	70,93	81,12	82,66	82,88
Amundi SA	France	Asset Management								37,1	46,2	56,46	51,04	59,51	57,5	57,91
Anima Holding SpA	Italy	Asset Management										27,55	44,74	66,94	75,19	81,43
Antin Infrastructure Partners	France	Asset Management												37,45	48,04	51,84
Arbona AB	Sweden	Asset Management														
ASR Nederland NV	Netherlands	Insurance - Diversified							53,97	73,61	78,8	76,31	78,92	79,43	82,74	81,76
Assicurazioni Generali	Italy	Insurance - Diversified	81,19	92,36	90,95	89,77	90,43	85,85	84,59	86,41	91,26	90,75	90,53	91,27	91,95	92,02
Attica Bank SA	Greece	Banks - Regional														
Aurelius Equity Opportunities Se & Co KGaA	Germany	Asset Management										23,46	19,93	22,59	22,44	24
Avanza Bank Holding AB	Sweden	Banks - Regional	23,23	29,6	38,03	37,15	40,52	47,56	46,23	60,76	64,64	70,72	64,09	73,3	75,94	74,34
AXA SA	France	Insurance - Diversified	81,34	82,72	83,34	81,3	86,52	82,38	76,11	82,28	85,94	84,31	81,12	79,59	77,13	76,66
Axactor ASA	Norway	Credit Services										30,25	34,23	38,06	50,17	56,27
Azimut Holding SPA	Italy	Asset Management	5,58	5,27	3,52	7,32	15,69	12,05	17,05	20,55	34,23	43,49	46,87	47,6	51,05	51,05
B2 Impact ASA	Norway	Credit Services										46,03	53,04	52,85	55,39	58,59
Baader Bank AG	Germany	Capital Markets														
Banca Generali	Italy	Banks - Regional										49,63	57,83	58,37	64,95	61,05
Banca Ifis	Italy	Banks - Regional										66,79	63,82	64,78	63,88	71,84
Banca Mediolanum	Italy	Banks - Regional	37,75	38,25	47,42	48,95	42,69	52,73	52,42	58,37	63,45	58,03	67	67,53	70,05	68,41
Banca Monte dei Paschi di Siena	Italy	Banks - Regional	58,95	61,32	49,44	54,06	56,24	57,87	61,85	53,52	50,07	62,59	74,58	73,86	68,82	70
Banca Popolare di Sondrio SpA	Italy	Banks - Regional	16,58	15,77	17,70	16,18	15,78	22,27	20,73	34,38	37,32	39,6	48,97	53,65	47,25	46,31
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Spain	Banks - Diversified	82,94	84,89	83,41	83,83	87,06	90,21	87,41	90,29	86,09	83,28	77,94	85,29	88,03	94,32
Banco BPM SpA	Italy	Banks - Regional	23,49	23,65	25,69	28,90	25,54	29,67	34,71	57,31	65,64	67,86	75,74	71,59	73,33	75,51
Banco Comercial Portugues SA	Portugal	Banks - Regional	68,87	75,53	67,47	57,31	74,84	65,60	75,00	81,10	70,74	78,47	74,49	73,03	75,32	74,84
Banco de Sabadell SA	Spain	Banks - Diversified	70,95	66,87	69,73	64,99	60,2	70,15	67,42	65,3	76,85	78,68	78,76	84,48	90,02	91,21
Banco Di Desio E Della Brianza SpA	Italy	Banks - Regional														
Banco Espírito Santo SA	Portugal	Banks - Regional														
Banco Santander SA	Spain	Banks - Diversified	87,36	84,62	81,51	83,57	86,21	86,02	88,79	88,89	90,41	91,65	91,67	92,27	89,01	89,19
Bank Handlowy w Warszawie Se & Co KGaA	Poland	Banks - Regional	23,23	29,6	38,03	37,15	40,52	47,56	46,23	60,76	64,64	70,72	64,09	73,3	75,94	74,34
Bank Millennium SA	Poland	Banks - Regional	35,74	41,59	58,39	56,21	53,04	49,74	58,68	52,17	55,01	53,09	49,17	49,28	51,58	51,11
Bank of Greece	Greece	Banks - Regional	2,22	3,42	2,81	2,89	1,57	1,53	2,35	2,34	1,81	1,63	2,64	2,53	2,71	2,67
Bank of Ireland Group PLC	Ireland	Banks - Regional	50,77	35,73	36,78	31,42	32,1	45,12	59,4	56,97	59,86	64,82	59,78	65,89	58,13	53,47
Bank Polska Kasa Opleki SA	Poland	Banks - Regional	51,26	48,90	52,41	54,43	50,67	51,67	47,31	55,72	63,51	56,38	62,85	72,7	71,07	69,8
Bankinter SA	Spain	Banks - Regional	79,07	74,54	76,94	68,28	74,31	72,5	74,97	76,06	67,42	80,23	81,32	76,75	80,64	83,51
Banque Nationale de Belgique SA	Belgium	Banks - Regional														
Bawag Group AG	Austria	Banks - Regional								41,58	47,76	56,74	68,23	67,58	71,45	63,99
BFF Bank SpA	Italy	Credit Services										46,66	52,45	55,03	54,67	61,28
BNP Paribas	France	Banks - Regional	74,54	73,50	82,17	82,32	80,36	91,22	91,46	95,74	94,61	95,11	94,95	94,43	92,9	93,53
BNP Paribas Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional														
BPER Banca SpA	Italy	Banks - Regional	24,18	18,09	24,33	25,9	24,12	28,45	32,8	44,96	56,76	77,42	77,58	71,33	75,94	75,45
Brederoede SA	Belgium	Asset Management										14,04	17,5	28,13	19,92	25,93
Bure Equity AB	Sweden	Asset Management														
Caisse Regionale de Credit Agricole Mutuel de Paris et d'Ile-	France	Banks - Regional														
Caisse Regionale du Credit Agricole Mutuel du Languedoc	France	Banks - Regional														
CaixaBank SA	Spain	Banks - Regional	51,94	69,25	64,08	65,31	59,27	62,9	71,3	82,66	75,15	88,47	86,4	82,86	83,59	89,53
Capitea SA	Poland	Credit Services														
Catella AB	Sweden	Asset Management												17,77	36,05	44,7
Coface SA	France	Insurance - Reinsurance									61,9	65,62	62,91	64,8	57,39	55,7
CoinShares International Ltd	Sweden	Capital Markets														
Commerzbank AG	Germany	Banks - Regional	61,81	66,21	68,33	66,32	67,1	62,79	69,59	73,69	70,84	70,85	76,61	75,78	76,23	76,7
Compagnie du Bois Sauvage SA	Belgium	Asset Management														
Corporacion Financiera Alba SA	Spain	Asset Management	8,47	16,02	12,32	21,45	12,21	11,5	15,61	20,64	22,67	46,14	63,81	54,85	54,02	51,82
Credades AB	Sweden	Asset Management														
Credit Agricole Atlantique Vendee	France	Banks - Regional														
Credit Agricole SA	France	Banks - Regional	68,43	69,75	71,23	67,12	60,93	61,66	60,94	71,56	63,62	71,19	70,73	66,43	69,51	64,2
Credito Emiliano	Italy	Banks - Regional									16,22	53,97	57,22	60,1	58,46	56,7
Danske Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	76,17	77,67	72,94	72,41	67,77	63	62,56	69,4	73,75	72,91	73,96	78,98	70,44	69,9
Det Ostasiatiske Kompagni A/S	Denmark															
Deutsche Bank AG	Germany	Banks - Regional	84,11	82,36	84,77	83,86	81,15	76,73	76,97	80,37	80,39	85,57	83,66	79,91	81,76	82,28
Deutsche Boerse AG	Germany	Financial Data & Stock Exchanges	63,55	56,11	64,86	64,53	66,31	69,32	72,19	74,92	74,66	74,76	77,3	71,95	74,2	75,55
Deutsche Pfandbriefbank AG	Germany	Mortgage Finance														
Dexia SA	Belgium	Banks - Regional														
DNB Bank ASA	Norway	Banks - Regional	54,55	56,44	55,48	56,41	50,78	52,69	59,39	68,29	68,44	66,76	69,68	66,48	68,92	70,75
Dom Maklerski IDM SA	Poland	Capital Markets														
Dovajus SpA	Italy	Banks - Regional														
DWS Group GmbH & Co KGaA	Germany	Asset Management														
EAC Invest A/S	Denmark	Asset Management														

