

Haute Ecole
« ICHEC – ECAM – ISFSC »



Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

ESG et les pratiques de greenwashing

L'empreinte carbone, est-elle une bonne méthode d'évaluation pour éviter le greenwashing ?

Mémoire présenté par :

Antoine DHONDT

Pour l'obtention du diplôme de :

Master en sciences commerciales

Année académique 2021-2022

Promoteur :

Christel DUMAS

Boulevard Brand Whitlock 6 - 1150 Bruxelles

Haute Ecole
« ICHEC – ECAM – ISFSC »



Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

ESG et les pratiques de greenwashing

L'empreinte carbone, est-elle une bonne méthode d'évaluation pour éviter le greenwashing ?

Mémoire présenté par :

Antoine DHONDT

Pour l'obtention du diplôme de :

Master en sciences commerciales

Année académique 2021-2022

Promoteur :

Christel DUMAS

Boulevard Brand Whitlock 6 - 1150 Bruxelles

Remerciements

Je tiens à exprimer ma gratitude à toutes les personnes qui ont contribué directement ou indirectement à l'aboutissement de ce mémoire tel qu'il est présenté aujourd'hui.

Tout d'abord, je tiens à remercier Monsieur PIRAUT, Responsable Unité Stages–Mémoire à l'ICHEC pour ses conseils lors des conférences consacrées à la rédaction du mémoire.

Ensuite, je témoigne ma gratitude à Madame DUMAS, ma promotrice pour sa disponibilité et ses conseils. Ils m'ont permis d'approfondir mes pistes de réflexion afin de répondre au mieux à la question de recherche.

Par ailleurs, je souhaite également exprimer ma reconnaissance à Monsieur Selmouni, Docteur en statistiques, pour ses explications claires et détaillées à propos des nouvelles notions statistiques, ainsi que de l'utilisation du logiciel SAS.

Un remerciement spécial va à Madame Lisa VANDENHENDE, professeure de français dans l'enseignement secondaire, pour la relecture du mémoire.

Enfin, je remercie mes proches pour toute l'aide et la motivation apportées au cours de mes études. Ils m'ont été d'un soutien et d'un amour inconditionnel tout au long de mon parcours scolaire.

Engagement anti-plagiat

« Je soussigné, DHONDT Antoine, étudiant en Master en sciences commerciales, déclare par la présente que le mémoire ci-joint est exempt de tout plagiat et respecte en tous points le règlement des études en matière d'emprunts, de citations et d'exploitation de sources diverses signé lors de mon inscription à l'ICHEC, ainsi que les instructions et consignes concernant le référencement dans le texte respectant la norme APA, la bibliographie respectant la norme APA, etc. mises à ma disposition sur Moodle.

Sur l'honneur, je certifie avoir pris connaissance des documents précités et je confirme que le Mémoire présenté est original et exempt de tout emprunt à un tiers non-cité correctement. »

Dans le cadre de ce dépôt en ligne, la signature consiste en l'introduction du mémoire via la plateforme ICHEC-Student.

« Diplomatie climatique et diplomatie économique ne peuvent plus être séparées. La finance durable en est la preuve. Le défi pour l’UE est de garder son avance dans ce domaine et de se doter d’une approche plus opérationnelle, structurée autour de la relation entre finance durable, performance économique, environnementale et sociale, à l’appui des données fiables, transparentes et comparables. » (Cravero et Crifo, 2021, p.91)

Table des matières

L'introduction générale	1
Chapitre 1 : Le contexte.....	4
1.1 L'évolution du marché des investissements socialement responsables	4
1.2 L'évolution de la responsabilité sociétale	5
1.3 La transparence des informations extra-financières.....	7
1.4 La conclusion intermédiaire	11
Chapitre 2 : Le greenwashing.....	12
2.1 L'explication du concept.....	12
2.2 Les pratiques de greenwashing	15
2.3 Les sources de greenwashing	15
2.4 Les conséquences du greenwashing.....	18
2.5 Les pistes de solutions pour combattre le greenwashing	20
2.6 La conclusion intermédiaire	22
Chapitre 3 : Les initiatives mises en place visant à augmenter la transparence	23
3.1 Le plan d'action de la Commission européenne.....	23
3.1.1 <i>La taxonomie européenne</i>	23
3.1.2 <i>Le règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.....</i>	25
3.1.3 <i>La Directive sur les rapports de durabilité des entreprises</i>	27
3.2 La conclusion intermédiaire	29
Chapitre 4 : Les labels ISR européens.....	30
4.1 L'explication du concept.....	30
4.2 Les stratégies d'investissement des labels	34
4.3 La conclusion intermédiaire	37
Chapitre 5 : Les stratégies d'investissement	38
5.1 L'exploration des stratégies d'investissement	38
5.2 L'approfondissement des stratégies d'investissement	40
5.2.1 <i>Les critères d'exclusion.....</i>	40
5.2.2 <i>L'approche thématique.....</i>	42
5.2.3 <i>L'investissement à impact.....</i>	44
5.3 La conclusion intermédiaire	47
Chapitre 6 : Les analyses statistiques.....	48
6.1 L'explication de la méthodologie.....	48
6.1.1 <i>La sélection des fonds</i>	48
6.1.2 <i>Les méthodes d'évaluation</i>	49
6.1.3 <i>Les premières constatations</i>	52
6.1.4 <i>L'analyse des données.....</i>	53
6.1.5 <i>Les hypothèses</i>	55

6.2	Les résultats	56
6.2.1	<i>L'analyse portant sur les labels et les moyennes pondérées de l'intensité carbone</i>	56
6.2.2	<i>L'analyse portant sur les globes Morningstar et les moyennes pondérées de l'intensité carbone.....</i>	58
6.3	La conclusion intermédiaire	64
	La conclusion générale	65
	La bibliographie.....	70

Liste des figures

Figure 1 : Le nombre de fonds d'investissement par label	5
Figure 2 : Les pratiques de greenwashing.....	15
Figure 3 : Les sources de greenwashing.....	18
Figure 4 : Les conséquences du greenwashing	20
Figure 5 : La représentation des produits financiers durables vendus en Belgique à travers la classification européenne SFDR en vigueur depuis mars 2021	26
Figure 6 : Les stratégies durables utilisées pour les produits vendus sur le marché belge	38
Figure 7 : L'aperçu des stratégies d'investissement durables utilisées pour les produits financiers durables vendus en Belgique et selon la classification européenne SFDR en vigueur depuis mars 2021	39
Figure 8 : Les 17 objectifs de développement durable.....	43
Figure 9 : Les différentes méthodes d'évaluation des investissements durables.....	49
Figure 10 : Le graphique représentant les moyennes de l'empreinte carbone par label.....	56
Figure 11 : Le graphique représentant les moyennes de l'empreinte carbone par Globe Morningstar.....	58
Figure 12 : La distribution de l'empreinte carbone	60
Figure 13 : Le test de Student-Newman-Keuls pour la variable Empreinte carbone.....	63

Liste des tableaux

Tableau 1 : La description des forces et faiblesses des neuf labels européens principaux sur base des six critères de comparaison	32
Tableau 2 : La notation de risque ESG de Sustainalytics au niveau de l'entreprise	51
Tableau 3 : La notation de durabilité Morningstar.....	52
Tableau 4 : Les statistiques descriptives pour la variable Empreinte carbone par label.....	56
Tableau 5 : Les informations sur les niveaux de classe	57
Tableau 6 : Le tableau ANOVA.....	57
Tableau 7 : Les statistiques descriptives pour la variable Empreinte carbone par Globe Morningstar	58
Tableau 8 : Les informations sur les niveaux de classe	59
Tableau 9 : Le tableau ANOVA.....	59
Tableau 10 : Le test de Levene pour l'homogénéité de la variance Empreinte carbone.....	60
Tableau 11 : Le test de normalité pour les fonds ayant une cote entre 0 et 2 globe(s)	61
Tableau 12 : Le test de normalité pour les fonds ayant une cote entre 3 et 4 globes	61
Tableau 13 : Le test de normalité pour les fonds ayant une cote de 5 globes	61
Tableau 14 : Les scores de Wilcoxon (Sommes du rang) pour la variable Empreinte carbone avec une classification par variable Globe Morningstar	62
Tableau 15 : Le test t (LSD) pour la variable Empreinte carbone.....	62

L'introduction générale

Récemment, Cravero et Crifo (2021), deux experts scientifiques, ont affirmé qu'à l'heure actuelle, l'économie et le climat doivent plus que jamais coexister, afin de répondre aux défis auxquels la finance durable est confrontée. L'Union européenne dispose d'une certaine avancée dans ce domaine d'activité. Néanmoins, des efforts considérables sont encore nécessaires pour atteindre des objectifs environnementaux et sociaux, notamment par la récolte de données transparentes, fiables et comparables. En effet, celles-ci sont essentielles pour lutter contre les diverses pratiques de greenwashing du secteur et permettront d'agir en tant qu'acteur responsable.