Edenred SE	France	Credit Services	44,74	38,88	37,58	40,48	55,96	56,43	62,97	56,6	70,07	71,01	75,61	77,86	79,46	76,81
eQ PLC	Finland	Asset Management														
Erste Group Bank AG.	Austria	Banks - Regional	32,84	38,33	45,36	40,43	52,8	51,01	50,82	69,32	83,6	85,13	80,94	76,36	72,48	70,42
Eurazeo SE	France	Asset Management	42,44	41,52	39,76	39,46	38,58	44,59	43,75	55,66	56,48	51,96	65,79	55,73	58,58	57,14
Eurobank Ergasias Services And Holdings SA	Greece	Banks - Regional	48,68	48,47	46,37	52,32	51,09	49,13	56,89	68,41	72,78	73,16	76,92	79,07	79,73	80,7
Euronext NV	France	Financial Data & Stock Exchanges														
FBD Holdings PLC	Ireland	Insurance - Property & Casualty														
FinecoBank SpA	Italy	Banks - Regional								59,79	68,74	69,1	81,94	85,82	87,42	82,37
Flatex AG	Germany	Capital Markets										12,7	14,32	31,31	33,54	66,79
Flow Traders Ltd	Netherlands	Capital Markets										52,08	54,5	54,11	51,92	51,99
Getin Holding SA	Poland	Banks - Regional	20,62	11,40	9,75	9,21	14,06	11,89	14,16	15,47	27,18	23,54	39,07	41,48	37,63	32,49
GIMV NV	Belgium	Asset Management										33,22	32,61	42,44	33,96	42,05
Gjensidige Forsikring ASA	Norway	Insurance - Property & Casualty	35,60	28,45	39,81	41,57	38,15	48,32	53,46	52,02	62,67	61,1	66,51	66,61	69,36	69,03
Grenke AG	Germany	Credit Services										36,43	42,22	39,87	48,74	53,38
Groupe Bruxelles Lambert SA	Belgium	Asset Management	10,29	11,55	7,98	27,19	22,18	19,09	14,7	18,6	31,31	59,5	73,04	68,12	70,63	68,97
Grupo Catalana Occidente SA	Spain	Insurance - Diversified										14,84	34,98	37,48	46,62	50,97
HAL Trust	Netherlands	Asset Management														
Hannover Rueck SE	Germany	Insurance - Reinsurance	43,90	57,21	62,28	67,56	66,56	71,72	64,34	62,48	60,12	55,52	68,46	76,89	73,34	72,16
Hellenic Exchanges - Athens Stock Exchange SA	Greece	Financial Data & Stock Exchanges	34,57	41,74	42,15	41,22	39,15	35,52	34,38	29,85	36,34	48,13	63,07	61,74	63,62	61,32
Hoist Finance AB	Sweden	Mortgage Finance										47,37	45,28	50,05	44,48	39,9
Hypoport AG	Germany	Credit Services										41,7	41,69	44,4	42,15	39,82
Illimity Bank SpA	Italy	Banks - Regional										22,13	55,44	67,86	70,73	68,97
Industrivarden AB	Sweden	Asset Management	18,13	13,24	12,80	8,37	7,82	9,46	23,05	28,1	24,68	34,8	29,56	32,99	33,4	47,44
ING Bank Slaski SA	Poland	Banks - Regional	47,04	51,00	53,72	50,71	46,74	45,73	61,2	64,28	75,44	75,22	74,93	73,61	73,13	71,96
ING Groep NV	Netherlands	Banks - Diversified	60,94	70,42	67,34	67,34	74,1	74,49	82,53	73,56	72,52	74,31	73,22	73,31	75,83	73,63
Intesa Sanpaolo	Italy	Banks - Regional	82,44	78,17	65,88	69,71	74,69	76,69	76,78	74,63	76,92	75,22	89,5	92,68	91,21	90,82
Intrum AB	Sweden	Credit Services				28,19	41,37	44,83	46,86	39,28	40,42	42,15	39,72	44,19	43,44	47,54
Investment AB Latour	Sweden	Asset Management										30,41	43,16	42,16	48,78	44,67
Investment AB Oresund	Sweden	Asset Management										4,2	3,01	9,18	7,27	10,43
Investor AB	Sweden	Asset Management	27,93	34,42	30,97	42,1	35,11	30,89	35,84	42,26	42,58	57,39	64,56	63,02	73,34	73,71
Jyske Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	9,61	12,31	11,64	14,6	26,73	40,64	42,91	42,45	44,77	50,98	45,71	48,65	47,08	42,51
KBC Ancora SA	Belgium	Asset Management	4,79	3,24	3,09	3,87	9,41	6	5,73	6,94	11,47	10,22	11,8	14,58	3,04	3,97
KBC Group NV	Belgium	Banks - Regional	67,32	68,86	69,37	70,61	59,05	61,71	61,87	63,97	64,92	66,68	61,89	60,98	59,06	58,48
Kinnevik AB	Sweden	Asset Management	62,78	66,91	71,07	62,03	39,66	39,66	43,11	50,52	49,35	49,6	59,02	61,07	65,78	64,06
Komerční banka AS	Czech Republic	Banks - Regional	32,36	39,39	32,19	34	43,44	45,47	47,16	57,54	58,48	51,36	63,26	57,22	63,28	61,82
Kruk SA	Poland	Credit Services										37,31	38,16	41,44	48,71	48,98
L E Lundbergforetag AB	Sweden	Asset Management	5,10	3,84	5,64	7,44	15,51	13,38	13,31	27,47	24,77	32,88	40,65	35,2	32,65	28,35
Linea Directa Aseguradora SA	Spain	Insurance - Property & Casualty														
Mapfre SA	Spain	Insurance - Diversified	56,90	60,86	61,71	65,7	65,66	65,34	74,94	71,6	83,42	75,81	65,45	73,97	74,54	83,48
mBank SA	Poland	Banks - Regional	56,23	50,15	30,22	45,9	36,39	42,41	37,26	43,69	71,79	66,45	66,51	78,45	78,44	74,66
Mediobanca SpA	Italy	Banks - Regional	28,11	27,00	27,00	22,67	36,86	42,74	41,05	46,14	60,6	53,8	53,31	58,9	60,23	62,49
MLP SE	Germany	Asset Management	52,88	45,45	36,77	31,31	32,4	40,55	28,28	43,42	47,48	51,26	58,69	61,24	54,48	50,95
Multiply Group SpA	Italy	Credit Services										26,27	26,66	32,05	30	30,74
Moneta Money Bank AS	Czech Republic	Banks - Regional								25,35	45,45	45,94	51,94	48,35	50,13	51
MPC Muenchmeyer Petersen Capital AG	Germany	Asset Management														
Munchener Ruckversicherungs-Gesellschaft AG	Germany	Insurance - Reinsurance	77,12	76,48	73,08	68,56	71,97	69,87	69,96	82,76	83,05	85,74	87,76	82,65	87,03	85,64
National Bank of Greece SA	Greece	Banks - Regional	75,56	83,32	74,15	75,6	73,14	86,61	75,9	81,1	63,72	81,49	80,37	78,36	83,32	82,67
NN Group NV	Netherlands	Insurance - Diversified					36,69	41,62	60,07	59,44	67,05	64,42	74,23	77,47	77,65	77,09
Nordea Bank Abp	Sweden	Banks - Regional	63,88	71,71	69,09	69,66	66,71	65,1	65,26	64	74,66	67,88	70,85	76,02	76,31	78,36
Nordnet AB (publ)	Sweden	Capital Markets												34,64	36,83	37,79
Norion Bank AB	Sweden	Banks - Regional														42,9
Oberbank AG	Austria	Banks - Regional														34,12
Oma Savings Bank PLC	Finland	Banks - Regional														32,25
OTP Bank PLC	Hungary	Banks - Regional	47,32	44,77	47,35	43,72	47,37	51,01	52,15	67	72,28	57,51	73,69	70,44	65,09	64,11
Pareto Bank ASA	Norway	Banks - Regional														
Permanent TSB Group Holdings PLC	Ireland	Banks - Regional	67,72	58,76	43,08	36,76	32,62	33,12	17,97	34,44	28,06	37,52	39,69	32,71	32,05	33,34
Peugeot Invest	France	Asset Management										21,35	27,73	30,74	27,25	28,55
Piraeus Financial Holdings SA	Greece	Banks - Regional	40,08	55,51	61,70	62,35	60,77	63,42	68,42	71,82	78,77	79,91	81,7	82,48	78,11	78,98
PKO Bank Polski SA	Poland	Banks - Regional	24,33	28,10	41,09	34,26	27	28,2	31,55	46,56	55,78	64,02	61,23	62,41	67,74	68,54
Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA	Poland	Insurance - Property & Casualty	51,03	38,02	44,10	54,2	61	48,84	57,36	74,24	76,89	82,84	75,39	76,03	76,46	75,35
Protector Forsikring ASA	Norway	Insurance - Specialty										26,81	28,48	27,53	21,5	24,9
Raffiensen Bank International AG	Austria	Banks - Regional	46,78	52,03	41,61	41,14	41,43	42,22	49,6	51,54	62,74	66,4	70,71	62,42	72,09	71,36
Resurs Holding AB	Sweden	Credit Services										38,86	38,52	43,92	43,64	44,93
Ringkjøbing Landbobank A/S	Denmark	Banks - Regional										27,13	25,7	47,77	41,68	37,45
Sampo Oyj	Finland	Insurance - Diversified	18,56	17,21	18,98	22,93	28,76	19,21	25,67	42,52	44,57	44,08	47,05	65,14	63,03	63,12
Santander Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional	51,77	45,57	34,06	44,99	50,03	58,34	75,23	83,82	85,04	87,36	84,64	79,49	77,14	75,51
SCOR SE	France	Insurance - Reinsurance	46,06	56,78	52,33	52,16	55,11	58,2	61,42	69,12	70,15	74,29	69,93	67,09	69,51	69,15
Skandinaviska Enskilda Banken AB	Sweden	Banks - Regional	62,40	58,70	68,20	70,02	75,39	73,72	72,76	73,67	68,89	73,14	82,84	78,73	70,09	67,15
Societe Generale SA	France	Banks - Regional	84,43	84,50	84,28	85,09	84,01	85,09	88,5	86,16	86,52	85,19	84,25	82,8	84	84,05
Sofina SA	Belgium	Asset Management	10,46	6,67	7,17	9,12	16,29	8,52	6,05	8,61	7,73	11,96	18,29	25,73	33,38	34,22
Solid Forsikringsaktiebolag	Sweden	Insurance - Specialty														
Spar Nord Bank A/S	Denmark	Banks - Regional										25,52	30,53	32,99	32,33	36,64
SpareBank 1 Nord-Norge	Norway	Banks - Regional										41,6	46,65	45,62	28,03	32,28
SpareBank 1 Ostlandet	Norway	Banks - Regional										50,44	52,02	52,1	49,36	55,74
SpareBank 1 SMN	Norway	Banks - Regional										45,23	44,47	49,72	45,02	47,21
SpareBank 1 Sorost-Norge	Norway	Banks - Regional														76,28
SpareBank 1 SR Bank ASA	Norway	Banks - Regional										67,85	68,49	67,65	66,19	68,16
Sparebanken Møre	Norway	Banks - Regional														
Sparebanken Sor	Norway	Banks - Regional										33,78	43,55	43,39	43,21	
Sparebanken Vest AS	Norway	Banks - Regional											36,85	37,14	31,62	35,3
Sparebanken Vest AS	Norway	Banks - Regional														
Storebrand ASA	Norway	Financial Conglomerates	67,40	58,02	55,87	56,07	46,24	48,76	49,38	62,49	64,25	69,87	85,01	88,77	85,24	83,8
Storskogen Group AB	Sweden	Asset Management											36	50,54	49,7	45,76
Svenska Handelsbanken AB	Sweden	Banks - Diversified	58,05	60,72	57,62	56,92	51,27	54,58	58,98	57,64	60,45	66,65	67,62	65,81	62,56	62,62
Svolder AB	Sweden	Asset Management														
Swedbank AB	Sweden	Banks - Regional	68,32	66,22	68,88	72,82	74,47	77,64	80,05	81,31	79,52	78,68	71,34	75,62	74,38	74,91
Sydbank A/S	Denmark	Banks - Regional	12,72	9,70	11,60	13,47	17,8	16,46	25,13	29,27	28,98	29,51	47,24	41,22	40,5	42,39
Talanx AG	Germany	Insurance - Diversified										51,34	65,46	81,57	79,89	78,99
Tamburini Investment Partners SpA	Italy	Asset Management										8,05	8,43	19,19	28,82	26,37
Tikshu Capital SCA	France	Asset Management											48,83	52,97	51,12	52,39
Topdanmark A/S	Denmark	Insurance - Diversified	37,71	41,14	36,51	38,55	39,76	36,96	36,72	40,61	41,15	44,17	44,27			

## Annexe 8: Score ESG Combined (Eikon Refinitiv)

Company Name	Country of Classification	Industry	Score ESG Combined 2010	Score ESG Combined 2011	Score ESG Combined 2012	Score ESG Combined 2013	Score ESG Combined 2014	Score ESG Combined 2015	Score ESG Combined 2016	Score ESG Combined 2017	Score ESG Combined 2018	Score ESG Combined 2019	Score ESG Global 2020	Score ESG Combined 2021	Score ESG Combined 2022	Score ESG Combined 2023
Aareal Bank AG	Germany	Banks - Regional	42,44	39,40	55,14	54,62	60,96	60,64	67,48	72,04	59,03	74,74	74,55	69,11	65,60	63,50
ABC Sundal Collier Holding ASA	Norway	Capital Markets														
ABN AMRO Bank NV	Netherlands	Banks - Diversified						65,72	65,1	72,41	52,68	40,91	70,03	47,53	67,77	65,22
Aegon Ltd	Netherlands	Insurance - Diversified	74,58	74,23	16,61	81,05	64,76	69,47	66,4	84,48	51,49	83,73	78,08	86,48	89,71	89,52
Aegae SA/ NV	Belgium	Insurance - Diversified	43,97	41,85	35,89	32,59	33,28	48,83	37,4	44,54	54,01	64,79	53,79	70,78	75,47	75,25
AIB Group PLC	Ireland	Banks - Regional	27,79	45,66	43,50	29,09	27,36	34,11	34,46	59,8	69,79	63,23	72,6	74,67	64,52	67,65
Aker Horizons ASA	Norway	Asset Management														
Aktia Bank PLC	Finland	Banks - Regional									44,84	50,42	57,2	56,41	55,09	52,92
Alandsbanken ABP	Finland	Banks - Regional											30,73	34,68	52,63	50,83
Alor Bank SA	Poland	Banks - Diversified				19,02	25,43	31,68	28,11	36,04	31,64	53,63	44,95	43,19	42,6	38,45
Allfunds Group PLC	Netherlands	Asset Management												48	52,69	66,81
Allianz SE	Germany	Insurance - Diversified	77,04	85,92	50,14	85,74	80,56	88,46	82,61	86,12	75,59	90,88	55,23	54,69	54,86	48,34
Alm Brand A/S	Denmark	Insurance - Diversified									5,72	9,48	16,63	24,32	38,77	32,15
Alpha Services and Holdings SA	Greece	Banks - Regional	57,9	63,63	49,63	58,36	63,18	67,72	67,86	72,63	74,49	70,93	81,12	82,66	82,88	
Amundi SA	France	Asset Management							37,1	46,2	56,46	51,04	59,51	57,5	57,91	59,91
Anima Holding SpA	Italy	Asset Management									27,55	44,74	66,94	75,19	81,43	80,24
Antin Infrastructure Partners	France	Asset Management												37,45	48,04	51,84
Arbona AB	Sweden	Asset Management														
ASR Nederland NV	Netherlands	Insurance - Diversified							53,97	73,61	78,8	76,31	78,92	79,43	82,74	81,76
Assicurazioni Generali	Italy	Insurance - Diversified	81,19	89,04	90,95	89,77	90,43	85,85	81,58	86,41	91,26	90,75	59,31	77,68	82,98	82,4
Attica Bank SA	Greece	Banks - Regional														
Aurelius Equity Opportunities Se & Co KGaA	Germany	Asset Management										23,46	19,93	22,59	22,44	24
Avanza Bank Holding AB	Sweden	Banks - Regional									43,42	39,11	41,22	57,43	53,79	54,71
AXA SA	France	Insurance - Diversified	70,95	61,64	54,75	79,17	68,77	80,76	76,11	61,27	85,94	84,31	46,66	71,82	59,58	57,76
Axactor ASA	Norway	Credit Services									30,25	34,23	38,06	50,17	56,27	60,21
Azmut Holding SPA	Italy	Asset Management	5,58	5,27	3,52	7,32	15,69	12,05	17,05	20,55	46,03	53,04	52,85	55,39	58,59	57,88
B2 Impact ASA	Norway	Credit Services														
Baader Bank AG	Germany	Capital Markets														
Banca Generali	Italy	Banks - Regional									49,63	57,83	58,37	64,95	61,05	60,8
Banca Ifis	Italy	Banks - Regional									66,79	63,82	64,78	63,88	71,84	71,54
Banca Mediolanum	Italy	Banks - Regional	37,75	38,25	47,42	48,95	42,69	52,73	52,42	58,37	63,45	58,03	67	67,53	70,05	68,41
Banca Monte dei Paschi di Siena	Italy	Banks - Regional	58,95	61,32	49,44	54,06	56,24	57,87	50,26	52,53	49,19	35,43	47,73	73,86	68,82	70
Banca Popolare di Sondrio SpA	Italy	Banks - Regional	16,58	15,77	17,70	16,18	15,78	22,27	20,73	34,38	37,32	39,6	48,97	53,65	47,25	46,31
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Spain	Banks - Diversified	82,94	84,89	83,41	83,83	87,06	90,21	87,41	78,25	86,09	54,64	71,64	63,19	88,03	69,64
Banco BPM SpA	Italy	Banks - Regional	23,49	23,65	25,69	28,90	25,54	29,67	34,71	57,31	65,64	48,43	75,74	71,59	73,33	75,51
Banco Comercial Portugues SA	Portugal	Banks - Regional	68,87	75,53	67,47	57,31	74,84	65,60	75,00	81,10	70,74	78,47	74,49	73,03	75,32	74,84
Banco de Sabadell SA	Spain	Banks - Diversified	70,95	66,87	69,73	64,99	60,2	70,15	67,42	65,3	48,82	78,68	78,76	84,48	82,89	68,08
Banco Di Desio E Della Brianza SpA	Italy	Banks - Regional														
Banco Espírito Santo SA	Portugal	Banks - Regional														
Banco Santander SA	Spain	Banks - Diversified	79,79	61,68	66,49	76,04	61,77	74,53	75,73	62,01	64,31	62,33	59,75	56,53	59,69	53,9
Bank Handlowy w Warszawie SA	Poland	Banks - Regional	29,23	29,6	38,03	37,15	40,52	47,56	46,23	60,76	64,64	70,72	64,09	73,3	75,94	74,34
Bank Millennium SA	Poland	Banks - Regional	35,74	41,59	58,39	56,21	53,04	49,74	58,68	52,17	55,01	53,09	49,17	49,28	51,58	51,11
Bank of Greece	Greece	Banks - Regional	2,22	3,42	2,81	2,89	1,57	1,53	2,35	2,34	1,81	1,63	2,64	2,53	2,71	2,67
Bank of Ireland Group PLC	Ireland	Banks - Regional	50,77	35,73	30,52	31,42	32,1	45,12	59,4	56,97	59,86	64,82	52,34	53,49	58,13	53,47
Bank Polska Kasa Opieki SA	Poland	Banks - Regional	51,26	48,90	52,41	54,43	50,67	51,67	47,31	55,72	63,51	56,38	62,85	72,7	71,07	69,8
Bankinter SA	Spain	Banks - Regional	79,07	74,54	76,94	68,28	74,31	72,5	74,97	76,06	72,46	80,23	81,32	76,75	80,64	83,51
Banque Nationale de Belgique SA	Belgium	Banks - Regional														
Bawag Group AG	Austria	Banks - Regional								41,58	47,76	56,74	68,23	67,58	71,45	63,99
BFF Bank SpA	Italy	Credit Services								46,66	52,45	55,03	54,67	61,28	58,92	
BNP Paribas	France	Banks - Regional	73,13	56,12	82,17	50,73	50,18	53,22	87,4	53,61	75,96	57,31	65,66	67,76	51,82	51,69
BNP Paribas Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional														
BPER Banca SpA	Italy	Banks - Regional	24,18	18,09	24,33	25,9	24,12	28,45	32,8	44,96	56,76	77,42	77,58	71,33	75,94	75,45
Brederode SA	Belgium	Asset Management														
Bure Equity AB	Sweden	Asset Management									14,04	17,5	28,13	19,92	25,93	38,67
Caisse Regionale de Credit Agricole Mutuel de Paris et d'Ile-	France	Banks - Regional														
Caisse Regionale du Credit Agricole Mutuel du Languedoc	France	Banks - Regional														
CaixaBank SA	Spain	Banks - Regional	51,94	69,25	64,08	65,31	59,27	62,9	71,3	82,66	56,67	88,47	75,87	61,97	83,59	83,19
Capiteo SA	Poland	Credit Services														
Catella AB	Sweden	Asset Management											17,77	36,05	44,7	49,83
Coface SA	France	Insurance - Reinsurance									61,9	65,62	62,91	64,8	57,39	55,7
CoinShares International Ltd	Sweden	Capital Markets														
Commerzbank AG	Germany	Banks - Regional	61,81	66,21	59,9	66,32	67,1	45,53	49,46	54,41	69,13	42,17	52,22	75,78	45,02	45,13
Compagnie du Bois Sauvage SA	Belgium	Asset Management														
Corporacion Financiera Alba SA	Spain	Asset Management	8,47	16,02	12,32	21,45	12,21	11,5	15,61	20,64	22,67	46,14	63,81	54,85	54,02	51,82
Creades AB	Sweden	Asset Management														
Credit Agricole Atlantique Vendee	France	Banks - Regional														
Credit Agricole SA	France	Banks - Regional	57,23	54,24	71,23	67,12	60,93	44,96	41,14	71,56	60,46	58,1	70,73	46,83	49,94	48,19
Credito Emiliano	Italy	Banks - Regional								16,22	53,97	57,22	60,1	58,46	56,7	55,7
Danske Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	76,17	77,67	72,94	72,41	67,77	63	62,56	58,68	38,56	38,71	42,09	51,11	44,88	45,32
Det Østasiatisk Kompagni A/S	Denmark	Banks - Regional														
Deutsche Bank AG	Germany	Banks - Regional	45,23	47,17	46,43	45,32	47,57	43,8	38,82	41,2	41,04	43,54	42,68	42,68	41,96	82,28
Deutsche Boerse AG	Germany	Financial Data & Stock Exchanges	63,55	56,11	64,86	64,53	66,31	69,32	72,19	49,36	74,66	74,76	77,3	71,95	74,2	75,55
Deutsche Pfandbriefbank AG	Germany	Mortgage Finance									57,25	55,64	56,27	59,49	55,98	56,58
Dexia SA	Belgium	Banks - Regional														
DNB Bank ASA	Norway	Banks - Regional	54,55	56,44	55,48	56,41	50,78	52,69	49,03	68,29	68,44	37,63	53,02	53,78	68,92	70,75
Dom Maklerski IDM SA	Poland	Capital Markets														
Dovalue SpA	Italy	Banks - Regional									38,02	37,78	45,18	56,14	55,08	52,92
DWS Group GmbH & Co KGaA	Germany	Asset Management									42,07	53,55	60,41	56,81	45,76	44,9
EAC Invest A/S	Denmark	Asset Management														

Edenred SE	France	Credit Services	44,74	38,88	37,58	40,48	55,96	56,43	62,97	56,6	70,07	71,01	75,61	77,86	79,46	76,81
eQ PLC	Finland	Asset Management														
Erste Group Bank AG.	Austria	Banks - Regional	32,84	38,33	45,36	40,43	52,8	51,01	50,82	69,32	83,6	85,13	80,94	76,36	72,48	70,42
Eurazeo SE	France	Asset Management	42,44	41,52	39,76	39,46	38,58	44,59	43,75	55,66	56,48	51,96	65,79	55,73	58,58	57,14
Eurobank Ergasias Services And Holdings SA	Greece	Banks - Regional	48,68	38,67	46,37	52,32	51,09	49,13	56,89	68,41	72,78	73,16	76,92	79,07	79,73	80,7
Euronext NV	France	Financial Data & Stock Exchanges						42,12	44,64	53,08	56,4	71,83	64,94	70,2	67,53	61,03
FBD Holdings PLC	Ireland	Insurance - Property & Casualty														
FincoBank SpA	Italy	Banks - Regional								59,79	68,74	69,1	85,82	81,34	82,37	81,5
Flatex AG	Germany	Capital Markets									12,7	14,32	31,31	33,54	66,79	68,25
Flow Traders Ltd	Netherlands	Capital Markets									52,08	54,5	54,11	51,92	51,99	51,09
Getin Holding SA	Poland	Banks - Regional	20,62	11,40	9,75	9,21	14,06	11,89	14,16	15,47	27,18	23,54	39,07	41,48	37,63	32,49
GIMV NV	Belgium	Asset Management									33,22	32,61	42,44	33,96	42,05	39,23
Gjensidige Forsikring ASA	Norway	Insurance - Property & Casualty	35,60	28,45	39,81	41,57	38,15	48,32	53,46	52,02	62,67	61,1	66,51	66,61	69,36	69,03
Grenke AG	Germany	Credit Services									36,43	42,22	39,87	48,74	53,38	74,34
Groupe Bruxelles Lambert SA	Belgium	Asset Management	10,29	11,55	7,98	27,19	22,18	19,09	14,7		18,6	31,21	59,5	73,04	68,12	70,63
Grupo Catalana Occidente SA	Spain	Insurance - Diversified									14,84	34,98	37,48	46,62	50,97	46,95
HAL Trust	Netherlands	Asset Management														
Hannover Rueck SE	Germany	Insurance - Reinsurance										55,52	54,96	70,5	73,34	72,16
Hellenic Exchanges - Athens Stock Exchange SA	Greece	Financial Data & Stock Exchanges	34,57	41,74	42,15	41,22	39,15	35,52	34,38	29,85	36,34	48,13	63,07	61,74	63,62	61,32
Hoist Finance AB	Sweden	Mortgage Finance									47,37	45,28	50,05	44,48	39,9	37,87
Hypoport AG	Germany	Credit Services									41,7	41,69	44,4	42,15	39,82	39,86
Illimity Bank SpA	Italy	Banks - Regional									22,13	55,44	67,86	70,73	68,97	
Industrivarden AB	Sweden	Asset Management	18,13	13,24	12,80	8,37	7,82	9,46	23,05	28,1	24,68	34,8	29,56	32,99	33,4	47,44
ING Bank Słaski SA	Poland	Banks - Regional	47,04	51,00	53,72	50,71	46,74	45,73	61,2	64,28	75,44	75,22	74,93	73,61	73,13	71,96
ING Groep NV	Netherlands	Banks - Diversified	77,24	57,66	47,87	74,1	74,49	82,53	73,56	72,52	74,31	59,66	73,22	73,31	75,83	73,63
Intesa Sanpaolo	Italy	Banks - Regional	82,44	78,17	65,88	69,71	74,69	76,69	76,78	74,63	76,92	45,61	65,21	83,96	91,21	90,82
Intrum AB	Sweden	Credit Services				28,19	41,37	44,83	46,86	39,28	40,42	42,15	39,72	44,19	43,44	47,54
Investment AB Latour	Sweden	Asset Management									30,41	43,16	42,16	48,78	44,67	
Investment AB Oresund	Sweden	Asset Management									4,2	3,01	9,18	7,27	10,43	8,65
Investor AB	Sweden	Asset Management	27,93	34,42	30,97	42,1	35,11	30,89	35,84	42,26	42,58	57,39	64,56	63,02	73,34	73,71
Jyske Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	9,61	12,31	11,64	14,6	26,73	40,64	42,91	42,45	44,77	50,98	45,71	48,65	47,08	42,51
KBC Ancora SA	Belgium	Asset Management	4,79	3,24	3,09	3,87	9,41	6	5,73	6,94	11,47	10,22	11,8	14,58	3,04	3,97
KBC Groupe NV	Belgium	Banks - Regional	67,32	68,86	69,37	70,61	59,05	61,71	61,87	63,97	64,92	66,68	61,89	60,98	59,06	58,48
Kinnevik AB	Sweden	Asset Management	62,78	66,91	71,07	62,03	39,66	39,66	43,11	50,52	49,35	49,6	59,02	61,07	65,78	64,06
Komerční banka AS	Czech Republic	Banks - Regional	32,36	39,39	32,19	34	43,44	45,47	47,16	57,54	58,48	51,36	63,26	57,22	63,28	61,82
Kruk SA	Poland	Credit Services									37,31	38,16	41,44	48,71	48,98	66,29
L E Lundbergforetag AB	Sweden	Asset Management	5,10	3,84	5,64	7,44	15,51	13,38	13,31	27,47	24,77	32,88	40,65	35,2	32,65	28,35
Linea Directa Asseguradora SA	Spain	Insurance - Property & Casualty														
Mapfre SA	Spain	Insurance - Diversified	56,90	60,86	61,71	65,7	65,66	65,34	74,94	71,6	83,42	75,81	53,45	73,97	74,54	83,48
mBank SA	Poland	Banks - Regional	56,23	50,15	30,22	45,9	36,39	42,41	37,26	43,69	71,79	66,45	66,51	78,45	78,44	74,66
Mediobanca SpA	Italy	Banks - Regional	28,11	27,00	27,00	22,67	36,86	42,74	41,05	46,14	60,6	53,8	53,31	58,9	60,23	62,49
MLP SE	Germany	Asset Management	52,88	45,45	36,77	31,31	32,4	40,55	28,28	43,42	47,48	51,26	58,69	61,24	54,48	50,95
Multiply Group SpA	Italy	Credit Services									26,27	26,66	32,05	30	30,74	28,33
Moneta Money Bank AS	Czech Republic	Banks - Regional									25,35	45,45	45,94	51,94	48,35	45,49
MPC Muenchmeyer Petersen Capital AG	Germany	Asset Management														
Munchener Ruckversicherungs-Gesellschaft AG	Germany	Insurance - Reinsurance	77,12	76,48	73,08	68,56	71,97	69,87	69,96	82,76	83,05	85,74	87,76	82,65	80,52	85,64
National Bank of Greece SA	Greece	Banks - Regional	75,56	70,03	74,15	73,6	73,14	86,61	75,9	81,1	63,72	68,75	80,37	78,36	83,32	82,67
NN Group NV	Netherlands	Insurance - Diversified					36,69	41,62	60,07	59,44	67,65	64,42	74,23	77,47	77,65	77,09
Nordea Bank Abp	Sweden	Banks - Regional	63,88	71,71	69,09	41,31	66,71	65,1	65,26	64	56,43	46,19	70,85	76,02	76,31	55,27
Nordnet AB (publ)	Sweden	Capital Markets												34,64	36,83	37,79
Norion Bank AB	Sweden	Banks - Regional														42,9
Oberbank AG	Austria	Banks - Regional														34,12
Oma Savings Bank PLC	Finland	Banks - Regional														32,25
OTP Bank PLC	Hungary	Banks - Regional	47,32	44,77	47,35	43,72	47,37	51,01	52,15	67	72,28	57,51	73,69	70,44	47,73	48,14
Pareto Bank ASA	Norway	Banks - Regional														
Permanent TSB Group Holdings PLC	Ireland	Banks - Regional	67,72	58,76	43,08	36,76	32,62	33,12	17,97	34,44	28,06	37,52	39,69	32,71	32,05	33,34
Peugeot Invest	France	Asset Management									15,35	21,35	27,73	30,74	27,25	28,55
Piraeus Financial Holdings SA	Greece	Banks - Regional	48,08	42,19	61,70	62,35	60,77	63,42	68,42	71,82	78,77	67,95	81,7	82,48	78,11	78,98
PKO Bank Polski SA	Poland	Banks - Regional	24,33	28,10	41,09	34,26	27	28,2	31,55	46,56	55,78	64,02	61,23	62,41	67,74	68,54
Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA	Poland	Insurance - Property & Casualty	51,03	38,02	44,10	54,2	61	48,84	57,36	74,24	76,89	82,84	75,39	76,03	76,46	75,35
Protector Forsikring ASA	Norway	Insurance - Specialty									26,81	28,48	27,53	21,5	24,9	24,36
Raffaelsen Bank International AG	Austria	Banks - Regional	46,78	52,03	41,61	32,91	41,43	42,22	49,6	51,54	62,74	50,7	70,71	62,42	47,46	47,12
Resurs Holding AB	Sweden	Credit Services									38,86	38,52	43,92	43,64	44,93	44,39
Ringkjøbing Landbobank A/S	Denmark	Banks - Regional										27,13	25,7	47,77	41,68	37,45
Sampo Oyj	Finland	Insurance - Diversified	18,56	17,21	18,98	22,93	28,76	19,21	25,67	42,52	44,57	44,08	47,05	65,14	63,03	63,12
Santander Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional	51,77	45,57	34,06	44,99	50,03	58,34	75,23	83,82	85,04	83,18	84,64	79,49	77,14	75,51
SCOR SE	France	Insurance - Reinsurance	46,06	56,78	52,33	52,16	55,11	58,2	61,42	69,12	70,15	74,29	69,93	65,6	69,51	69,15
Skandinaviska Enskilda Banken AB	Sweden	Banks - Regional	62,40	58,70	68,20	70,02	75,39	73,72	72,76	73,67	68,89	59,07	55,34	78,73	70,09	67,15
Societe Generale SA	France	Banks - Regional	65,23	79,22	57,21	56,74	64,34	85,09	51,59	55,92	52,25	77,1	49,51	51,8	53,66	55,19
Sofina SA	Belgium	Asset Management	10,46	6,67	7,17	9,12	16,29	8,52	6,05	8,61	7,73	11,96	18,29	25,73	33,38	34,22
Solid Forsikringsaktiebolag	Sweden	Insurance - Specialty														
Spar Nord Bank A/S	Denmark	Banks - Regional										25,52	30,53	33,99	32,33	36,64
SpareBank 1 Nord-Norge	Norway	Banks - Regional										41,6	46,65	45,62	28,03	32,28
SpareBank 1 Ostlandet	Norway	Banks - Regional										50,44	52,02	52,1	49,36	55,74
SpareBank 1 SMN	Norway	Banks - Regional										45,23	44,47	49,72	45,02	47,21
SpareBank 1 Sorost-Norge	Norway	Banks - Regional														
SpareBank 1 SR Bank ASA	Norway	Banks - Regional										67,85	68,49	67,65	66,19	68,16
Sparebanken Møre	Norway	Banks - Regional														76,28
Sparebanken Sor	Norway	Banks - Regional											33,78	43,55	43,39	43,21
Sparebanken Vest AS	Norway	Banks - Regional											36,85	37,14	31,62	35,3
Sparebanken Vest AS	Norway	Banks - Regional														
Storbrand ASA	Norway	Financial Conglomerates	67,40	58,02	55,87	56,07	46,24	48,76	49,38	62,49	64,25	64,94	85,01	88,77	85,24	83,8
Storskogen Group AB	Sweden	Asset Management											36	50,54	49,7	45,76
Svenska Handelsbanken AB	Sweden	Banks - Diversified	58,05	60,72	57,62	56,92	51,27	54,58	58,98	57,64	60,45	66,65	66,48	65,81	62,56	62,62
Svolder AB	Sweden	Asset Management														
Swedbank AB	Sweden	Banks - Regional	68,32	66,22	68,88	72,82	74,47	70,34	80,05	81,31	79,52	39,59	56,12	75,62	74,38	50,62
Sydbank A/S	Denmark	Banks - Regional	12,72	9,70	11,60	13,47	17,8	16,46	25,13	29,27	28,98	29,51	47,24	41,22	40,5	42,39
Talanx AG	Germany	Insurance - Diversified										51,34	65,46	81,57	79,89	78,99
Tamburi Investment Partners SpA	Italy	Asset Management									8,05	8,43	19,19	28,82	26,37	25,44
Tikehau Capital SCA	France	Asset Management										48,83	52,97	51,12	52,39	49,23
Topdanmark A/S	Denmark	Insurance - Diversified	37,71	41,14	36,51											