La notion de « *greenwashing* » a été utilisée pour la première fois en 1987 par les auteurs Bellamy et Quayle (1987) au sein de leur ouvrage intitulé « *Turning the Tide : Exploring the Options for Life on Earth* ». Ce concept s'articule autour de divers procédés de tromperie envers le consommateur à propos d'initiatives environnementales d'une organisation et/ou de bénéfices environnementaux d'un produit ou d'un service. Grâce à cette pratique, les entreprises peuvent dégager des résultats financiers plus conséquents, sans pour autant avoir un impact positif sur l'environnement.

Aujourd'hui et plus que jamais, ce phénomène est présent au sein des investissements socialement responsables. À titre d'exemple, le 3 mars 2022, le groupe TotalEnergies a été condamné par la justice à la suite d'une action inédite à l'échelle européenne. Menée par *Greenpeace, les Amis de la Terre France et Notre Affaire*, il était reproché au groupe d'avoir eu recours à des pratiques commerciales malhonnêtes et trompeuses. En effet, celui-ci avait décidé, en mai 2021, de changer de nom pour passer de Total à TotalEnergies. Cette décision a été justifiée par la « *volonté de se transformer en une compagnie multi-énergies pour répondre au double défi de la transition énergétique : plus d'énergie, moins d'émissions* » (Pratik Pouyanné, PDG TotalEnergies). Une campagne de communication d'ampleur mondiale a été menée, afin de véhiculer l'image d'un acteur important dans la transition énergétique, grâce à leur engagement sur la neutralité carbone pour 2050, notamment lors de la COP26. Or, les diverses ONG critiquent cette campagne qui s'apparente à du greenwashing, puisque les énergies fossiles font encore partie de 90% de leur activité et 80% de leurs investissements. Ils imposent donc une communication honnête et fiable concernant l'impact de l'entreprise sur le climat et l'environnement. (Novethic, 2022)

D'ailleurs, l'urgence climatique ne cesse d'être mise en avant, notamment au sein du dernier rapport du GIEC. Ce dernier stipule que l'humanité ne dispose plus que de trois ans pour inverser la courbe des émissions de gaz à effet de serre et, de la sorte, conserver un monde viable. (IPCC, 2022) L'heure n'est donc plus à la tromperie des consommateurs avec des informations erronées, mais bien à la création d'un impact réel sur l'environnement pour offrir un environnement sain aux générations futures. Pour y parvenir, il est nécessaire de lutter contre les procédés pouvant être liés au greenwashing et faire de la finance durable, un secteur d'activité qui contribue à la transition écologique.

L'objectif de ce mémoire est d'analyser les données concernant l'empreinte carbone des fonds et de voir si ce type de donnée peut être considéré comme un outil pour combattre les pratiques de greenwashing. En effet, cette information est la plus utilisée pour déterminer l'impact carbone d'un fonds et participe à son score ESG. Il est donc primordial de juger son efficacité et sa cohérence. Est-ce que l'empreinte carbone permet d'identifier les pratiques de greenwashing ? En d'autres termes, la comparaison des fonds d'investissement sur base de leur intensité carbone permet-elle de repérer des pratiques trompeuses ? Dans quelle mesure cette donnée permet-elle de lutter contre les pratiques trompeuses ? Pour répondre à ces questions, différents objectifs opérationnels seront poursuivis.

Pour commencer, une analyse du contexte général du marché des investissements socialement responsables sera élaborée, car malgré un marché exponentiel depuis près de dix ans, qu'en est-il de la qualité des fonds ? Pour répondre à cette question, le marché des investissements socialement responsables sera abordé avec une mise en avant des différents acteurs et une première approche concernant les labels. Ensuite, l'évolution du rôle de l'entreprise et de sa responsabilité sociétale sera décrite en parallèle des variations de ses objectifs économiques et sociaux. Une entreprise a-t-elle vraiment le pouvoir de soulager la misère sociale ? Enfin, cette partie se clôturera par une approche littéraire à propos de la transparence des informations extra-financières émises, à l'heure actuelle, par des agences de notations. Ces agences de notation assurent-elles la pertinence et la transparence des données extra-financières ?

Ensuite, la notion de greenwashing sera abordée à l'aide d'articles de littérature. En effet, comme expliqué précédemment, les investissements socialement responsables sont potentiellement impactés par des pratiques de greenwashing. Il est donc primordial de se familiariser avec ce terme marketing et d'en percevoir les enjeux. Pour cela, une explication approfondie du concept et de ses différentes formes sera exposée, pour comprendre l'objectif qui se cache derrière ces tromperies à l'égard des parties prenantes. Par ailleurs, les différentes pratiques de greenwashing seront reprises dans un tableau de synthèse, afin de pouvoir distinguer leurs sources, leurs conséquences et les pistes de solution envisagées par la littérature pour les combattre.

Troisièmement, comme introduit par Cravero et Crifo (2021), l'Union européenne dispose d'une avance au sein du domaine de la finance durable. En effet, elle vise à augmenter la transparence des informations extra-financières disponibles auprès des parties prenantes, notamment grâce au plan d'action de la Commission européenne mis en place récemment. Ce plan d'action se compose de trois sections : la taxonomie européenne, le règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers et la Directive sur les rapports de durabilité des entreprises. Pour chacune de ces sections, les initiatives mises en place actuellement seront décrites. Néanmoins, ces initiatives suffisent-elles à lutter contre les pratiques de greenwashing ?

Par après, les neuf principaux labels européens seront soumis à une étude approfondie. En effet, les labels ont également pour objectif d'assurer la transparence des investissements durables auprès des investisseurs. De la sorte, dans le but de faire ressortir leurs forces et leurs faiblesses, ils seront comparés par le biais de six critères. La finalité sera de répondre à la question suivante : si un fond possède un (ou plusieurs) label(s), est-ce que cela garantit le risque zéro de pratiques trompeuses et malhonnêtes envers les parties prenantes ? Un passage en revue des stratégies d'investissement pour l'obtention de ces labels clôturera cette partie. Ce chapitre permettra d'intensifier la réflexion sur le bien-fondé des labels et si ceux-ci sont des outils fiables pour contrer le greenwashing.

Cinquièmement, la dernière partie de littérature scientifique approfondira les différentes stratégies d'investissement exposées dans le chapitre précédent. Tout d'abord, ces stratégies seront comparées selon leur degré d'utilisation et l'Article auquel appartient le fonds (Article 8 ou Article 9). Il s'agit de remarquer s'il y a une cohérence dans l'application des stratégies. Ces dernières seront ensuite analysées, afin de pointer les parties qui peuvent être sujettes à des pratiques de greenwashing.

Afin de répondre à la question de recherche portant sur l'empreinte carbone comme outil dans la lutte contre le greenwashing, deux analyses statistiques différentes seront réalisées sur base de données quantitatives disponibles directement sur internet et regroupées dans une base de données rassemblant 232 fonds. Cette partie quantitative sera introduite par une description de l'ensemble de la méthodologie reprenant les types de fonds analysés et les données déchiffrées. En effet, dans le cadre de ces recherches, ce sont tous les fonds d'actions de l'Article 8 qui ont été scrutés avec une récolte de données sur base de leur empreinte carbone. Chaque analyse sera introduite par des statistiques descriptives, pour présenter les données contenues dans les différents ensembles de fonds. Ensuite, une étude de la variance à un facteur contrôlé sera réalisée, afin de répondre aux hypothèses préalablement exposées, affirmant ou non l'existence d'une différence significative entre les moyennes des différents ensembles de fonds. Un fonds avec zéro, un ou deux label(s) a-t-il une empreinte carbone significativement différente ? Par ailleurs, qu'en est-il de cette différence significative de l'empreinte carbone entre les fonds sur base des globes Morningstar ?

Finalement, la dernière partie formulera une réponse à la question de recherche, à savoir si l'empreinte carbone est une méthode d'évaluation efficace pour éviter les pratiques de greenwashing. Pour ce faire, ce chapitre sera présenté dans la conclusion générale, à l'issue d'un bref rappel des éléments de littérature et statistiques qui auront permis d'aboutir à cette réponse.

Chapitre 1 : Le contexte

Cette première partie donne un aperçu global du marché des investissements socialement responsables pour montrer l'importance du secteur dans notre société. En effet, il y a de nombreuses attentes vis-à-vis de ce type d'investissement quant à la résolution de problèmes sociaux. Certes, d'après Sefareim (2021), on perçoit une conscience généralisée sur le fait que l'ESG ne peut pas résoudre ces problèmes de société à part entière, mais ces critères peuvent tout de même contribuer à rendre la société plus responsable de ses actes. Néanmoins, l'évolution de la notion de responsabilité sociétale et les problèmes liés à la transparence des informations extra-financières remettent parfois en cause l'atteinte de ces objectifs environnementaux, sociaux et de gouvernance des investissements socialement responsables. Par conséquent, cela impacte directement la qualité des fonds d'investissement. À titre d'exemple, dans un article écrit par Van Hamme (2021) pour l'écho, Tariq Fancy, vétéran de Wall Street, vient remettre en question les investissements socialement responsables : sont-ils réellement un pas vers la durabilité ou tout simplement un produit marketing et donc, nuisibles pour la société ?