## Annexe 9: Sustainable Growth Rate (Morningstar)

Company Name	Country of Classification	Industry	Sustainable Growth Rate 2010	Sustainable Growth Rate 2011	Sustainable Growth Rate 2012	Sustainable Growth Rate 2013	Sustainable Growth Rate 2014	Sustainable Growth Rate 2015	Sustainable Growth Rate 2016	Sustainable Growth Rate 2017	Sustainable Growth Rate 2018	Sustainable Growth Rate 2019	Sustainable Growth Rate 2020	Sustainable Growth Rate 2021	Sustainable Growth Rate 2022	Sustainable Growth Rate 2023
Aareal Bank AG	Germany	Banks - Regional	0,04	0,06	0,06	0,05	0,11	0,10	0,05	0,02	0,00	0,03	-0,03	0,01	0,03	0,02
ABG Sundal Collier Holding ASA	Norway	Capital Markets	0,22	-0,16	0,12	-0,06	-0,06	0,01	-0,13	0,01	-0,06	-0,08	0,10	-0,12	-0,34	-0,06
ABN AMRO Bank NV	Netherlands	Banks - Diversified						0,12	0,05	0,07	0,05	0,03	0,01	0,00	0,05	0,06
Aegon Ltd	Netherlands	Insurance - Diversified	0,06	0,00	0,03	0,01	0,02	0,01	0,00	0,04	0,05	-0,01	0,02	0,03	0,01	0,01
Aegas SA/ NV	Belgium	Insurance - Diversified	0,08	-0,12	0,05	0,05	0,00	0,04	-0,01	-0,01	0,04	0,06	0,10	-0,02	0,05	0,04
AIB Group PLC	Ireland	Banks - Regional	-0,33	-0,80	-0,57	-0,28	-0,04	0,09	0,08	0,09	0,08	0,02	-0,05	0,01	0,05	0,07
Aker Horizons ASA	Norway	Asset Management												-0,04	-0,10	-0,99
Aktia Bank PLC	Finland	Banks - Regional	0,12	0,10	0,09	0,03	0,05	0,03	0,02	0,01	0,10	0,02	0,07	0,00	0,02	-0,01
Alandsbanken ABP	Finland	Banks - Regional		-0,01	-0,05	0,10	0,06	0,09	0,05	0,05	0,05	0,06	0,11	0,05	0,04	0,05
Allor Bank SA	Poland	Banks - Diversified			0,20	0,10	0,11	0,11	0,06	0,12	0,11	0,07	-0,06	0,08	0,07	0,26
Allfunds Group PLC	Netherlands	Asset Management														
Allianz SE	Germany	Insurance - Diversified	0,08	0,08	0,01	0,06	0,07	0,06	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,06	0,11
Alm Brand A/S	Denmark	Insurance - Diversified	-0,10	-0,04	0,07	0,06	0,06	0,04	-0,06	-0,49	0,13	-0,10	0,12	-0,74	0,06	0,02
Alpha Services and Holdings SA	Greece	Banks - Regional	0,07	-0,12	-1,30	0,48	-0,01	-0,17	-0,06	0,01	0,00	0,01	0,02	-0,34	-0,01	0,09
Amundi SA	France	Asset Management						0,09	0,03	0,02	0,05	0,03	0,10	0,07	0,03	0,03
Anima Holding SpA	Italy	Asset Management					0,20	0,10	0,03	0,05	0,07	0,06	0,06	0,11	0,03	0,04
Antin Infrastructure Partners	France	Asset Management														
Arbona AB	Sweden	Asset Management	-0,92	0,09	0,01	-0,08	-0,04	-0,04	-0,10	0,20	0,03	0,31	-0,08	0,16	-0,08	0,30
ASR Nederland NV	Netherlands	Insurance - Diversified														
Assicurazioni Generali	Italy	Insurance - Diversified	0,07	-0,02	0,05	0,01	0,05	0,04	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04	0,03	0,01	-0,92
Attica Bank SA	Greece	Banks - Regional	-0,03	-0,26	-1,64	-0,79	-0,23	-2,31	-0,37	-0,07	-0,07	0,07	-0,07	-0,91	-0,51	0,05
Aurelius Equity Opportunities Se & Co KGaA	Germany	Asset Management	0,31	0,43	0,35	0,24	0,09	0,13	0,27	0,37	0,18	-0,16	-0,07	-0,04	0,05	0,05
Avanza Bank Holding AB	Sweden	Banks - Regional	0,36	0,04	-0,15	-0,08	0,00	0,18	0,09	0,05	0,05	0,25	0,31	0,51	-0,05	0,16
AXA SA	France	Insurance - Diversified	0,00	0,05	0,04	0,04	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04	-0,02	0,01	0,03	0,06	0,05
Axactor ASA	Norway	Credit Services	-0,19	-1,04	-0,11	-0,74	-0,22	-1,21	-0,26	-0,01	0,00	0,06	-0,05	0,01	-0,02	0,08
Azimut Holding SPA	Italy	Asset Management	0,25	0,19	0,25	0,24	0,24	0,24	0,13	-0,09	0,30	0,14	0,31	0,41	0,36	0,17
B2 Impact ASA	Norway	Credit Services						0,04	0,15	0,19	0,04	0,06	0,12	0,03	0,05	0,05
Baader Bank AG	Germany	Capital Markets	0,11	-0,02	0,11	0,09	0,05	-0,02	-0,14	-0,04	-0,02	-0,23	0,22	0,43	0,10	-0,11
Banca Generali	Italy	Banks - Regional	0,29	0,02	0,19	0,09	0,13	0,14	0,03	0,09	0,07	0,13	0,29	0,33	-0,22	0,08
Banca Ifis	Italy	Banks - Regional	0,07	0,12	0,20	0,21	0,16	0,27	0,07	0,76	0,05	0,03	0,06	0,06	0,01	0,05
Banca Mediolanum	Italy	Banks - Regional	0,17	0,04	0,22	0,15	0,05	0,09	0,10	0,03	0,04	-0,01	0,16	0,11	-0,07	0,11
Banca Monte dei Paschi di Siena	Italy	Banks - Regional	0,04	0,03	-0,38	-0,25	-0,25	-0,36	-0,11	-0,55	-0,01	0,01	-0,34	0,04	-0,08	0,15
Banca Popolare di Sondrio SpA	Italy	Banks - Regional	0,08	0,03	0,09	-0,02	0,04	0,05	0,03	0,03	0,05	0,05	0,03	0,07	0,04	0,09
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Spain	Banks - Diversified	0,07	0,05	-0,01	-0,03	-0,01	0,00	0,03	0,04	0,06	0,06	0,06	0,09	0,07	0,11
Banco BPM SpA	Italy	Banks - Regional	0,03	0,01	-0,25	-0,08	-0,10	-0,16	0,03	0,18	-0,02	0,02	0,03	0,01	0,02	0,06
Banco Comercial Portugues SA	Portugal	Banks - Regional	0,29	0,24	0,12	0,04	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04	-0,02	0,01	1,00	1,60	0,13
Banco de Sabadell SA	Spain	Banks - Diversified	0,04	-0,02	-0,01	0,02	0,03	0,04	0,04	0,03	0,02	0,06	-0,01	0,01	0,05	0,06
Banco Di Desio E Della Brianza SpA	Italy	Banks - Regional	0,05	0,05	-0,01	0,03	0,05	0,01	0,04	0,01	0,03	0,04	0,03	0,04	0,03	0,16
Banco Espirito Santo SA	Portugal	Banks - Regional	0,08	0,01	0,02	-0,06	-0,08	-0,40								
Banco Santander SA	Spain	Banks - Diversified	0,09	0,06	-0,01	0,00	0,03	0,04	0,02	0,05	0,03	0,03	-0,08	0,06	0,08	0,09
Bank Handlowy w Warszawie SA	Poland	Banks - Regional	0,04	-0,01	0,09	0,04	-0,01	-0,04	0,00	-0,01	0,02	0,00	0,06	0,05	0,07	0,14
Bank Millennium SA	Poland	Banks - Regional	0,09	0,08	0,10	0,11	0,07	0,11	0,10	0,09	0,09	0,09	0,02	-0,11	-0,28	0,12
Bank of Greece	Greece	Banks - Regional	0,29	0,24	0,12											
Bank of Ireland Group PLC	Ireland	Banks - Regional	-0,08	-0,20	-0,08	-0,16	0,02	0,10	0,06	0,07	0,06	0,03	-0,06	0,03	0,08	0,10
Bank Polska Kasa Opieki SA	Poland	Banks - Regional	0,10	0,10	0,07	0,03	0,01	0,00	0,00	-0,02	0,02	0,02	0,07	0,03	0,02	0,18
Bankinter SA	Spain	Banks - Regional	0,08	0,05	0,01	0,03	0,06	0,04	0,07	0,06	0,06	0,06	0,03	0,15	0,05	0,09
Banque Nationale de Belgique SA	Belgium	Banks - Regional	0,21	0,21	0,24	0,24	0,16	0,11	0,09	0,10	0,09	0,10	0,11	0,08	0,04	0,04
Bawag Group AG	Austria	Banks - Regional								0,12	0,11	0,06	0,09	0,07	-0,04	0,02
BFF Bank SpA	Italy	Credit Services								0,30	0,00	0,00	0,23	0,45	-0,57	0,13
BNP Paribas	France	Banks - Regional	0,07	0,06	0,06	0,04	0,05	0,06	0,04	0,04	0,04	0,04	0,06	0,04	0,04	0,05
BNP Paribas Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional		0,06	0,03	0,06	0,05	0,00	0,00	0,04	0,04	0,05	0,06	0,06	0,05	-0,01
BPER Banca SpA	Italy	Banks - Regional	0,08	0,00	0,05	-0,03	0,01	0,00	0,04	0,01	0,07	0,10	0,00	0,09	0,18	0,11
Brederode SA	Belgium	Asset Management	0,09	0,10	0,10	0,04	0,16	0,12	0,00	0,04	0,10	0,13	0,07	0,31	0,10	0,04
Bure Equity AB	Sweden	Asset Management	0,15	0,01	-0,01	0,02	0,14	0,36	0,65	0,09	0,00	0,24	0,36	0,28	0,28	0,28
Caisse Regionale de Credit Agricole Mutuel de Paris et d'Ile de France	France	Banks - Regional	0,06	0,06	0,04	0,04	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02	0,03	0,04	0,03
Caisse Regionale du Credit Agricole Mutuel du Languedoc	France	Banks - Regional	0,06	0,06	0,02	0,05	0,04	0,05	0,05	0,03	0,05	0,03	0,03	0,03	0,04	0,03
CaixaBank SA	Spain	Banks - Regional	0,09	-0,05	-0,11	-0,08	-0,02	0,00	0,00	0,04	0,04	0,02	0,02	0,17	0,05	0,07
Capitea SA	Poland	Credit Services														
Catella AB	Sweden	Asset Management	-0,22	-0,01	0,04	0,00	0,12	0,17	-0,22	0,06	0,03	0,16	0,08	-0,02	0,22	0,02
Coface SA	France	Insurance - Reinsurance					0,08	0,03	-0,02	0,04	0,07	0,08	0,04	0,07	0,02	0,03
CoinShares International Ltd	Sweden	Capital Markets														
Commerzbank AG	Germany	Banks - Regional	-0,03	0,02	0,04	-0,03	0,02	0,02	0,00	0,01	0,03	0,03	-0,01	-0,09	0,04	0,06
Compagnie du Bois Sauvage SA	Belgium	Asset Management	0,25	0,25	-0,09	-0,12	-0,01	0,01	0,05	0,09	0,13	0,15	0,17	0,15	0,09	-0,01
Corporacion Financiera Alba SA	Spain	Asset Management	0,15	0,15	-0,02	-0,01	0,08	0,04	0,06	0,16	0,02	0,02	0,01	0,00	0,08	0,06
Creades AB	Sweden	Asset Management				0,20	0,17	0,18	0,12	0,10	0,03	0,15	0,45	0,47	0,08	0,00
Credit Agricole Atlantique Vendee	France	Banks - Regional	0,04	0,04	0,03	0,03	0,06	0,04	0,05	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02	0,01	0,04
Credit Agricole SA	France	Banks - Regional	0,01	0,00	-0,12	-0,05	0,03	0,05	0,04	0,02	0,03	0,03	0,06	0,03	0,02	0,02
Credito Emiliano	Italy	Banks - Regional	0,02	0,02	0,05	0,03	0,05	0,05	0,03	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06	0,08	0,06
Danske Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	0,04	0,02	0,04	0,05	0,07	0,00	0,04	0,07	0,05	0,03	0,05	0,05	0,04	0,08
Det Ostasiatiska Kompagni A/S	Denmark		0,27	0,57	0,05	0,09	-0,61	-0,27	-0,10	-0,09	-0,10	-1,69	-0,21	0,03	0,00	-0,04
Deutsche Bank AG	Germany	Banks - Regional	0,07	0,09	0,04	0,00	0,00	0,00	-0,03	-0,01	-0,03	-0,07	-0,03	0,03	0,05	0,06
Deutsche Boerse AG	Germany	Financial Data & Stock Exchanges	0,15	0,22	0,22	0,04	0,09	0,12	0,12	0,09	0,09	0,08	0,09	0,09	0,11	0,12
Deutsche Pfandbriefbank AG	Germany	Mortgage Finance						0,01	0,08	0,00	0,01	0,01	0,02	0,05	0,00	0,03
Dexia SA	Belgium	Banks - Regional		-0,51		-18,09	-0,15		-0,01							
DNB Bank ASA	Norway	Banks - Regional	0,12	0,07	0,08	0,09	0,12	-0,17	0,07	0,05	0,05	0,06	0,08	0,04	-0,01	0,07
Dom Maklerski IDM SA	Poland	Capital Markets	0,06	0,06	-0,46	-0,90	-4,32								42,74	0,09
Dovalue SpA	Italy	Banks - Regional														
DWS Group GmbH & Co KGaA	Germany	Asset Management														
EAC Invest A/S	Denmark	Asset Management														





## Annexe 10: Sustainalytics ESG Risk Score (Morningstar)

Company Name	Country of Classification	Industry	Sustainalytics ESG Risk Score 2010	Sustainalytics ESG Risk Score 2011	Sustainalytics ESG Risk Score 2012	Sustainalytics ESG Risk Score 2013	Sustainalytics ESG Risk Score 2014	Sustainalytics ESG Risk Score 2015	Sustainalytics ESG Risk Score 2016	Sustainalytics ESG Risk Score 2017	Sustainalytics ESG Risk Score 2018	Sustainalytics ESG Risk Score 2019	Sustainalytics ESG Risk Score 2020	Sustainalytics ESG Risk Score 2021	Sustainalytics ESG Risk Score 2022	Sustainalytics ESG Risk Score 2023
Aareal Bank AG	Germany	Banks - Regional	40,00	50,00	49,00	57,00	60,00	61,00	68,00	71,00	70,00	22,95	20,17	19,88	17,38	18,72
ABG Sundal Collier Holding ASA	Norway	Capital Markets					52,00	51,00	51,00	51,00			32,15	29,71	29,18	29,18
ABN AMRO Bank NV	Netherlands	Banks - Diversified							76,00	83,00	82,00	24,99	19,18	17,86	19,69	19,80
Aegon Ltd	Netherlands	Insurance - Diversified	61,00	65,00	65,00	70,00	73,00	74,00	74,00	75,00	77,00	21,72	18,57	14,64	14,65	15,30
Ageas SA/ NV	Belgium	Insurance - Diversified			53,00	45,00	46,00	46,00	45,00	45,00	50,00	28,74	23,11	18,93	21,38	20,71
AIB Group PLC	Ireland	Banks - Regional	57,00	54,00	54,00	49,00	53,00	51,00	51,00	48,00	59,00	34,64	16,27	14,08		11,00
Aker Horizons ASA	Norway	Asset Management														12,71
Aktia Bank PLC	Finland	Banks - Regional										23,92	25,52	30,31	20,17	18,40
Alandsbanken ABP	Finland	Banks - Regional										32,49	32,49	34,29	26,98	25,11
Allor Bank SA	Poland	Banks - Diversified						45,00	45,00	44,00	44,00	33,74	35,74	37,56	33,83	32,92
Allfunds Group PLC	Netherlands	Asset Management													21,24	19,29
Allianz SE	Germany	Insurance - Diversified	63,00	71,00	76,00	83,00	85,00	84,00	85,00	85,00	83,00	18,67	16,22	15,92	15,68	13,27
Alm Brand A/S	Denmark	Insurance - Diversified									63,00	34,58	34,62	31,89	29,15	30,38
Alpha Services and Holdings SA	Greece	Banks - Regional	52,00	55,00	53,00	56,00	56,00	56,00	54,00	54,00	65,00	27,55	25,99	20,86	20,86	18,80
Amundi SA	France	Asset Management									68,00	25,02	19,18	19,78	19,27	17,69
Anima Holding SpA	Italy	Asset Management									45,00	34,98	34,30	16,48	12,47	11,48
Antin Infrastructure Partners	France	Asset Management													13,78	14,38
Arbona AB	Sweden	Asset Management														
ASR Nederland NV	Netherlands	Insurance - Diversified						44,00	57,00	57,00	65,00	16,74	14,72	10,03	9,06	9,62
Assicurazioni Generali	Italy	Insurance - Diversified	65,00	74,00	78,00	78,00	80,00	78,00	75,00	78,00	78,00	21,82	18,96	15,81	17,77	17,68
Attica Bank SA	Greece	Banks - Regional														
Aurelius Equity Opportunities Se & Co KGaA	Germany	Asset Management										51,00	39,09	39,09	31,40	36,12
Avanza Bank Holding AB	Sweden	Banks - Regional									54,00	29,37	27,93	24,43	23,76	25,66
AXA SA	France	Insurance - Diversified	71,00	70,00	76,00	81,00	81,00	87,00	87,00	88,00	86,00	18,36	13,16	13,31	16,66	16,35
Axactor ASA	Norway	Credit Services									45,00	28,11	24,79	13,27	10,68	11,57
Azimut Holding SPA	Italy	Asset Management								46,00	50,00	36,44	27,78	20,36	20,96	19,42
B2 Impact ASA	Norway	Credit Services									46,00	24,90	23,32	9,26	9,26	8,65
Baader Bank AG	Germany	Capital Markets														
Banca Generali	Italy	Banks - Regional									58,00	28,49	28,79	24,26	9,17	7,77
Banca Ifis	Italy	Banks - Regional								47,00	28,54	28,97	27,77	28,04	26,78	
Banca Mediolanum	Italy	Banks - Regional								56,00	53,00	33,58	28,77	31,80	26,11	22,50
Banca Monte dei Paschi di Siena	Italy	Banks - Regional	72,00	70,00	68,00	65,00	66,00	64,00	62,00	54,00	52,00	40,17	35,06	35,80	35,38	28,50
Banca Popolare di Sondrio SpA	Italy	Banks - Regional					49,00	48,00	48,00	48,00	47,00	36,70	35,90	36,32	33,62	26,37
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Spain	Banks - Diversified	74,00	72,00	74,00	75,00	77,00	78,00	70,00	67,00	64,00	29,21	23,23	22,49	22,47	23,22
Banco BPM SpA	Italy	Banks - Regional	57,00	59,00	58,00	63,00	60,00	62,00	62,00	61,00	61,00	30,27	27,51	25,80	22,41	15,74
Banco Comercial Portugues SA	Portugal	Banks - Regional	68,00	65,00	65,00	66,00	61,00	62,00	64,00	64,00	60,00	30,23	31,46	33,76	21,58	23,69
Banco de Sabadell SA	Spain	Banks - Diversified	60,00	60,00	71,00	73,00	74,00	72,00	67,00	66,00	62,00	31,10	31,70	24,61	19,13	14,95
Banco Di Desio E Della Brianza SpA	Italy	Banks - Regional										43,76	43,76	40,36	33,73	33,07
Banco Espirito Santo SA	Portugal	Banks - Regional	59,00	64,00	65,00	67,00	68,00	66,00	34,00	38,00	38,00	46,16	59,68	60,85	52,58	52,58
Banco Santander SA	Spain	Banks - Diversified	56,00	59,00	62,00	64,00	67,00	64,00	65,00	69,00	70,00	32,72	27,14	23,92	22,32	19,77
Bank Handlowy w Warszawie SA	Poland	Banks - Regional		50,00	66,00	53,00	53,00	67,00	66,00	64,00	73,00	32,09	25,83	24,16	24,16	21,52
Bank Millennium SA	Poland	Banks - Regional		54,00	54,00	53,00	53,00	54,00	52,00	52,00	58,00	24,83	24,96	27,40	27,02	23,59
Bank of Greece	Greece	Banks - Regional														
Bank of Ireland Group PLC	Ireland	Banks - Regional	42,00	48,00	46,00	46,00	49,00	50,00	48,00	49,00	54,00	29,29	22,43	20,64	20,71	19,30
Bank Polska Kasa Opieki SA	Poland	Banks - Regional		66,00	64,00	66,00	63,00	67,00	64,00	64,00	59,00	30,33	26,86	28,84	27,02	26,06
Bankinter SA	Spain	Banks - Regional	63,00	61,00	60,00	61,00	63,00	64,00	64,00	63,00	69,00	23,31	22,25	22,31	22,78	21,56
Banque Nationale de Belgique SA	Belgium	Banks - Regional														
Bawag Group AG	Austria	Banks - Regional	64,00	66,00	65,00	64,00	63,00	64,00	63,00	62,00	61,00	25,74	25,61	20,26	20,47	17,17
BFF Bank SpA	Italy	Credit Services										34,46	32,08	29,90	18,15	18,15
BNP Paribas	France	Banks - Regional	70,00	73,00	69,00	76,00	78,00	79,00	77,00	77,00	80,00	30,33	25,70	25,58	25,45	24,61
BNP Paribas Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional												25,58	10,94	10,18
BPER Banca SpA	Italy	Banks - Regional						57,00	57,00	57,00	61,00	33,68	36,59	34,65	34,65	14,69
Brederode SA	Belgium	Asset Management												35,85	35,33	35,33
Bure Equity AB	Sweden	Asset Management									47,00	30,42	29,22	28,38	28,00	28,95
Caisse Regionale de Credit Agricole Mutuel de Paris et d'Ile-De-France	France	Banks - Regional														
Caisse Regionale du Credit Agricole Mutuel du Languedoc	France	Banks - Regional														
CaixaBank SA	Spain	Banks - Regional	65,00	80,00	68,00	74,00	81,00	79,00	77,00	78,00	74,00	25,84	22,63	19,00	18,02	16,50
Capitea SA	Poland	Credit Services														
Catella AB	Sweden	Asset Management									57,00	32,49	31,58	36,39	36,39	32,40
Coface SA	France	Insurance - Reinsurance						58,00	58,00	58,00	54,00	21,58	20,83	20,20	16,61	17,97
CoinShares International Ltd	Sweden	Capital Markets												27,79		
Commerzbank AG	Germany	Banks - Regional	59,00	60,00	64,00	63,00	65,00	65,00	74,00	70,00	75,00	24,80	23,35	24,07	21,31	21,37
Compagnie du Bois Sauvage SA	Belgium	Asset Management														
Corporacion Financiera Alba SA	Spain	Asset Management						49,00	53,00	50,00	56,00	12,07	11,51	9,24	12,51	12,51
Credes AB	Sweden	Asset Management									46,00	16,07	15,90	15,90	15,96	
Credit Agricole Atlantique Vendee	France	Banks - Regional														
Credit Agricole SA	France	Banks - Regional	52,00	67,00	64,00	64,00	77,00	81,00	76,00	76,00	74,00	30,69	27,75	24,91	24,88	22,95
Credito Emiliano	Italy	Banks - Regional	40,00	47,00	46,00	45,00	45,00	47,00	47,00	43,00	55,00	41,82	29,07	36,01	26,51	26,07
Danske Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	66,00	68,00	75,00	75,00	75,00	79,00	77,00	76,00	74,00	29,45	30,22	23,40	22,36	25,15
Det Ostasiatiska Kompagni A/S	Denmark															
Deutsche Bank AG	Germany	Banks - Regional	67,00	65,00	62,00	60,00	62,00	61,00	66,00	66,00	61,00	34,13	30,05	27,36	27,92	28,34
Deutsche Boerse AG	Germany	Financial Data & Stock Exchanges	66,00	74,00	72,00	69,00	72,00	76,00	74,00	71,00	74,00	14,99	13,81	12,96	12,22	9,86
Deutsche Pfandbriefbank AG	Germany	Mortgage Finance					52,00	52,00	58,00	58,00	56,00	24,29	24,73	23,11	23,10	23,28
Dexia SA	Belgium	Banks - Regional	68,00	74,00	72,00	62,00	54,00	55,00	55,00	50,00	40,00	52,50	52,17	28,15	28,15	38,96
DNB Bank ASA	Norway	Banks - Regional							86,00	85,00	87,00	16,88	17,00	16,20	17,78	16,59
Dom Maklerski IDM SA	Poland	Capital Markets														
Dovalue SpA	Italy	Banks - Regional									44,00	23,28	23,00	20,64	19,06	18,81
DWS Group GmbH & Co KGaA	Germany	Asset Management										20,47	20,72	21,68	21,30	19,09
EAC Invest A/S	Denmark	Asset Management														