1.1 L'évolution du marché des investissements socialement responsables

D'après Forum Ethibel (2021), en 2020, le volume représentant l'ensemble des investissements durables a atteint 96,3 milliards d'euros, soit une augmentation de 98,4% par rapport à l'année 2019 où ce volume atteignait 48,6 milliards d'euros. Il s'agit d'un marché exponentiel qui ne cesse de croître depuis 2013. En effet, une augmentation de 1.156% dans les volumes investis est constatée en sept ans. De plus, en 2020, l'indice Ethibel ISR a crû de 41,6%, soit la plus forte croissance depuis 1992. L'indice Ethibel ISR mesure la proportion du volume belge des produits d'investissement durable par rapport à l'ensemble des fonds de placement belges. Cette hausse s'explique donc par l'augmentation du volume investi dans les fonds ISR. Par ailleurs, ce marché est soutenu par des labels et des réglementations qui ont pour but d'encadrer au mieux les investissements socialement responsables, afin d'éviter les mauvaises pratiques visant à prioriser leur quantité à leur qualité.

En Belgique, c'est la banque BNP Paribas Fortis qui produit le plus grand nombre d'investissements durables. Cependant, lorsque nous nous intéressons à ses parts de marché, une diminution passant de 41,6% en 2019 à 25,5% en 2020 est à mentionner. L'explication serait que le volume investi par les autres acteurs du marché a augmenté de manière plus significative que chez BNP Paribas Fortis. Par exemple, Belfius possède la deuxième plus grande part de marché en 2020 avec 14,8% contre 0,56% en 2019. Nous retrouvons en 3^e position KBC (14,3%), en 4^e Cadriam (12%) et en 5^e NN Investment Partners avec 11%. Dès lors, on observe que tous les acteurs sont présents sur le marché des investissements socialement responsables. L'ensemble du monde financier a compris qu'il devait également contribuer aux objectifs de la neutralité carbone souhaitée par la société et la Commission européenne.

Concernant le nombre de produits d'investissement durable, une forte croissance est également enregistrée avec plus de 687 produits identifiés comme tels en 2020 contre 173 en 2019. D'autant plus que les fonds d'investissement portent, de plus en plus, un ou plusieurs labels. Actuellement, il en existe un nombre important commercialisé dans différents pays européens. C'est le label belge Towards Sustainability qui a été le plus répandu en 2020 avec plus de 461 OPC labélisés. Il est suivi de loin par le label français « Label ISR » et luxembourgeois « LuxFLAG ESG ». Une partie du mémoire sera consacrée à une explication plus approfondie de ces labels (cf. infra p.25).

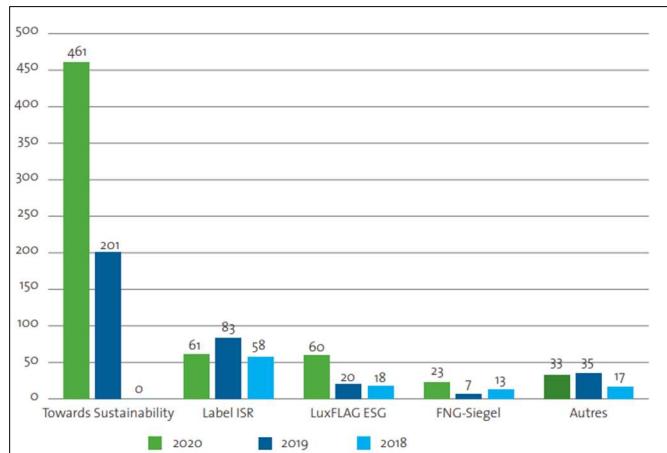


Figure 1 : Le nombre de fonds d'investissement par label

Source : Forum Ethibel, 2021

1.2 L'évolution de la responsabilité sociétale

Avant d'entamer l'évolution de la responsabilité sociétale des entreprises, nous introduirons une réflexion sur les variations du rôle de l'entreprise. L'objectif est d'évoquer l'intégration du contexte social au fil du temps. Pour ce faire, Kay (2019) décrit cette évolution en trois phases.

Tout d'abord, nous retrouvons une entreprise décrite dans les années 50 par Drucker, comme une organisation sociale opérant dans un contexte social.

Ensuite, dans les années 80, des économistes tels que Friedman et George Mason assimilent l'entreprise à une organisation basée sur la valeur actionnariale, terme inventé par Alfred Rappaport en 1986, et sur les contrats entre employés, fournisseurs, clients et autres communautés, afin de réduire les coûts de transactions. De ce fait, ce type d'entreprise ne reflétait pas l'image d'un intérêt collectif, et donc d'une responsabilité collective, mais d'une coïncidence d'intérêts individuels. C'est lors de la crise de 2008 que ce système orienté vers l'efficacité économique est apparu inefficace. En effet, cette coïncidence des intérêts individuels se faisait rare.

À la suite de cet évènement financier majeur, Penrose réintroduit, au début du XXI^e siècle, l'idée d'une organisation sociale basée sur ses capacités. Celle-ci est créée par un groupe de personnes qui sont liées par des compréhensions partagées sur le contexte social dans lequel

l'entreprise opère. La relation n'est donc plus contractuelle, mais basée sur le soutien du contexte social. Cette perception a, par après, été développée en profondeur par Barney et Wernerfelt en insistant sur le caractère précieux, rare et inimitable des ressources de l'entreprise. La raison d'être de l'entreprise devient la création de rentes économiques des parties prenantes qui remplacent la notion de la « valeur actionnariale ». Ces parties prenantes ont diverses motivations visant à la réussite économique de l'entreprise en tant qu'organisation sociale.

Le rôle de l'entreprise a donc évolué au fil du temps pour finalement s'orienter vers une approche plus sociale qui sera décrite ultérieurement. En effet, Gond et Igalems (2014) présentent la notion de la responsabilité sociétale des entreprises, d'après la vision de Bowen introduite en 1953 dans son ouvrage intitulé *Social Responsibilities of the Businessman*.

Au début des années 2000, Margolis et Walsh (2003) approfondissent cette notion à la suite d'une série d'initiatives ONG et de la pression exercée par les investisseurs sur les entreprises pour résoudre des problèmes sociaux. On attendait des entreprises qu'elles jouent un rôle fondamental au sein de la société. Cependant, la légitimité de ces dernières à répondre aux problèmes sociaux est alors remise en cause en raison de ses objectifs économiques visant à enrichir les actionnaires bien trop présents. C'était à l'État de régler ce genre de problèmes et les entreprises devaient, elles, continuer à s'impliquer dans leur fonction première : créer de l'emploi et produire des biens et services pour satisfaire les besoins du marché et, ainsi, s'enrichir. Les entreprises se sont donc retrouvées confrontées à un conflit entre la recherche de création de richesse des actionnaires et la justice sociétale. Dès lors, la quête de convergence entre le bien-être social et les performances financières n'a cessé de faire l'objet d'études. D'ailleurs, nombreuses sont celles qui ont démontré la priorité donnée à la performance financière des organisations par rapport à la performance sociale. Toutefois, il restait tout de même primordial de respecter un certain équilibre entre les critères financiers et les critères moraux. De fait, le respect des parties prenantes, malgré les conséquences économiques sur le fonctionnement d'une entreprise, est tout de même souhaité. Cela a entraîné une confusion sur le véritable rôle d'une entreprise. D'autant plus que les actions sociales des entreprises se mesuraient uniquement en termes de rendement financier, au lieu de l'impact réel qu'elles provoquaient sur la société. La notion de la véracité des actions des entreprises, en plus de leur efficacité économique, a donc été jugée discutable, puisqu'un fossé s'est creusé entre les pratiques réelles et les objectifs de base de ces actions. De plus, il n'existait pas d'évaluation claire à propos des actions sociales. La réussite d'une action dépendait du point de vue de chacun. En résumé, on peut percevoir que l'entreprise était limitée dans sa résolution de problèmes sociétaux. L'un des défis majeurs consiste en sa capacité à combiner les performances sociales et économiques d'une organisation. Ce texte de Margolis et Walsh (2003) est donc fondateur, car il développe les premières esquisses de la notion de greenwashing au début des années 2000. Par la suite, divers autres auteurs se sont penchés plus en détail sur cette notion de responsabilité sociétale.

À titre d'exemple, Vuilleumey (2021) intensifie ce propos en ajoutant que le concept de la responsabilité a changé au cours du temps pour devenir, aujourd'hui, une responsabilité immatérielle et illimitée. Désormais, tout humain peut se considérer comme étant responsable. Dans le cadre des investissements socialement responsables, nous nous intéressons à la responsabilité sociale d'un investisseur. Néanmoins, l'évolution de ce concept, devenu abstrait, pose quelques problèmes concernant les limites de la responsabilité sociale et de la pertinence des investissements socialement responsables. En effet, comme l'ont déjà démontré Margolis et Walsh, ces investissements sont basés sur des critères parfois douteux visant à privilégier les profits. La conception traditionnelle de la responsabilité n'aurait pas abouti à ce problème puisqu'un lien était auparavant nécessaire entre les prises de décisions et la personnalité juridique et financière définie. Pour combattre cette complication, une des solutions proposées est la responsabilité illimitée des investisseurs, afin de réduire le nombre d'investisseurs passifs, c'est-à-dire ceux qui n'accordent pas d'intérêt à leurs responsabilités. Une autre solution est la responsabilité étendue des actionnaires qui est, cependant, plus complexe à mettre en application. En effet, elle nécessite l'identification de chaque actionnaire de toutes les entreprises, en plus de quelques modifications de la responsabilité étendue. En bref, ces solutions ont pour but de cadrer cette responsabilité sociale qui peut, à l'heure actuelle, se définir comme un simple argument de vente et être considérée comme un sous-ensemble de greenwashing sous le nom de *responsability washing*.