Ednred SE	France	Credit Services	41,00	46,00	50,00	58,00	60,00	62,00	67,00	64,00	64,00	16,64	14,74	15,64	16,98	17,04	
eQ PLC	Finland	Asset Management													32,33	28,26	29,44
Erste Group Bank AG.	Austria	Banks - Regional	57,00	60,00	59,00	68,00	69,00	74,00	71,00	78,00	23,30	22,36	18,96	15,30	16,39		
Eurazes SE	France	Asset Management	43,00	48,00	54,00	57,00	64,00	60,00	63,00	69,00	73,00	10,73	22,19	20,10	17,70	16,72	
Eurobank Ergasias Services And Holdings SA	Greece	Banks - Regional	45,00	52,00	52,00	55,00	54,00	57,00	57,00	55,00	59,00	57,00	28,48	15,27	15,23	10,59	
Euronext NV	France	Financial Data & Stock Exchanges															
FBD Holdings PLC	Ireland	Insurance - Property & Casualty															
FincoBank SpA	Italy	Banks - Regional															
Flatex AG	Germany	Capital Markets															
Flow Traders Ltd	Netherlands	Capital Markets															
Getin Holding SA	Poland	Banks - Regional															
GIMV NV	Belgium	Asset Management															
Gjensidige Forsikring ASA	Norway	Insurance - Property & Casualty		52,00	52,00	52,00	53,00	56,00	58,00	65,00	64,00	22,51	20,92	20,60	20,63	17,18	
Grenke AG	Germany	Credit Services															
Groupe Bruxelles Lambert SA	Belgium	Asset Management	37,00	44,00	50,00	51,00	54,00	46,00	47,00	48,00	47,00	14,08	12,85	9,18	9,37	9,18	
Grupo Catalana Occidente SA	Spain	Insurance - Diversified															
HAL Trust	Netherlands	Asset Management															
Hannover Rueck SE	Germany	Insurance - Reinsurance	44,00	48,00	58,00	58,00	72,00	74,00	68,00	69,00	71,00	18,31	16,17	16,15	17,28	18,66	
Hellenic Exchanges - Athens Stock Exchange SA	Greece	Financial Data & Stock Exchanges															
Hoist Finance AB	Sweden	Mortgage Finance															
Hypoport AG	Germany	Credit Services															
Illimity Bank SpA	Italy	Banks - Regional															
Industrivarden AB	Sweden	Asset Management	42,00	47,00	48,00	48,00	50,00	48,00	46,00	54,00	60,00	13,46	13,91	13,24	13,10	14,97	
ING Bank Slaski SA	Poland	Banks - Regional		56,00	57,00	58,00	61,00	62,00	61,00								
ING Groep NV	Netherlands	Banks - Diversified	80,00	83,00	80,00	76,00	77,00	88,00	85,00	85,00	80,00	22,34	21,86	22,25	22,27	23,18	
Intesa Sanpaolo	Italy	Banks - Regional	66,00	71,00	69,00	69,00	76,00	81,00	80,00	85,00	85,00	26,13	19,57	16,84	15,76	10,95	
Intrum AB	Sweden	Credit Services															
Investment AB Latour	Sweden	Asset Management															
Investment AB Oresund	Sweden	Asset Management															
Investor AB	Sweden	Asset Management	50,00	53,00	49,00	50,00	54,00	52,00	52,00	53,00	59,00	7,07	10,90	8,58	8,24	9,67	
Jyske Bank A/S	Denmark	Banks - Regional	34,00	44,00	42,00	44,00	53,00	50,00	49,00	60,00	61,00	24,90	28,85	26,49	22,03	23,93	
KBC Ancora SA	Belgium	Asset Management															
KBC Groupe NV	Belgium	Banks - Regional	67,00	68,00	69,00	70,00	73,00	80,00	77,00	76,00	84,00	20,19	17,12	13,06	12,81	12,31	
Kinnevik AB	Sweden	Asset Management															
Komerční Banka AS	Czech Republic	Banks - Regional		51,00	51,00	51,00	52,00	53,00	51,00	57,00	64,00	25,94	26,03	25,95	24,23	22,30	
Kruk SA	Poland	Credit Services															
L E Lundbergforetagen AB	Sweden	Asset Management															
Linea Directa Aseguradora SA	Spain	Insurance - Property & Casualty															
Mapfre SA	Spain	Insurance - Diversified	61,00	61,00	60,00	58,00	63,00	64,00	67,00	66,00	73,00	21,79	22,21	21,05	21,40	19,89	
mBank SA	Poland	Banks - Regional		46,00	46,00	46,00	49,00	48,00	48,00	48,00	55,00	28,73	15,73	15,92	14,78	12,96	
Mediobanca SpA	Italy	Banks - Regional	39,00	44,00	43,00	48,00	51,00	50,00	54,00	54,00	71,00	20,39	18,32	16,04	14,16	15,66	
MLP SE	Germany	Asset Management															
Multiply Group SpA	Italy	Credit Services															
Moneta Money Bank AS	Czech Republic	Banks - Regional															
MPC Muenchmeyer Petersen Capital AG	Germany	Asset Management															
Munchener Ruckversicherungs-Gesellschaft AG	Germany	Insurance - Reinsurance	67,00	77,00	79,00	82,00	85,00	85,00	84,00	86,00	84,00	17,09	18,12	18,31	17,71	15,06	
National Bank of Greece SA	Greece	Banks - Regional	55,00	59,00	58,00	65,00	66,00	62,00	64,00	65,00	63,00	25,94	23,76	25,10	25,84	25,76	
NN Group NV	Netherlands	Insurance - Diversified															
Nordea Bank Abp	Sweden	Banks - Regional															
Nordnet AB (publ)	Sweden	Capital Markets															
Norion Bank AB	Sweden	Banks - Regional															
Oberbank AG	Austria	Banks - Regional		53,00	51,00	49,00	49,00	50,00	50,00								
Oma Savings Bank PLC	Finland	Banks - Regional															
OTP Bank PLC	Hungary	Banks - Regional	47,00	54,00	53,00	55,00	55,00	54,00	57,00	56,00	58,00	27,73	23,52	20,34	17,43	14,64	
Pareto Bank ASA	Norway	Banks - Regional															
Permanent TSB Group Holdings PLC	Ireland	Banks - Regional	61,00	61,00	59,00	54,00	44,00	44,00	44,00	43,00	46,00	42,23	42,23				
Peugeot Invest	France	Asset Management															
Piraeus Financial Holdings SA	Greece	Banks - Regional	59,00	58,00	57,00	57,00	69,00	69,00	69,00	68,00	68,00	29,98	31,54	28,98	28,98	27,67	
PKO Bank Polski SA	Poland	Banks - Regional		45,00	45,00	44,00	43,00	44,00	44,00	48,00	48,00	26,61	25,72	20,83	21,05	23,52	
Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA	Poland	Insurance - Property & Casualty		51,00	50,00	49,00	52,00	52,00	52,00	51,00	53,00	24,33	22,87	23,20	18,58	18,60	
Protector Forsikring ASA	Norway	Insurance - Specialty															
Raffaelsen Bank International AG	Austria	Banks - Regional	44,00	57,00	57,00	66,00	63,00	76,00	73,00	75,00	72,00	22,12	18,40	15,72	16,52	17,96	
Resurs Holding AB	Sweden	Credit Services															
Ringkjøbing Landbobank A/S	Denmark	Banks - Regional															
Sampo Oyj	Finland	Insurance - Diversified	44,00	51,00	47,00	48,00	49,00	50,00	51,00	57,00	56,00	23,95	20,22	17,52	14,07	13,51	
Santander Bank Polska SA	Poland	Banks - Regional															
SCOR SE	France	Insurance - Reinsurance	45,00	50,00	50,00	63,00	62,00	65,00	66,00	71,00	74,00	24,19	19,25	18,88	19,43	18,42	
Skandinaviska Enskilda Banken AB	Sweden	Banks - Regional	63,00	70,00	73,00	77,00	77,00	88,00	85,00	85,00	82,00	23,05	23,86	22,36	24,00	24,25	
Société Générale SA	France	Banks - Regional	70,00	70,00	75,00	68,00	65,00	75,00	74,00	77,00	74,00	33,33	35,89	32,37	20,07	19,53	
Sofina SA	Belgium	Asset Management	38,00	44,00	45,00	45,00	45,00	44,00	44,00	43,00	44,00	15,43	28,58	12,32	10,51	10,59	
Solid Forsikringsaktiebolag	Sweden	Insurance - Specialty															
Spar Nord Bank A/S	Denmark	Banks - Regional															
SpareBank 1 Nord-Norge	Norway	Banks - Regional															
SpareBank 1 Ostlandet	Norway	Banks - Regional															
SpareBank 1 SMN	Norway	Banks - Regional															
SpareBank 1 Sorost-Norge	Norway	Banks - Regional															
SpareBank 1 SR Bank ASA	Norway	Banks - Regional	41,00	46,00	45,00	46,00	46,00	46,00	51,00	51,00	53,00	20,63	16,95	16,06	14,53	16,24	
Sparebanken Møre	Norway	Banks - Regional															
Sparebanken Sor	Norway	Banks - Regional															
Sparebanken Vest AS	Norway	Banks - Regional	43,00	46,00	45,00	48,00	48,00	46,00	46,00	46,00	64,00	21,96	20,80	13,43	13,43	14,73	
Storebrand ASA	Norway	Financial Conglomerates	61,00	82,00	82,00	84,00	84,00	79,00	78,00	78,00	75,00	21,83	24,13	20,79	18,66	19,98	
Storskogen Group AB	Sweden	Asset Management															
Svenska Handelsbanken AB	Sweden	Banks - Diversified	58,00	59,00	58,00	59,00	70,00	71,00	71,00	74,00	77,00	21,09	16,37	15,52	17,11	17,28	
Svolder AB	Sweden	Asset Management															
Swedbank AB	Sweden	Banks - Regional	57,00	63,00	62,00	71,00	71,00	77,00	72,00	72,00	80,00	27,79	27,62	24,76	21,95	23,38	
Sydbank A/S	Denmark	Banks - Regional	45,00	51,00	52,00	52,00	53,00	52,00	52,00	53,00	57,00	29,08	26,91	23,34	22,63	20,16	
Talanx AG	Germany	Insurance - Diversified															
Tamburini Investment Partners SpA	Italy	Asset Management															
Tikehau Capital SCA	France	Asset Management															
Topdanmark A/S	Denmark	Insurance - Diversified	41,00	48,00	63,00	63,00	63,00	63,00	64,00	64,00	60,00	24,89	24,83	20,24	16,44	18,98	
Treasure ASA	Norway	Asset Management															
Tryg A/S	Denmark	Insurance - Diversified	56,00	60,00	59,00	66,00	60,00	61,00	61,00	60,00	60,00	22,69	21,25	22,56	19,68	19,69	
Unicaja Banco SA	Spain	Banks - Regional	54,00	58,00	57,00	53,00	53,00	52,00	49,00	48,00	54,00	30,00	27,49	31,29	27,33	22,63	
UniCredit SpA	Italy	Banks - Regional	67,00	68,00	72,00	70,00	72,00	72,00	70,00	75,00	71,00	27,87	22,06	20,75	18,30	15,40	
Unipol Gruppo SpA	Italy	Insurance - Diversified	55,00	57,00	52,00	52,00	55,00	55,00	55,00	60,00	60,00	31,78	28,64	26,40	28,64	25,61	
UnipolSai SpA	Italy	Insurance - Diversified															
UNIQA Insurance Group AG	Austria	Insurance - Diversified															
Van Lanschot Kempen NV	Netherlands	Banks - Regional	52,00	71,00	67,00	74,00	76,00	77,00	70,00	90,00	84,00	17,37	14,02	15,98	15,98	15,98	
VEF AB	Sweden	Asset Management															

## Annexe 11 : Résultats de la régression multiple du ROA

### Score ESG (96 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	3,404023075	0,420181574	8,101314491	1,28125E-15	2,579684775	4,228361376
ESG Score	-0,042589754	0,006810654	-6,253401692	5,50085E-10	-0,055951318	-0,029228191
Traitement	1,426822534	0,510085441	2,79722262	0,005233388	0,426105245	2,427539823
Temps	0,809324722	0,330079738	2,4519067	0,014346062	0,161753797	1,456895647
Intéraction	0,034046302	0,709497531	0,047986498	0,961734663	-1,357890007	1,42598261

Figure 31 : Régression multiples des ROA en fonction des scores ESG

L'analyse de la régression multiple révèle que le ROA des entreprises non scandinaves est en moyenne faible, avec une constante de 3,404 (statistiquement significative). L'augmentation du score ESG est associée à une réduction du ROA, un impact négatif significatif. Les entreprises scandinaves, en revanche, montrent un ROA moyen supérieur, suggérant une meilleure performance financière, possiblement liée à une intégration plus efficace des critères ESG. Après 2017, le ROA a augmenté, indiquant un effet positif des politiques ESG, bien que l'interaction entre le traitement et le temps ne soit pas significative. En somme, l'intégration des critères ESG semble globalement réduire le ROA, mais les entreprises scandinaves réussissent mieux financièrement, avec des améliorations notables après 2017.

### ESG Combined Score (96 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	3,307273634	0,42302891	7,818079471	1,13184E-14	2,477349253	4,137198014
ESGC Score	-0,040790235	0,00688698	-5,922804223	4,08461E-09	-0,054301541	-0,02727893
Traitement	1,429622136	0,511121861	2,797027962	0,005236522	0,426871535	2,432372737
Temps	0,771223656	0,330235997	2,335371262	0,01968145	0,123346174	1,419101139
Intéraction	-0,079521817	0,710968338	-0,111850012	0,910960276	-1,474343647	1,315300012

Figure 32 : Régression multiples des ROA en fonction des scores ESGC

L'analyse indique un ROA de base faible, mais statistiquement significatif. L'augmentation du score ESGC entraîne une diminution du ROA, suggérant des coûts liés à ces pratiques, cet impact étant fortement significatif. En revanche, les entreprises scandinaves affichent un ROA supérieur, ce qui montre leur meilleure adaptation aux critères ESGC. Après 2017, le ROA a augmenté, indiquant un effet positif des pratiques ESGC post-2017. Toutefois, le coefficient d'interaction n'a pas d'effet significatif, montrant qu'il n'y a pas de synergie notable entre ces facteurs.

### Sustainable Growth Rate (150 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	1,801475458	0,299965505	6,005608745	2,26287E-09	1,213193534	2,389757382
SGR	0,185306042	0,052718092	3,515036951	0,000449597	0,081917152	0,288694933
Traitement	1,228359713	0,544689419	2,255156186	0,024232548	0,160133752	2,296585674
Temps	0,112607241	0,413501608	0,272326004	0,785399815	-0,698337743	0,923552225
Intéraction	1,320033896	0,757225377	1,743251002	0,081445315	-0,165010198	2,805077991

Figure 33 : Régression multiples des ROA en fonction des scores SGR

La constante, est positive et statistiquement significative, indiquant une base solide de croissance. Le SGR, a un impact positif et significatif sur le ROA, renforçant l'idée que la croissance soutenable améliore les performances financières. Les entreprises scandinaves, avec un coefficient de 1,228, présentent un ROA supérieur, également significatif, suggérant que l'origine géographique peut jouer un rôle favorable. En revanche, le coefficient n'a pas d'effet significatif sur le ROA, indiquant que ces facteurs n'ont pas d'influence notable sur la performance financière des entreprises dans ce contexte.

#### Sustainalytics ESG Risk Score (95 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	-5,050789739	7,039148565	-0,717528504	0,473191285	-18,86155439	8,759974909
ESG Risk Score	0,038684685	0,104424312	0,370456693	0,711109293	-0,16619515	0,243564521
Traitement	5,014472718	6,52387484	0,768634108	0,44226567	-7,785328163	17,8142736
Temps	0,349824749	4,914636502	0,071180188	0,943266514	-9,292660763	9,992310262
Intéraction	1,093243193	8,82226566	0,123918643	0,901400976	-16,21598584	18,40247222

Figure 34 : Régression multiples des ROA en fonction des scores ESG Risk Score

L'analyse révèle que les variables étudiées n'ont pas d'impact statistiquement significatif sur le ROA. La constante suggère un ROA moyen négatif, mais ce résultat n'est pas significatif. Le coefficient de l'ESG Risk Score, bien qu'indiquant une légère augmentation du ROA, n'est pas significatif, ce qui signifie que l'effet de ce score sur la performance financière est insignifiant. De même, le traitement et la variable temps n'ont pas d'influence notable sur le ROA, leurs résultats n'étant pas significatifs. L'interaction entre le traitement et le temps, bien qu'indiquant un effet positif potentiel, n'est également pas significative. En somme, les résultats suggèrent que ces variables ne parviennent pas à expliquer de manière significative les variations du ROA, laissant entendre que d'autres facteurs non inclus dans ce modèle pourraient être plus pertinents pour comprendre la performance financière des entreprises.

## Annexe 12 : Résultats de la régression du ROE

### Score ESG (95 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	10,2468881	6,171638479	1,660318915	0,097102936	-1,861109944	22,35488615
ESG Score	-0,008645154	0,100195225	-0,086283096	0,931255294	-0,205215902	0,187925593
Traitement	2,508113749	7,466609517	0,335910662	0,736995019	-12,14045871	17,15668621
Temps	0,294477417	4,848151853	0,060740139	0,951575944	-9,21700213	9,805956964
Intéraction	-0,1052222	10,38917836	-0,010128058	0,991920745	-20,48751642	20,27707202

Figure 35 : Régression multiples des ROE en fonction des scores ESG

L'analyse de cette régression montre que les variables examinées n'ont pas d'impact statistiquement significatif sur le ROE des entreprises. La constante, bien que représentant un ROE de base relativement élevé de 10,247 pour les entreprises non scandinaves avant 2017, n'est pas significative ( $p > 0,05$ ). De même, le score ESG et le traitement, qui compare les entreprises scandinaves et non scandinaves, n'ont pas d'effet significatif. La variable temps, suggérant une légère amélioration du ROE après 2017, ainsi que l'interaction entre le traitement et le temps, montrent également des effets statistiquement insignifiants.

### ESG Combined Score (95 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	10,33785182	6,180807012	1,672573145	0,094663414	-1,788133762	22,46383741
ESGC Score	-0,010439752	0,100623169	-0,103750978	0,917383734	-0,207850073	0,186970569
Traitement	2,494955187	7,465796362	0,334184736	0,738296626	-12,15202196	17,14193233
Temps	0,316080621	4,840697456	0,065296504	0,947948442	-9,180774314	9,812935555
Intéraction	-0,108417859	10,38813758	-0,010436698	0,991674548	-20,4886702	20,27183448

Figure 36 : Régression multiples des ROE en fonction des scores ESGC

L'analyse de cette régression révèle que les variables étudiées n'ont encore une fois pas d'impact statistiquement significatif sur le ROE des entreprises. La constante, bien qu'indiquant un ROE de base relativement élevé pour les entreprises non scandinaves avant 2017, n'est pas fiable sur le plan statistique ( $p > 0,05$ ). Le Score ESGC suggère une très légère diminution du ROE, mais cet effet est statistiquement insignifiant. De même, le traitement, et le temps, n'ont pas d'effets significatifs. L'interaction entre le traitement et le temps montre également un effet négatif très faible et statistiquement insignifiant. En somme, les facteurs examinés ici ne semblent pas être des déterminants majeurs du ROE, et d'autres variables non incluses dans ce modèle pourraient mieux expliquer les variations de la rentabilité des fonds propres.

### Sustainable Growth Rate (151 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	9,383088744	2,466890874	3,803609167	0,000146901	4,545130425	14,22104706
SGR	0,751432306	0,400090622	1,878155262	0,060505966	-0,033207895	1,536072508
Traitement	1,970009189	4,243605588	0,464230039	0,642533696	-6,352364195	10,29238257
Temps	-0,145860815	3,184056763	-0,045809741	0,963466489	-6,390293459	6,098571829
Intéraction	2,51375251	5,774328086	0,43533247	0,663368306	-8,810606785	13,8381118

Figure 37 : Régression multiples des ROE en fonction des scores SGR

L'analyse de la régression multiple révèle que la constante de 9,383 est statistiquement significative, indiquant un ROE de base relativement élevé pour les entreprises non scandinaves avant 2017. Le SGR montre un effet positif potentiel sur le ROE, mais ce résultat reste proche du seuil de signification statistique ( $p = 0,0605$ ). Le coefficient du traitement, bien que suggérant un ROE moyen supérieur pour les entreprises scandinaves, n'est pas fiable sur le plan statistique. De même, le temps et l'interaction entre le traitement et le temps n'ont pas d'effet notable. Ces résultats suggèrent que, bien que le SGR puisse avoir un impact potentiel sur le ROE, les autres facteurs analysés dans ce modèle n'exercent pas une influence significative sur le ROE.

#### Sustainalytics ESG Risk Score (93 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	0,875789968	8,810872289	0,099398781	0,920839004	-16,4114284	18,16300834
ESG Risk Score	0,140082293	0,130471023	1,073665934	0,283198059	-0,115906103	0,396070689
Traitement	4,453926753	8,128481699	0,547940799	0,583839075	-11,49441905	20,40227256
Temps	3,042157495	6,167938598	0,493221106	0,621950699	-9,059538902	15,14385389
Intéraction	0,080361195	10,96003461	0,007332203	0,994151075	-21,42358364	21,58430604

Figure 38 : Régression multiples des ROE en fonction des scores ESG Risk Score

L'analyse montre que ni le ESG Risk Score ni les autres variables examinées n'ont d'impact statistiquement significatif sur le ROE des entreprises. Le coefficient du ESG Risk Score, bien que positif, ne montre pas d'effet significatif sur le ROE. De même, le traitement, qui pourrait indiquer une meilleure performance pour les entreprises scandinaves, et la variable Temps, qui suggère une amélioration après 2017, ne sont pas statistiquement fiables.

## Annexe 13 : Résultats de la régression du Revenu Growth %

### Score ESG (96 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	15,73405615	4,263867104	3,690090654	0,000234131	7,368669339	24,09944297
ESG Score	-0,202969515	0,069016091	-2,940901352	0,003334778	-0,338373899	-0,067565132
Traitement	2,987736624	5,128683931	0,582554251	0,560301858	-7,074355808	13,04982906
Temps	7,158994101	3,290070906	2,175939153	0,029752614	0,704122244	13,61386596
Intéraction	-1,460363042	7,231756499	-0,20193753	0,839999478	-15,6485258	12,72779972

Figure 39 : Régression multiples des Revenu Growth % en fonction des scores ESG

L'analyse révèle que le score ESG a un impact négatif significatif sur la croissance des revenus, suggérant que l'intégration des critères ESG pourrait freiner le taux de croissance des revenus des entreprises. De plus, la variable Temps montre une augmentation significative de la croissance des revenus après 2017, indiquant une amélioration notable de la performance des entreprises au cours de cette période. En revanche, ni le traitement (entreprises scandinaves) ni l'interaction entre traitement et temps n'ont d'effet significatif sur la croissance des revenus. Ces résultats suggèrent que, bien que le score ESG et le facteur temporel aient une influence sur la croissance des revenus, les autres variables, telles que l'origine géographique des entreprises (traitement) et leur interaction avec le temps, ne jouent pas un rôle significatif dans la détermination de cette croissance.

### ESG Combined Score (96 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	15,06226899	4,287360976	3,513179571	0,000459093	6,650788968	23,47374902
ESGC Score	-0,19041944	0,069689644	-2,732392195	0,006379074	-0,327145285	-0,053693595
Traitement	3,034726872	5,133874144	0,591118284	0,554551482	-7,037548369	13,10700211
Temps	6,926505944	3,287762213	2,106753924	0,035344176	0,476163568	13,37684832
Intéraction	-2,106376263	7,239922379	-0,290939067	0,771147741	-16,31055986	12,09780734

Figure 40 : Régression multiples des Revenu Growth en fonction des scores ESGC

L'analyse montre que le ESGC Score a un effet négatif significatif sur la croissance des revenus. Par ailleurs, la variable temps révèle une hausse significative de la croissance des revenus après 2017, avec un coefficient de 6,926, suggérant une amélioration notable de la performance des entreprises pendant cette période. En revanche, ni le traitement ni l'interaction entre traitement et temps n'ont d'effet significatif sur la croissance des revenus. Ces résultats indiquent que le ESGC Score et le temps influencent la croissance des revenus, tandis que le traitement et l'interaction n'ont pas d'impact notable.

### Sustainable Growth Rate (150 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	10,03047516	17,38885802	0,576833462	0,564119867	-24,07264855	44,13359887
SGR	-15,33173646	23,99982338	-0,638827054	0,523011962	-62,4003217	31,73684877
Traitement	92,4108055	32,15507366	2,873910552	0,004099024	29,34809867	155,4735123
Temps	0,409780213	24,03829291	0,017046976	0,986400918	-46,73425168	47,55381211
Intéraction	-41,26407931	44,49105778	-0,927469055	0,353800111	-128,5201858	45,99202722

Figure 41 : Régression multiples des Revenu Growth en fonction des scores SGR

L'analyse révèle que le coefficient SGR de -15,332 suggère une diminution substantielle de la croissance des revenus avec une augmentation du SGR, mais cet effet n'est pas significatif. En revanche, le coefficient de traitement de 92,4108 indique que les entreprises scandinaves ont une croissance des revenus beaucoup plus élevée, et ce résultat est statistiquement significatif. Le coefficient temps montre un léger effet positif après 2017, mais ce résultat n'est pas significatif. L'interaction entre le traitement et le temps, avec un coefficient de -41,264, suggère un désavantage pour les entreprises scandinaves après 2017, mais ce résultat n'est pas significatif ( $t = -0,927$ ,  $p = 0,354$ ). En conclusion, seule la variable traitement a un impact significatif sur la croissance des revenus, les autres facteurs n'affectant pas de manière notable la performance en termes de croissance.

### Sustainalytics ESG Risk Score (93 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	19,49499201	4,933706866	3,951388387	8,25125E-05	9,814744906	29,17523912
ESG Risk Score	-0,248939996	0,073028384	-3,408811517	0,000675454	-0,392226337	-0,105653656
Traitement	5,810667768	4,543272406	1,278960901	0,201173174	-3,103522061	14,7248576
Temps	-2,651584639	3,441807835	-0,770404615	0,441220809	-9,404630825	4,101461546
Intéraction	-1,977236847	6,192551904	-0,319292737	0,749563502	-14,1274181	10,1729444

Figure 42 : Régression multiples des Revenu Growth en fonction des scores ESG Risk Score

L'analyse révèle que la constante de 19,495 représente un taux de croissance des revenus élevé pour les entreprises non scandinaves avant 2017, et ce résultat est statistiquement significatif. Le coefficient ESG Risk Score indique que chaque augmentation d'une unité du ESG Risk Score est associée à une diminution significative de la croissance des revenus, avec une significativité statistique. En revanche, le coefficient de traitement suggère un taux de croissance plus élevé pour les entreprises scandinaves, mais ce résultat n'est pas significatif. De même, le coefficient temps montre une diminution après 2017, sans effet significatif. L'interaction entre traitement et temps, indique un désavantage pour les entreprises scandinaves après 2017, mais ce résultat n'est pas significatif. En résumé, le ESG Risk Score a un impact significatif sur la croissance des revenus, tandis que le traitement, le temps, et leur interaction n'ont pas d'effet notable.



## Annexe 14 : Résultats de la régression du beta

### Score ESG (93 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	1,506710354	0,47265516	3,187758181	0,001470188	0,579404049	2,434016659
ESG Score	0,001598652	0,007644461	0,209125504	0,834385149	-0,013399083	0,016596386
Traitement	-0,289215579	0,572747893	-0,504961402	0,613677071	-1,412894695	0,834463537
Temps	-0,966636529	0,373925205	-2,585106634	0,009849986	-1,700243669	-0,233029389
Intéraction	0,370615831	0,796141998	0,465514735	0,641645905	-1,191342138	1,932573801

Figure 43 : Régression multiples des betas en fonction des scores ESG

L'analyse montre que la constante de 1,5067 représente un niveau de beta modéré, indiquant une volatilité légèrement supérieure à celle du marché, et ce résultat est statistiquement significatif. Le coefficient du score ESG suggère une très légère augmentation du beta avec une augmentation du Score ESG, mais cet effet est négligeable et non significatif. Le coefficient de traitement de -0,289 indique que les entreprises scandinaves pourraient avoir un beta légèrement inférieur, mais ce résultat n'est pas significatif. En revanche, le coefficient temps de -0,9666 montre une diminution significative du beta après 2017, indiquant une baisse notable de la volatilité relative. L'interaction entre le traitement et le temps, suggère un effet combiné positif léger sur le Beta, mais ce résultat n'est pas significatif. En conclusion, seul le temps a un impact significatif sur la volatilité relative des entreprises, tandis que le Score ESG, le traitement, et leur interaction n'ont pas d'effet notable.