1.3 La transparence des informations extra-financières

Avec l'évolution des investissements socialement responsables, de nouvelles notions ont vu le jour et sont également sujettes à des problèmes de transparence. C'est le cas des informations extra-financières. De Cambourg et Gardes (2020) définissent le rôle de la transparence des informations extra-financières comme un rôle de transition écologique. En effet, ce type d'information facilite la transition vers la neutralité carbone, tout en imposant une vraie transparence du marché, des facteurs environnementaux et climatiques ainsi que des impacts positifs ou négatifs à la suite des décisions des acteurs. La transparence est donc une notion essentielle pour garantir la véracité d'un investissement socialement responsable. De fait, Sefarein (2021) précise qu'afin de tendre vers un vrai changement comportemental des parties prenantes et obtenir des résultats, la transparence et les reportings basés sur des critères ESG sont importants. Ces reportings permettent de faire correspondre les entreprises des parties prenantes avec les critères ESG. Il apparaît essentiel de communiquer les informations ESG pertinentes et de distinguer la communication des activités de celle des résultats.

Actuellement, l'ensemble des informations concernant les entreprises sont traitées par des agences de notation. Néanmoins, Cash (2018) soulève un problème lié à celles-ci. En effet, ces agences sont aujourd'hui très largement répandues et créent une dépendance aux notations de la part des investisseurs. En effet, selon plusieurs experts, la réduction de cette dépendance permettrait de diminuer les incitations économiques biaisées. L'auteur distingue également la dépendance réglementaire qui est étroitement liée à la dépendance des notations. En effet,

sans réglementation, les systèmes deviennent inefficaces. Cependant, dans une économie capitaliste, certaines normes peuvent conduire à des résultats néfastes pour la société, à cause de l'externalisation de leur responsabilité à des tiers privés. Certains auteurs ont souligné que la prise en compte des notations a mené à la suppression d'une certaine discipline qui existait sur le marché, parce que la précision des données n'est plus vérifiée. De plus, la dépendance réglementaire aurait contribué à la déformation des notations. Cela signifie que les agences de notation jouissent, à l'heure actuelle, d'un certain pouvoir sur le marché grâce à la vente de licences soutenue par le gouvernement. Un certain laxisme s'est donc installé autour des données fournies par les agences de notation qui ont remplacé la phase de recherche des investisseurs.

Dans le domaine des investissements socialement responsables, Taji et Radi (2021) définissent le rôle des agences de notation comme celui d'un guide pour orienter les investisseurs vers des entreprises adoptant un comportement éthique, sur base d'informations extra-financières s'appuyant le plus souvent sur les trois piliers ESG. Cependant, le rapport réalisé par Berg, Koelbel et Rigobon (2019) met en avant l'existence d'un désaccord en matière de notations ESG. En effet, dans 56% des cas, ces divergences entre les notations sont causées par la différence des mesures utilisées par les agences de notation pour une même catégorie. Les causes envisagées seraient la définition ESG jugée trop générale et un désaccord concernant les données à analyser. D'autant plus qu'une entreprise obtenant de bons scores dans une catégorie a tendance à obtenir également des scores positifs dans d'autres catégories, ces évaluations étant effectuées par entreprise et non par catégorie. L'opinion générale d'un analyste à propos d'une entreprise peut donc avoir une influence dans la manière dont les notes sont attribuées aux différentes catégories de cette dernière. Enfin, il est toujours possible d'obtenir de bons scores auprès d'autres fournisseurs de notations.

C'est également ce que démontre le travail réalisé par Taji et Radi (2021) qui ont comparé un ensemble de fonds sur base de deux agences de notation : Morningstar et MSCI. Ces différences de résultats résultent de nombreuses définitions et normes différentes concernant les critères ESG. Par ailleurs, l'ensemble des auteurs s'accordent à dire qu'il est primordial d'avoir plus de transparence pour établir des processus d'évaluation commune, grâce à un accord sur les composantes d'une bonne ou d'une mauvaise performance ESG et l'identification des paramètres à utiliser pour analyser ces performances ESG. L'instauration de règles et de normes communes serait donc utile pour l'évaluation des activités. Enfin, selon Sefarein (2021), les résultats ESG posent également des problèmes de désaccord au sein des analystes. En effet, un manque de consensus est observé sur la façon dont les résultats sont interprétés. Cela amènerait les agences de notation à analyser les activités ESG au lieu des résultats ESG. Or, les activités ESG sont basées sur des opérations mises en place par les entreprises sans tenir compte des effets réels provoqués. Cela entrave donc la responsabilisation des entreprises. Surtout que certaines entreprises profitent des failles de ces méthodes d'évaluation pour les rejeter complètement.

Sefarein (2021) remarque qu'avec le temps, les cadres réglementaires concernant les méthodes d'évaluation des ESG vont devenir de plus en plus précis, et réduiront la relation existante entre la divulgation et le désaccord. En effet, si les critères ESG ne résoudront pas tous les futurs problèmes sociétaux, ils seront source de responsabilisation et de progrès. C'est pourquoi ces critères restent tout de même utiles, malgré les quelques failles du système.

Cash (2018) traite également des investissements socialement responsables pour lesquels il remarque un manque de stratégie globale sur la façon dont la finance contribue au développement durable. Avant l'existence d'agences de notation pour la finance durable, c'étaient des entreprises indépendantes qui s'occupaient de fournir les informations. Cependant, cela pouvait poser quelques problèmes d'un point de vue éthique. Par la suite les agences de notation, telles que S&P ou Moody's, sont arrivées pour s'attaquer à ce domaine et se sont répandues de façon exponentielle à l'image du marché. Néanmoins, les notations fournies sont, en réalité, jugées insuffisantes pour atteindre les objectifs durables du marché, puisque les données ne sont pas basées sur l'impact des actions. D'autant plus que, selon Mottis et Philipponnat (2020), le rôle activiste traditionnel des agences de notation qui fournissent des informations extra-financières, se retrouve détérioré à la suite de leurs assimilations avec de gros acteurs financiers.

Cash (2018) ajoute que des désaccords sont nés entre les investisseurs et les agences de notation à propos de l'établissement d'un horizon temporel raisonnable. De ce fait, les investisseurs de long terme critiquent le fait que les agences de notation ne soient pas assez à long terme, tandis que les investisseurs à court terme critiquent l'aspect trop long terme de ces mêmes agences de notation. Cela crée donc un problème de perception temporel entre les investisseurs et les agences, puisque les investisseurs souhaitent avoir plus d'informations ESG long terme avant d'investir dans des entreprises. Des problèmes méthodologiques sont également identifiés au sein des agences de notation comme l'absence de trajectoire climatique ou l'utilisation d'une méthodologie générique qui s'applique de la même façon à des activités différentes. Enfin, de nombreuses agences n'acceptent pas que leurs procédés soient soumis à des examens supplémentaires. Pour toutes ces raisons qui viennent d'être citées, les agences de notation dans le domaine des investissements socialement responsables sont, aujourd'hui, également une source de méfiance. Cela empêche le développement d'une finance ayant des impacts réels grâce à des actions durables.

De son côté, Bardinet-Evrart (2018) pointe l'absence d'homogénéité des informations extra-financières utilisées par les différentes parties prenantes d'une organisation. En effet, les données basées sur les critères ESG sont peu souvent évaluées par un audit et créent un problème de transparence. Or, ce type d'information est aujourd'hui aussi important que les informations financières. Comme évoqué un peu plus tôt, la cause de cette ambiguïté serait la multitude de définitions disponibles pour mesurer les différentes approches extra-financières. Chaque organisme de notation dispose de ses propres outils et moyens de mesure créant donc différentes conclusions sur les scores de chaque critère. Taji et Radi (2021) évoquent une différence de couverture des agences de notation, car elles ne couvrent pas

nécessairement tous les critères ESG. C'est dans ce sens que Frimousse et Peretti (2021) argumentent le problème de ces données extra-financières délivrées par différents fournisseurs et qui entraîne une difficulté à vérifier et comparer les données entre-elles. En outre, l'investisseur responsable se retrouve face à des données peu honnêtes venant nuire aux objectifs durables, puisque le manque de qualité de ces données a un impact sur les résultats de notation. D'ailleurs, Taji et Radi (2021) précisent que les agences de notation se basent sur les déclarations ESG des sociétés elles-mêmes pour l'établissement de leur notation. Ces déclarations peuvent donc être tout à fait fausses.