### ESG Combined Score (93 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	1,532088713	0,475103164	3,224749546	0,001294228	0,599979648	2,464197778
ESGC Score	0,001107383	0,007718079	0,1434791	0,885935491	-0,014034783	0,016249549
Traitement	-0,292660752	0,57302714	-0,510727558	0,609634166	-1,416887723	0,83156622
Temps	-0,95933127	0,37349791	-2,568505055	0,010331839	-1,692100096	-0,226562444
Intéraction	0,373313705	0,79660416	0,468631378	0,639416797	-1,189550984	1,936178395

Figure 44 : Régression multiples des betas en fonction des scores ESGC

L'analyse montre que la constante de 1,532 indique une volatilité modérément plus élevée que celle du marché, avec une significativité statistique. Le coefficient du score ESGC est extrêmement faible et non significatif. En revanche, le coefficient Temps de -0,959 montre une diminution significative du Beta après 2017, suggérant une baisse notable de la volatilité relative. L'interaction entre le traitement et le temps, avec un coefficient de 0,373, indique une légère augmentation de la volatilité pour les entreprises scandinaves après 2017, mais ce résultat n'est pas significatif. En résumé, seul le temps a un impact significatif sur la volatilité relative des entreprises, tandis que le ESGC Score, le traitement, et leur interaction n'ont pas d'effet notable.

### Sustainable Growth Rate (145 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	1,389274637	0,178760821	7,771695339	1,2545E-14	1,038688051	1,739861223
SGR	-0,023356398	0,031056724	-0,752056069	0,45210986	-0,084264996	0,0375522
Traitement	-0,197455388	0,3233795	-0,610599584	0,541537232	-0,831668826	0,43675805
Temps	-0,742400657	0,24734665	-3,001458298	0,002721663	-1,227498103	-0,25730321
Intéraction	0,360986263	0,452688398	0,797427689	0,425301648	-0,526828412	1,248800939

Figure 45 : Régression multiples des betas en fonction des scores SGR

L'analyse révèle que la constante de 1,3893 indique une volatilité modérément plus élevée que celle du marché, avec une significativité statistique élevée. Le coefficient SGR et de traitement ne montrent pas des résultats significatifs. En revanche, le coefficient temps de -0,742 montre une diminution significative du beta après 2017, suggérant une réduction notable de la volatilité relative. L'interaction entre traitement et temps, indique une légère augmentation de la volatilité pour les entreprises scandinaves après 2017, mais ce résultat n'est pas significatif. En résumé, seul le temps a un impact significatif sur la volatilité relative des entreprises, tandis que le SGR, le traitement, et leur interaction n'ont pas d'effet notable.

### Sustainalytics ESG Risk Score (92 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	0,202919864	2,471326361	0,082109699	0,934573856	-4,645925325	5,051765052
ESG Risk Score	-0,006916101	0,036734517	-0,188272549	0,850696423	-0,078990752	0,06515855
Traitement	1,371617095	2,262077619	0,606352799	0,544400908	-3,066673351	5,809907541
Temps	0,625421786	1,724655339	0,36263581	0,716943999	-2,758423776	4,009267349
Intéraction	-1,212774776	3,063056204	-0,395936181	0,692226003	-7,222618546	4,797068994

Figure 46 : Régression multiples des betas en fonction des scores ESG Risk Score

L'analyse révèle qu'aucune des variables étudiées n'a un impact statistiquement significatif sur le beta. La constante, le score ESG Risk, le traitement, le temps, et leur interaction ne montrent pas d'influence claire sur la volatilité relative des entreprises, indiquant que ces facteurs ne jouent pas un rôle déterminant dans ce modèle.

## Annexe 15 : Résultats de la régression de l'EPS

### Score ESG (77 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	-2035,116661	2466,826667	-0,824993782	0,409575884	-6875,986751	2805,753428
ESG Score	-4,295279202	39,48694566	-0,108777195	0,91340148	-81,78397217	73,19341377
Traitement	2229,435478	2497,089254	0,892813693	0,372176131	-2670,821537	7129,692493
Temps	2327,81143	1803,127492	1,29098549	0,197013159	-1210,623622	5866,246481
Intéraction	-2272,248373	3434,256112	-0,661642085	0,508356164	-9011,59002	4467,093274

Figure 47 : Régression multiples des EPS en fonction des scores ESG

### ESG Combined Score (78 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	-2008,7429	2464,355846	-0,815118849	0,415200726	-6844,715862	2827,230061
ESGC Score	-4,676033069	39,6040124	-0,11806968	0,906036446	-82,39367822	73,04161208
Traitement	2218,174489	2488,084678	0,891518889	0,372867923	-2664,363173	7100,712151
Temps	2323,764934	1780,122463	1,305396107	0,192061906	-1169,490358	5817,020226
Intéraction	-2277,942902	3419,838725	-0,666096587	0,505504858	-8988,924853	4433,03905

Figure 48 : Régression multiples des EPS en fonction des scores ESGC

L'analyse des scores ESG et ESGC montre une possible réduction de l'EPS avec des scores plus élevés, mais ces effets ne sont pas statistiquement significatifs. Les entreprises scandinaves affichent un EPS moyen supérieur, mais cet effet n'est pas non plus significatif. L'amélioration de l'EPS après 2017 suggère une hausse post-Accord de Paris, sans signification statistique. De même, l'interaction entre l'origine géographique et le temps ne montre pas d'impact notable. En résumé, ni les scores ESG/ESGC, ni l'origine géographique, ni les effets temporels n'expliquent clairement les variations de l'EPS dans ce modèle.

### Sustainable Growth Rate (120 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	-4460,260178	1386,871739	-3,216058163	0,001326503	-7180,607194	-1739,913162
SGR	-140,2763297	206,9156194	-0,677939781	0,497911258	-546,1410336	265,5883742
Traitement	4485,386117	2296,995005	1,952719143	0,051033	-20,16643876	8990,938673
Temps	4458,71277	1926,079739	2,314915982	0,020747868	680,7100003	8236,715539
Intéraction	-4452,674704	3184,244871	-1,398345568	0,162209742	-10698,56666	1793,217249

Figure 49 : Régression multiples des EPS en fonction des scores SGR

L'analyse montre que le temps et l'origine géographique ont un impact notable sur l'EPS. Le temps après 2017 a un effet positif et significatif sur les bénéfices par action, tandis que les entreprises scandinaves affichent un EPS moyen supérieur, bien que ce résultat soit à la limite de la significativité. En revanche, le SGR n'a pas de relation claire et significative avec l'EPS, et l'interaction entre le traitement et le temps n'est pas significative.

### Sustainalytics ESG Risk Score (75 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	-3270,85344	3229,654131	-1,01275657	0,311444763	-9609,261859	3067,55498
ESG Risk Score	10,54894896	47,06273716	0,224146524	0,822693441	-81,81476471	102,9126626
Traitement	2664,053545	2671,418528	0,997243044	0,318910777	-2578,780827	7906,887917
Temps	2907,504859	2260,451973	1,286249341	0,198682137	-1528,780648	7343,790367
Intéraction	-2633,307123	3596,245236	-0,732237918	0,464211288	-9691,17467	4424,560425

Figure 48 : Régression multiples des EPS en fonction des scores ESG Risk Score

L'analyse montre qu'aucune des variables étudiées n'a un impact statistiquement significatif sur l'EPS. Bien que le ESG Risk Score, le traitement et le temps après 2017 suggèrent des effets potentiels, ces résultats ne sont pas significatifs. L'interaction entre le traitement et le temps est également non significative, indiquant que ces facteurs ne déterminent pas clairement les variations de l'EPS dans ce modèle.

## Annexe 16 : Résultats de la régression du FCF per Share

### Score ESG (94 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	10012,9093	9657,140098	1,036840017	0,300017579	-8933,689469	28959,50807
ESGC Score	-36,08485288	155,5384218	-0,231999608	0,816577548	-341,2397995	269,0700937
Traitement	-8429,066225	11164,60756	-0,754980968	0,450407323	-30333,20531	13475,07286
Temps	-7626,995332	7317,25123	-1,042330664	0,297466608	-21982,9042	6728,913532
Intéraction	8104,377692	15608,07618	0,519242577	0,60368655	-22517,52008	38726,27547

Figure 49 : Régression multiples des FCF per Share en fonction des scores ESG

L'analyse montre qu'aucune des variables étudiées n'a un impact statistiquement significatif sur le FCF per Share. Bien que les résultats suggèrent que des scores ESGC plus élevés, l'origine géographique, et le temps post-2017 pourraient influencer les liquidités disponibles, ces effets ne sont pas significatifs. L'interaction entre le traitement et le temps est également non significative, indiquant que ces facteurs ne jouent pas un rôle déterminant dans les variations du FCF per Share dans ce modèle.

### ESG Combined Score (94 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	10001,66522	9711,187084	1,029911702	0,303257278	-9050,969759	29054,3002
ESGC Score	-35,94796184	157,0961833	-0,228827723	0,819041487	-344,1591219	272,2631983
Traitement	-8437,255398	11171,36591	-0,755257277	0,450241611	-30354,65388	13480,14308
Temps	-7640,446644	7308,792101	-1,045377477	0,29605733	-21979,75932	6698,866031
Intéraction	8011,824838	15617,28905	0,513009961	0,608037997	-22628,14791	38651,79758

Figure 50: Régression multiples des FCF per Share en fonction des scores ESGC

En résumé, l'analyse montre qu'aucune des variables étudiées n'a un impact statistiquement significatif sur le FCF per Share. Bien que les scores ESGC, l'origine géographique, et les changements après 2017 semblent avoir des effets potentiels sur les liquidités disponibles, ces résultats ne sont pas significatifs. L'interaction entre le traitement et le temps n'a également pas d'effet notable. Ainsi, ces facteurs n'expliquent pas de manière claire et fiable les variations du FCF per Share dans ce modèle.

### Sustainable Growth Rate (147 entreprises)

Variables	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure (95%)	Limite supérieure (95%)
Constante	3322,10467	3738,876234	0,888530259	0,374366482	-4010,563752	10654,77309
SGR	3283,842979	646,6199879	5,078474283	4,17177E-07	2015,694565	4551,991393
Traitement	-3879,36977	6729,500559	-0,576472167	0,564363404	-17077,2381	9318,498561
Temps	-3478,763493	5144,676384	-0,676187039	0,499003046	-13568,48128	6610,954299
Intéraction	3413,492722	9381,114282	0,363868579	0,715996066	-14984,70934	21811,69479

Figure 51 : Régression multiples des FCF per Share en fonction des scores SGR

En résumé, l'analyse révèle que seul le SGR a un impact significatif et positif sur le FCF per Share, indiquant que la croissance durable améliore les liquidités disponibles par action. Les autres variables, y compris la constante, l'origine géographique, le temps après 2017, et leur interaction, ne montrent pas de relations claires et statistiquement significatives avec le FCF per Share, suggérant qu'elles n'ont pas d'influence notable sur les liquidités dans ce modèle.

*Sustainalytics ESG Risk Score (95 entreprises)*

<i>Variables</i>	<i>Coefficients</i>	<i>Erreur-type</i>	<i>Statistique t</i>	<i>Probabilité</i>	<i>Limite inférieure (95%)</i>	<i>Limite supérieure (95%)</i>
Constante	3322,10467	3738,876234	0,888530259	0,374366482	-4010,563752	10654,77309
SGR	3283,842979	646,6199879	5,078474283	4,17177E-07	2015,694565	4551,991393
Traitement	-3879,36977	6729,500559	-0,576472167	0,564363404	-17077,2381	9318,498561
Temps	-3478,763493	5144,676384	-0,676187039	0,499003046	-13568,48128	6610,954299
Intéraction	3413,492722	9381,114282	0,363868579	0,715996066	-14984,70934	21811,69479

*Figure 52 : Régression multiples des FCF per Share en fonction des scores ESG Risk Score*

En résumé, l'analyse montre qu'aucune des variables étudiées n'a un impact statistiquement significatif sur le FCF per Share. Ni le ESG Risk Score, ni l'origine géographique, ni les changements après 2017, ni leur interaction n'ont d'effet clair et fiable sur les liquidités disponibles par action des entreprises. Ces résultats suggèrent que ces facteurs ne jouent pas un rôle déterminant dans les variations des liquidités disponibles par action dans ce modèle.

## Executive Summary

The integration of Environmental, Social, and Governance (ESG) criteria into investment practices has become a major priority for companies and investors worldwide. These criteria are now seen as essential not only for mitigating risks but also for seizing long-term value creation opportunities.

The primary objective of this thesis is to understand how the integration of ESG criteria influences the financial performance of Scandinavian companies in the financial sector and to compare these results with those from the rest of Europe. It is framed within the theoretical context of sustainable finance and responsible investment.

The study relies on several statistical analysis methods, including the Diff-in-Diff approach, multiple regression, and quantile regression, to evaluate the impact of ESG scores, ESGC scores, SGR, and ESG Risk Score on various financial indicators such as ROA, ROE, revenue growth, beta, EPS, and FCF per Share.

One of the notable aspects of this study is the high number of statistically non-significant results. This suggests that, in many cases, ESG criteria do not seem to have a notable influence on financial performance, or at least not in a way that can be easily measured with the models used. For Scandinavian companies, although some results showed positive effects, such as an improvement in ROA linked to SGR, many other indicators, such as ROE and FCF per Share, did not show significant impacts from ESG or ESGC scores. These results suggest that despite advances in ESG practices in this region, their translation into tangible financial performance remains uncertain.

For companies in the rest of Europe, many of the results obtained were also statistically non-significant, particularly for ESG and ESGC scores. Although some coefficients showed negative trends, these effects were often not robust enough to be considered significant for indicators such as revenue growth or ROE. This lack of significance might indicate that the impact of ESG practices is less pronounced or less clearly measurable in these companies, possibly reflecting a less mature or more complex integration of ESG criteria in these contexts.

However, the time factor proved to be an important variable in this analysis. In some cases, the temporal evolution, post-2017 with the Paris Agreement, showed a positive impact on financial performance, although the results were not always statistically significant. This observation underscores the importance of temporality and context in evaluating the impact of ESG practices.

In conclusion, this thesis highlights the complexity of assessing ESG criteria and their impact on companies' financial performance. The many non-significant results call for caution in interpreting the data and suggest that integrating ESG criteria does not automatically translate into improved financial performance. It is possible that other variables, not accounted for in this study, play a key role, or that the impact of ESG practices requires a longer observation period to fully manifest.