Selon Cash (2018), des alternatives existent pour combler la méfiance envers les agences de notation. Par exemple, certains fournisseurs d'informations focalisés sur les ESG se distinguent d'autres services d'informations éthiques biaisées. Par ailleurs, selon les chercheurs de l'Union européenne, une autre solution pourrait être l'augmentation du budget d'investissement des investisseurs, afin d'obtenir des processus pour l'évaluation interne des risques tout en adaptant les recherches à leurs besoins individuels. Cependant, la notion de « dépendance de notation » reste perçue comme une barrière à la pratique de l'évaluation interne.

Comme explicité auparavant, cette nécessité de transparence des informations extra-financières pour une meilleure transition écologique est soutenue par de Cambourg et Gardes (2020). Selon eux, une stratégie à long terme est nécessaire pour contribuer aux objectifs environnementaux et sociaux. Pour y parvenir, il apparaît utile de renforcer les normes concernant les reportings extra-financiers. Elles permettraient d'assurer leur pertinence et leur qualité ainsi que régler les problèmes techniques concernant la récolte des informations. Cela peut, par exemple, être réalisé à l'aide d'une standardisation sectorielle de l'information (indicateurs, métriques ...) afin de faciliter la comparaison. Pour ce faire, huit principes sont exposés : l'image fidèle de l'information, la pertinence, la facilité de compréhension, la comparabilité, l'aspect vérifiable, la ponctualité, l'aspect inclusif des parties prenantes et la connectivité avec les informations financières. Par ailleurs, les investisseurs restent également intéressés par les données brutes émises par les entreprises sans analyse antérieure, en plus des reportings extra-financiers. Enfin, un contrôle généralisé des informations par des organismes tiers indépendants est souhaité à travers les normes européennes établies.

Conformément au rapport réalisé par Eurosif (2021), la Commission européenne a pour projet de travailler dans le futur sur la transparence et la comparabilité des critères ESG à travers des analyses d'impact et des consultations publiques. De plus, d'autres perspectives d'amélioration sont relevées dans ce rapport, comme le fait qu'actuellement les méthodes de notation mesurent l'exposition de la valeur financière d'une organisation aux risques ESG, à la place de se focaliser sur leurs impacts ESG. De même, les cotes ESG se mesurent pour des performances globales, ce qui veut dire qu'une cote ESG peut être très positive, même si deux domaines faisant partie de cette cote ont des impacts négatifs.

1.4 La conclusion intermédiaire

Le marché des investissements socialement responsables connaît aujourd’hui une croissance exponentielle en termes de quantité. Cependant, la qualité des fonds est souvent remise en question et s’articule autour d’une notion globale : le greenwashing. À titre d’exemple, des problèmes liés à l’évolution de la responsabilité sociale des entreprises peuvent s’apparenter à du « *responsability washing* ». Ce problème trouve son origine au fait d’intégrer des objectifs sociaux au sein des objectifs financiers des entreprises. En effet, après avoir privilégié pendant plusieurs années l’efficacité économique et la valeur actionnariale, la perception de l’entreprise à travers une organisation sociale au sein d’un contexte social a refait surface à la suite de la crise financière de 2008.

Actuellement, pour identifier les fonds ESG, les notations réalisées par les agences sont utilisées de façon massive. Or, ces notations ESG manquent d’objectivité et de cadre réglementaire pour évaluer les activités sur base d’un consensus. Cela entraîne un problème de transparence des données extra-financières, causé par la multitude de définitions à propos des critères ESG et de la présence d’outils de mesure différents empêchant la comparabilité de ces données. Il convient donc de se demander si ces données actuellement analysées sont réellement pertinentes, afin d’identifier un fonds responsable et ainsi, éviter le greenwashing. D’autant plus que les investisseurs se montrent de plus en plus dépendants vis-à-vis des agences de notation. Ils n’effectuent plus de recherche eux-mêmes et se fient aux données directement délivrées par les agences de notation alors que celles-ci sont également critiquées pour leur manque de transparence. Pour cause, elles sont assimilées à diverses pratiques douteuses telles que leur rapprochement avec les gros acteurs de la finance ou encore, l’utilisation de données déclarées par les sociétés elles-mêmes pour effectuer les calculs de notation. L’empreinte carbone est, par exemple, une donnée qui est fortement répandue grâce à sa facilité d’évaluation. Un outil de mesure commun est donc souhaité pour faciliter la comparabilité des informations entre plusieurs secteurs.

Certes, l’ESG ne pourra pas entièrement résoudre ces problèmes sociaux, mais il sera source de progrès et de responsabilisation.

Chapitre 2 : Le greenwashing

La nécessité d'une transparence des données liées aux investissements socialement responsables est aujourd'hui une nécessité pour assurer la pertinence du marché. Pour ce faire, diverses initiatives sont proposées avec pour objectif de combattre les pratiques de greenwashing. Elles seront exposées par la suite. Cette partie aborde le concept de greenwashing qui adopte une position centrale au sein de ce mémoire, afin de comprendre ses causes, ses conséquences et les différents procédés.

2.1 L'explication du concept

Le greenwashing est un concept créé en 1986. D'après Yang, Nguyen, Nguyen et Cao (2020), il est considéré comme une action de tromperie vis-à-vis du consommateur à propos des initiatives environnementales d'une organisation et/ou des bénéfices environnementaux d'un produit ou d'un service. Grâce à cette pratique, les entreprises peuvent dégager des résultats financiers plus conséquents. Bien entendu, cet acte n'est pas avantageux pour l'environnement et développe une sorte de méfiance des consommateurs vis-à-vis de tous les produits verts. De plus, il crée une confusion chez les clients dans leur processus d'achat entre ceux dits « honnêtes » et « malhonnêtes ». De Freitas Netto, Sobral, Ribeiro et da Luz Soares (2020) désignent par le terme « *green skepticism* », cette méfiance actuelle des consommateurs vis-à-vis des produits verts, apparue à la suite des fortes dépenses des entreprises consacrées au « *green marketing* ». Suivant Yang *et al.* (2020), bien que ce terme se soit fortement répandu dans le domaine du marketing depuis 1996, il s'étend aujourd'hui dans d'autres secteurs en raison des bénéfices financiers qu'il apporte à certains acteurs. Il a ainsi fait son apparition en 1999 dans l'« *Oxford English Dictionary* » avec la définition suivante : « *désinformation diffusée par une organisation afin de présenter une image publique écologiquement responsable* ». (Yang *et al.*, 2020, p.1492)

Étant donné sa forte expansion dans tous les domaines, diverses définitions ont vu le jour. D'un point de vue général, l'idée qui ressort principalement est le fait que les entreprises communiquent des informations positives sur leurs actions sociales et environnementales, dans le but de se créer une image positive, tout en omettant les informations à propos de leurs mauvaises performances environnementales. Dès lors, les décisions de divulgation de ces informations sont dans les mains des entreprises et créent des défis sociaux majeurs. La notion de greenwashing peut prendre différentes approches en fonction des actions et de l'environnement dans lequel les entreprises opèrent.

Selon de Freitas Netto *et al.* (2020), la première approche traite du procédé de divulgation sélective qui repose sur deux idées centrales : de faibles performances environnementales non publiées et remplacées par la publication d'informations positives sur ces mêmes performances pour renvoyer une image positive de l'entreprise vers l'extérieur. Certains spécialistes ajoutent une dimension sociale au sein de la divulgation sélective, d'autres considèrent l'aspect social comme un phénomène à part entière. Yang *et al.* (2020) précisent que certaines entreprises ayant une mauvaise performance environnementale ont pour

habitude de publier plus d'informations dans le but de redorer leur image. En effet, la perception d'une entreprise s'améliore dès qu'un rapport de durabilité est publié, et ce, même si les pratiques ne sont pas respectueuses de l'environnement. Pour les entreprises réellement respectueuses de l'environnement, leur image s'améliore uniquement en présence d'informations substantielles.

La deuxième approche avancée par de Freitas Netto *et al.* (2020) est le « decoupling ». Ce comportement représente le fait que certaines organisations peuvent s'engager dans des actions sociales qui semblent conformes à la protection de l'environnement, mais dissimulent une non-conformité. Ces actions n'ont donc aucun impact positif sur l'environnement. Cela peut s'effectuer, notamment, par des discours « verts ». Yang *et al.* (2020) donnent l'exemple de projets environnementaux exécutés sans l'aide de parties prenantes opérant dans la durabilité. La conformité aux objectifs environnementaux/sociaux souhaités n'est donc pas stricte.

Quatre autres types de greenwashing sont explicités par Yang *et al.* (2020) : le détournement de l'attention, la manipulation trompeuse, les doutes au niveau des labels et des autorisations, ainsi que l'inefficacité des programmes volontaires.

Le détournement de l'attention des parties prenantes se fait au travers des stratégies de communication sélectives et erronées. Les déclarations sont vagues, détournées de sens ou incomplètes. L'absence ou le manque d'explications détaillées concernant un produit jugé en accord avec la politique RSE d'une entreprise amène au greenwashing. Pour assurer la véracité d'un produit RSE, un accord d'un tiers de confiance doit être donné.

Ensuite, la manipulation trompeuse passe par la communication durable pour promouvoir des produits ou des stratégies d'une entreprise respectueuse de l'environnement, du moins en apparence, car la réalité est tout autre. De Freitas Netto *et al.* (2020) apportent quelques précisions concernant la communication trompeuse en identifiant trois types de publicité comprenant des pratiques de greenwashing : la publicité utilisant de fausses allégations, la publicité délivrant des informations utiles à l'évaluation de ces allégations et la publicité débouchant sur un manque de clarté ou un mensonge dû à l'ambiguïté ou le manque d'informations. À travers ces trois types de publicité, deux concepts ressortent : la notion de l'allégation et le caractère trompeur de l'information.

Concernant l'allégation, quatre sous-catégories sont identifiées. Ces allégations peuvent être regroupées entre elles.

- L'orientation écologique du produit ;
- L'orientation sur les processus écologiques ;
- L'orientation sur l'image écologique d'une entreprise à travers ses activités environnementales soutenues par les parties prenantes ;
- Les déclarations de l'entreprise sur son état écologique.

Enfin, parmi les tromperies de l'information, quatre sous-catégories peuvent également être distinguées. Les trois premières sources de tromperie peuvent être combinées entre elles.

- L'ambiguïté de l'information causée par son manque de clarté ;
- L'omission des informations pertinentes pour leur évaluation ;
- Le mensonge à travers des informations fausses ;
- Les informations correctes.

À propos des doutes au niveau des labels et des autorisations, Yang *et al.* (2020) les considèrent comme des sources de greenwashing, car les écolabels utilisés pour contrôler le greenwashing sont eux-mêmes enclins au greenwashing, parce qu'ils peuvent être développés par des fabricants externes malhonnêtes (cf. infra p.28).

Enfin, les programmes volontaires financés par le gouvernement auxquels participent les entreprises ne suffisent pas à l'amélioration environnementale. L'efficacité de ces programmes varie en fonction du niveau des réglementations et des sanctions attribuées aux nouveaux entrants ne respectant pas les normes.

Pour conclure sur les différentes formes de greenwashing, de Freitas Netto *et al.* (2020) développent une nouvelle forme de greenwashing. Il s'agit du greenwashing d'exécution utilisant des éléments évoquant une connexion logique avec l'aspect naturel. Cela permet au consommateur de percevoir une marque comme étant écologique grâce à ces connecteurs logiques (couleur verte...) alors qu'elle ne l'est pas.

À l'issue de l'explication du concept de greenwashing, nous pouvons constater qu'il en existe différentes formes. Néanmoins, toutes débouchent sur la tromperie des parties prenantes et la création d'une image positive pour l'entreprise. À l'heure où les attentes sociétales se font fortes, cette pratique se répand de façon exponentielle dans tous secteurs confondus avec l'espoir de dégager des résultats positifs.

2.2 Les pratiques de greenwashing

L'étude réalisée par de Freitas Netto *et al.* (2020) définit quelques manières courantes permettant à une entreprise de pratiquer du greenwashing vis-à-vis de leurs clients à travers leurs activités de communication. Celles-ci sont regroupées en trois catégories suivant leurs caractéristiques communes.

Le manque de précision des critères d'évaluation	Le manque d'outils de vérification pertinents	La tromperie montée de toute pièce
<ul style="list-style-type: none">La classification d'un produit comme étant vert sur base d'un panel étroit de critères sans tenir compte de l'ensemble des problèmes environnementaux qui englobent les activités d'une entreprise.Le manque de précision de l'allégation dû à un manque de clarté ou de spécificités ne facilitant pas la compréhension des consommateurs. Par exemple, l'Uranium a, à la fois, un caractère naturel et toxique. De plus, les notions telles que "naturel", "vert" ou "écologique" manquent de sens.	<ul style="list-style-type: none">L'aspect moral d'un produit qui peut sembler écologique au premier abord par le consommateur mais qui, d'un point de vue plus global, ne l'est pas autant qu'il ne paraît.Le manque de preuves fiables et vérifiables par des tiers indépendants.L'impertinence d'une allégation permettant d'identifier un produit écologique.	<ul style="list-style-type: none">La création de fausses étiquettes certifiant un produit/processus écologique.Les allégations créées de toute pièce à l'aide de fausses certifications.Les faux espoirs dus à certaines affirmations et les promesses non tenues.Les conséquences dévastatrices en cachant au public les réalités de l'injustice ou de l'environnement.Le "dirty business"La publicité vantardise exagérant les actions environnementales mises en place.La politique malhonnête influencée par les organisations dans le but d'obtenir des avantages affectant la durabilité.Les rapports regroupant des informations détournées de la réalité, afin de créer une image positive de l'entreprise.

Figure 2 : Les pratiques de greenwashing

Source : De Freitas Netto *et al.*, 2020

Cette partie est étroitement liée avec la partie précédente, puisqu'elle explicite les diverses pratiques de greenwashing qui résultent des différents sous-groupes de greenwashing.

2.3 Les sources de greenwashing

Après avoir compris le concept de greenwashing, il est important de comprendre comment il est occasionné. Tout d'abord, suivant Amenc, Goltz et Liu (2021), des indices de références ont été créés, afin de contrôler l'évolution des portefeuilles. Cependant, ces derniers concernent le portefeuille dans son ensemble avec des indices pondérés, au lieu d'une allocation individuelle par action. Actuellement, l'incohérence des indices pondérés est justifiée par la devise de Lampedusa, utilisée depuis quelques décennies par le monde de la finance. Elle consiste à tout changer pour qu'au final, tout reste pareil, facilitant ainsi la mise en place d'objectifs de tracking error très faible. En revanche, l'allocation individuelle par action assure la cohérence entre les mesures affichées par les portefeuilles et les décisions d'investissements en actions. Cette approche permet de mieux allouer les capitaux, afin de garantir une cohérence entre les performances environnementales des actions d'un portefeuille et l'évolution de leurs pondérations. En effet, actuellement, sur base de

l'approche indicielle, beaucoup d'entreprises n'ayant pas un comportement exemplaire ne sont pas sanctionnées, mais, à contrario, récompensées par une pondération plus élevée.

Concernant les considérations écologiques, les scores verts, qui représentent le côté vert d'un portefeuille, sont basés sur des scores moyens pondérés, mais ils ne tiennent pas compte des entreprises prises individuellement. Ils attirent donc des investisseurs, sans provoquer de réels changements sur les émissions de gaz à effet de serre émises par l'entreprise. Cette approche est donc basée sur une optimalisation de gestion des émissions carbone globales d'un portefeuille. Elle n'entraîne donc pas un changement de comportement des entreprises.

De plus, selon Redon, Nicolas, Moretti, Ducasse et Husson-Traore (2021), les indices durables sont créés à partir d'indices de marché sur base d'une approche quantitative. Quatre types de pondération découlent de cette approche :

- La pondération des actions sur base des scores ESG ;
- La pondération en fonction de la partie verte du chiffre d'affaires ;
- La pondération sur base de l'émission carbone ;
- La pondération sur base des exclusions normatives.

Ce type de méthodologie suscite également quelques doutes en matière d'influence des comportements des entreprises d'un portefeuille.

En outre, selon Amenc *et al.* (2021), le manque de cohérence actuel impacte l'engagement des investisseurs. Les plans d'alignement pour la neutralité carbone manquent et font plus souvent office de discours sur la nécessité d'un changement et de gouvernance, à la place d'investissement réel pour provoquer ce changement. Au travers de ces discours, ce sont le plus souvent des objectifs climatiques à moyen ou long terme qui sont mis en avant, alors qu'ils n'occasionnent aucun impact réel sur le court terme.

Ensuite, les données appartenant à la Scope 3¹ sont celles qui représentent les émissions dans la chaîne de valeur d'une entreprise qui vont au-delà des émissions directes et indirectes. Il s'agit des données qui ont le plus d'impact, puisqu'elles représentent plus du trois quarts des émissions totales d'une organisation. Or, ce sont celles qui sont les plus ouvertes au greenwashing, car elles sont réalisées par des modèles d'estimation dont la transparence et la fiabilité sont discutables. De plus, elles sont très peu impactées par des obligations de reporting, contrairement aux données de la Scope 1² et de la Scope 2³. C'est pourquoi, à l'heure actuelle, il est fréquent que les données de la Scope 3 jouent le rôle de compensation

¹ Ce sont des émissions qui proviennent des activités d'autres entreprises qui ont un impact indirect sur la chaîne de valeur de l'entreprise. Il s'agit donc des émissions de la Scope 1 et Scope 2 d'une autre organisation. La majorité des émissions de carbone d'une organisation appartiennent à cette Scope. On retrouve notamment les émissions attachées au transport des employés ou des consommateurs pour acheter les produits d'une entreprise. (Novethic, s.d et United States Environmental Protection Agency, 2021)

² Ce sont les émissions qui proviennent directement de sources contrôlées et possédées par une entreprise. Dans cette Scope, sont comprises les émissions associées aux énergies fossiles comme le pétrole, le charbon... (Novethic, s.d et United States Environmental Protection Agency, 2021)

³ Ce sont les émissions qui proviennent indirectement des activités d'une entreprise telles l'usage de l'électricité, de la chaleur, de la vapeur.... (Novethic, s.d et United States Environmental Protection Agency, 2021)

des données de la Scope 1 et 2 qui sont, de leur côté, relativement fiables. Une certaine prudence est donc nécessaire vis-à-vis de ces données pour des décisions de portefeuille tant que des réglementations de reporting n'auront pas été imposées.

Yang *et al.* (2020) approfondissent les propos précédents en partant du principe que sur le marché, trois types d'entreprise existent : les entreprises d'État, les entreprises privées et les multinationales. Le rôle des entreprises multinationales est important grâce à leur capital d'investissement et de transfert de technologie. Elles ont donc permis aux marchés d'augmenter le niveau de vie des consommateurs à travers la diminution des prix, l'amélioration de la qualité des produits et la disponibilité d'un panel plus complet de produits. Cependant, elles constituent une menace de greenwashing. En effet, les auteurs identifient trois causes principales de greenwashing qui sont liées aux multinationales.

La première est relative aux politiques environnementales qui sont appliquées de façon superficielle. Certaines entreprises abusent de greenwashing pour transmettre une image positive auprès de la société. En général, ces politiques environnementales incluent des stratégies qui impliquent des spécialistes de l'environnement et des principes permettant l'opérationnalité des fonctions au sein d'une entreprise, suivant un schéma compatible avec la protection de l'environnement. Actuellement, les réglementations régies par le gouvernement sont assez restreintes à propos du greenwashing. De plus, leur mise en place est incertaine. Les multinationales sont donc exposées au greenwashing lorsque leurs opérations sont justifiées par la maximisation de profits.

Ensuite, le greenwashing permet à de nombreuses entreprises d'obtenir de nouveaux clients à travers la perception d'une image respectueuse de l'environnement, afin d'augmenter leur part de marché. Cette perception leur offre un avantage concurrentiel par rapport aux autres concurrents du marché. En ce qui concerne les multinationales, cette pression concurrentielle est faible puisqu'elles entrent dans des marchés où les entreprises nationales ne suffisent plus. Grâce à leur capacité d'innovation technologique, leur qualité de main-d'œuvre ou encore leur compétence de gestion, elles ont un avantage par rapport aux entreprises nationales.

Troisièmement, on retrouve les opportunités du marché qui sont générées par les besoins de consommateurs non satisfaits. Les entreprises multinationales profitent donc de cette opportunité pour répondre aux nouvelles demandes de ces consommateurs. Par exemple, la protection de l'environnement est aujourd'hui recherchée par les consommateurs. Les entreprises utilisent donc le greenwashing pour attirer ces consommateurs, tout en se créant une publicité positive.

À travers ces trois sources de greenwashing, il est constaté que les différents critères constituant le « *Business ethics* » ne sont pas respectés par les multinationales. Celles-ci profitent de ces pratiques de greenwashing pour tromper l'ensemble des parties prenantes et la société.

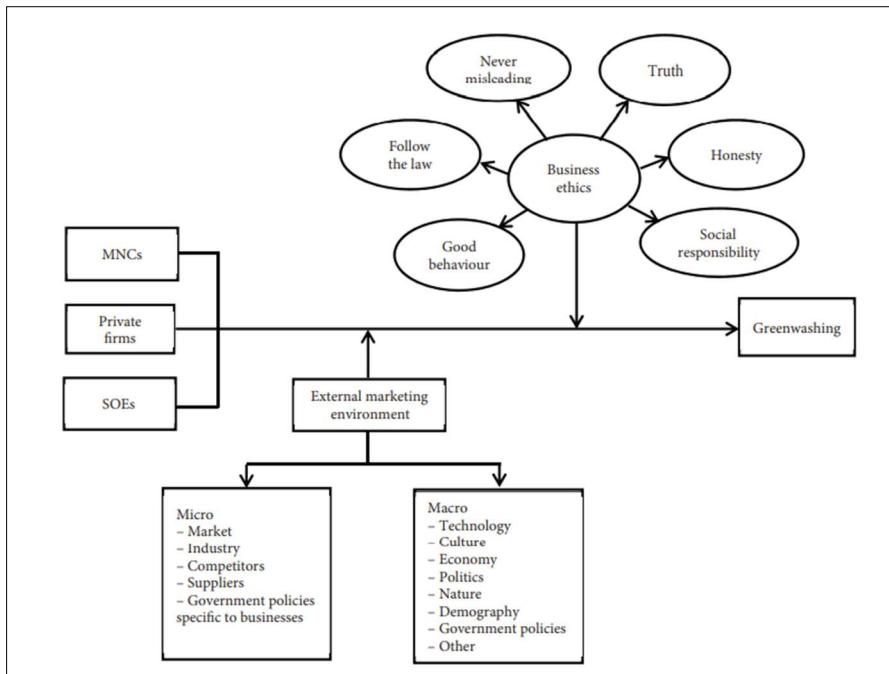


Figure 3 : Les sources de greenwashing

Source : Yang *et al.*, 2020

En guise de conclusion, Redon *et al.* (2021) expliquent que ce marché est régulé par des objectifs trop larges et difficilement mesurables. Il est donc difficile pour les fonds verts de partager leurs performances environnementales réelles dans l'objectif de la neutralité carbone. Il peut être, par exemple, complexe de sélectionner les entreprises participant correctement à cette transition, tout comme il peut être fréquent de sous-pondérer les entreprises intensives en carbone d'un portefeuille, afin de faire baisser l'empreinte carbone du fonds. D'autant plus que les entreprises qui composent les portefeuilles sont généralement des multinationales. De ce fait, elles sont source de greenwashing du portefeuille pour les raisons citées plus haut.

2.4 Les conséquences du greenwashing

Le greenwashing a de nombreuses conséquences sur les parties prenantes dont Yang *et al.* (2020) distinguent deux classes : les parties prenantes existantes et potentielles. Concernant les parties prenantes existantes, le greenwashing apporte des résultats financiers positifs pour les entreprises, mais engendre des effets néfastes pour la société globale au niveau du bien-être. De l'autre côté, les parties prenantes potentielles représentent les investisseurs souhaitant entrer dans le processus des produits véritablement verts et la mise en œuvre de procédés RSE. Cependant, le greenwashing empêche cette classe d'investir dans des entreprises respectueuses de l'environnement, car il crée une suspicion entre les parties prenantes et les marques vertes. S'il n'est pas limité à temps, cela va créer des conséquences néfastes sur le long terme, puisque les investisseurs ou d'autres parties prenantes seront amenés à moins investir dans des processus verts.

Du reste, Yang *et al.* (2020) évoquent des conséquences du greenwashing pour chaque type de partie prenante. De fait, il impacte l'intention d'achat des consommateurs pour des produits verts, puisque ceux-ci se retrouvent confrontés à une quantité d'informations difficiles à évaluer. De plus, les consommateurs ont désormais conscience de ce concept. Cela les rend plus méfiants vis-à-vis des entreprises faisant de la publicité sur ses performances environnementales, et influence directement leur attitude et leur comportement d'achat.

Les entreprises, elles, profitent des effets du greenwashing pour dégager des résultats financiers positifs. Certaines organisations, à cause de la pression exercée par les actionnaires et les environmentalistes, adoptent des pratiques de greenwashing, afin de se créer une réputation et une image respectueuse de l'environnement avec pour objectif de s'enrichir. Cependant, cette pratique peut créer une perte de confiance des travailleurs envers leur entreprise, mais aussi des consommateurs, des investisseurs et des organisations non gouvernementales. Cette perte de confiance peut conduire à une perte de capital de marque.

Le greenwashing s'est fortement répandu dans les stratégies marketing et de communication des organisations, afin de répondre aux besoins des parties prenantes potentielles. En effet, à travers cette pratique, les actionnaires se retrouvent désinformés sur les performances sociales réelles des entreprises. De plus, ils manquent d'informations pertinentes pour juger l'empreinte environnementale des sociétés. Ensuite, comme expliqué auparavant, les investisseurs se fient aux informations communiquées à travers la publicité. Néanmoins, ils restent conscients que ces informations peuvent contenir des formes de greenwashing. Dès lors, les parties prenantes, telles que les investisseurs ou les actionnaires, décident de ne pas coopérer et de ne pas allouer des ressources aux entreprises exerçant cette pratique. En effet, en cas de partenariat, ils pourraient être eux-mêmes assimilés au greenwashing et nuire à leur réputation.

Au niveau de la société, la perte de confiance des consommateurs et une sorte de confusion sont les répercussions du greenwashing. Comme représenté dans la figure 3 ci-dessous, le greenwashing affecte négativement les bénéfices des consommateurs, mais accroît l'intérêt des actionnaires existants. Cela entraîne des effets négatifs sur la société, notamment au niveau du bien-être social. Il est donc nécessaire de faire intervenir les régulateurs pour contrecarrer les conséquences négatives du greenwashing.

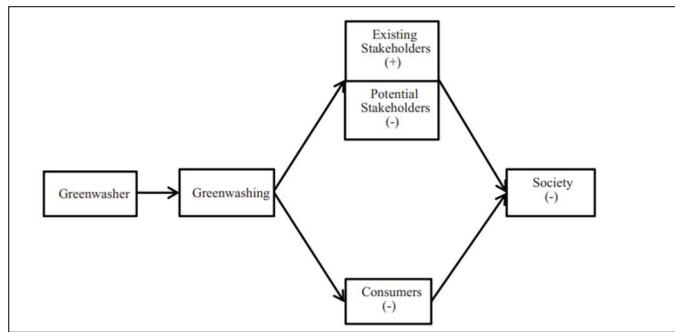


Figure 4 : Les conséquences du greenwashing

Source : Yang *et al.*, 2020

À travers ces explications, nous pouvons constater que les conséquences du greenwashing peuvent être favorables ou défavorables en fonction du type de partie prenante. Elles seront perçues défavorablement par les consommateurs, la société ainsi que les potentielles parties prenantes représentées par les investisseurs et actionnaires potentiels. Au contraire, elles seront favorables pour les actionnaires qui gèrent les entreprises.

2.5 Les pistes de solutions pour combattre le greenwashing

Amenc *et al.* (2021) énoncent trois pistes de solutions afin de combattre le greenwashing :

Premièrement, la taxe pigouvienne est souvent considérée comme la solution contre les externalités causées par les gaz à effet de serre. Cette méthode consiste à poser un prix sur le carbone, afin de favoriser le bien-être social, d'où l'appellation « *social cost of carbon* ». Cependant, les décideurs politiques vont à l'encontre de cette taxe et souhaitent privilégier les capitaux privés. C'est pourquoi l'impact causé par les investissements socialement responsables joue un rôle particulier dans la transition climatique. Néanmoins, le terme « impact » est important, puisqu'il ne s'agit pas seulement d'investir dans des entreprises vertueuses. En effet, par ce terme, on sous-entend que l'investisseur, derrière chaque investissement, a la motivation profonde d'avoir un effet positif sur l'environnement. À partir de là, l'investisseur se sentira en accord vis-à-vis de ses investissements, car ils n'ont pas d'incidence négative sur l'environnement.

Deuxièmement, un impact positif est perceptible à travers les investisseurs et leurs pondérations de portefeuilles. Pour ce faire, l'étude émet deux approches principales dans la pondération des actions d'un portefeuille. D'un côté, l'approche d'inclinaison consistant à multiplier le poids d'un capital par un facteur d'ajustement, basé sur un ou quelques scores climatiques représentant la performance climatique. D'un autre côté, l'approche d'optimisation visant à modifier les poids des entreprises dans l'indice pour tenir compte d'un minimum des aspects climatiques, tout en ayant comme résultat un portefeuille avec une tracking error très faible par rapport à l'indice de base. Cette dernière offre un avantage aux investisseurs présentant des budgets de tracking error à respecter, comme c'est le cas dans la gestion passive. Pour combattre le greenwashing, il est important de débarrasser

l'investissement environnemental des contraintes et des objectifs imposés par les tracking error.

Troisièmement, la stratégie traditionnelle pour construire un portefeuille vert est également à revoir, afin d'assurer une certaine cohérence avec les engagements climatiques des investisseurs. On considère qu'un portefeuille est exposé à des risques de greenwashing quand les considérations climatiques sont moins de 50% des déterminants du poids des actions qui le composent. La nécessité de règles claires et l'élaboration de labels qui protègent les investisseurs du greenwashing (contrairement aux indices de référence) sont nécessaires pour le combattre. Cependant, il reste complexe, à l'heure actuelle, de savoir si une stratégie d'investissement permettra aux entreprises d'émettre moins de gaz à effet de serre. Les canaux des investisseurs permettant d'influencer les décisions des entreprises à émettre moins de CO₂ doivent être analysés, afin de comprendre l'impact de ces derniers. Deux canaux sont distingués : l'engagement et l'allocation de capital.

- L'engagement des investisseurs à investir dans des actions incite les entreprises à devenir plus vertes, de même que le droit de vote pour les propositions faites par les actionnaires. La notion de dialogue fait référence à ce critère, mais trouve ses limites à travers la mise en place minime d'actions pertinentes. C'est pourquoi il est recommandé de lier les décisions de portefeuilles et les stratégies d'engagement. Par exemple, en élaborant un processus composé d'étapes claires et de feed-back sur les investissements ;
- L'allocation de capital consiste à fournir des capitaux aux organisations pour le développement de leurs professions à grande échelle. Les investisseurs verts peuvent approvisionner des capitaux en plus ou prétendre à une rémunération moins conséquente pour avoir fourni des capitaux aux entreprises considérées comme vertes. Cela aurait pour objectif de favoriser les entreprises vertes et d'inciter les entreprises moins vertes à le devenir. Cependant, contrairement à l'engagement des investisseurs, il n'y a encore aucune preuve que cette allocation change le comportement des entreprises.

Selon Serafein (2021), à l'heure actuelle, il y a un débat entre le désinvestissement et l'engagement. Tous les deux ciblent des points critiques qui peuvent nuire à l'intérêt de l'ESG. En effet, le désinvestissement peut aboutir à des conséquences nuisant sur les objectifs environnementaux, notamment lorsqu'un acheteur privé s'intéresse à racheter des entreprises riches en liquidité, mais ayant une mauvaise valorisation au niveau des marchés publics pour constituer son fonds d'investissement privé. Ce genre de transition du marché public vers le marché privé pourrait causer des problèmes de transparence et de décision lorsqu'il s'agit d'entreprises de combustible, car elles auront tendance à tendre vers un système sclérosé. En ce qui concerne l'engagement des investisseurs, il peut être source de greenwashing, puisqu'il peut parfois ne déboucher sur aucun progrès tangible. La meilleure solution serait donc une combinaison du désinvestissement et de l'engagement tout en fixant des standards minima pour atteindre une meilleure transparence.

2.6 La conclusion intermédiaire

À l'issue de cette explication concernant le greenwashing, nous pouvons assimiler ce concept à diverses pratiques de tromperie des entreprises envers les parties prenantes (consommateurs, investisseurs...) avec pour objectif de se créer une image positive et ainsi, espérer dégager des résultats financiers positifs. Ces pratiques peuvent être de la déclaration sélective d'informations, du « decoupling » ou encore de la communication basée sur de fausses allégations. En bref, trois pratiques de greenwashing peuvent être distinguées : le manque de précision des critères d'évaluation, le manque d'outils de vérification pertinents et la tromperie montée de toute pièce. Ces pratiques comportent ainsi un ensemble d'actions.

Nous remarquons que les causes principales de ces pratiques sont des objectifs et des règles de reporting trop larges. Cela se perçoit notamment au niveau des données de la Scope 3 représentant 75% des émissions carbone d'une entreprise. Ces données sont peu souvent prises en compte dans les méthodes d'évaluation. Au contraire, lorsqu'elles sont intégrées au sein de reportings avec les données de la Scope 1 et de la Scope 2, elles occupent un rôle de contrebalance puisque leurs méthodes d'évaluation sont peu fiables. De plus, les entreprises multinationales, que nous retrouvons dans la composition du portefeuille des fonds de portefeuille, jouissent de leur puissance, afin de s'enrichir en attirant les consommateurs à l'aide de procédés de greenwashing. L'impact de ce dernier entraîne des conséquences sur l'ensemble des parties prenantes d'une entreprise. Cela peut aller d'une perte de confiance des consommateurs vis-à-vis de l'ensemble des produits verts, à la méfiance des investisseurs potentiels refusant d'investir dans des entreprises vertes par crainte de nuire à leur image. En raison de ces conséquences, même les véritables produits verts sont niés par les parties prenantes. En revanche, les actionnaires déjà existants au sein des entreprises profitent d'éventuels avantages financiers ainsi que d'une bonne image à l'aide de ces stratégies néfastes pour la société.

L'investissement socialement responsable, dont la volonté est de contribuer à la transition écologique, se retrouve donc sous-exploité à cause des pratiques de greenwashing qu'il subit. De nombreuses pistes de solutions sont énoncées, afin de solutionner les défis environnementaux et sociaux de façon plus efficace. Parmi ces pistes de solution, l'engagement est celle qui est la plus susceptible de parvenir à changer le comportement des entreprises. Cependant, il peut également être à l'origine de pratique de greenwashing. Par conséquent, une combinaison entre l'engagement et le désinvestissement est souhaitable afin d'être un maximum transparent.

Chapitre 3 : Les initiatives mises en place visant à augmenter la transparence

Depuis quelques années, les pratiques de greenwashing au sein du secteur des investissements socialement responsables ne sont plus un secret pour l'ensemble des acteurs du secteur. Comme vu précédemment, le greenwashing a un impact sur l'ensemble des parties prenantes et sur la société. Afin de faire évoluer le secteur dans une direction bénéfique pour l'ensemble de ces parties prenantes et, de la sorte, faciliter la transition écologique, diverses initiatives au niveau européen ont été mises en place.

3.1 Le plan d'action de la Commission européenne

Le plan d'action mis en place par la Commission européenne (2018) pour une finance durable développe plusieurs objectifs de transparence et de lutte contre le greenwashing dans les investissements socialement responsables. Il a été adopté en mai 2018 et est constitué de trois sections.

- La taxonomie européenne ;
- Le règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers – Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) ;
- La Directive sur les rapports de durabilité des entreprises - Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).

Chacune de ces trois sections participe à l'encadrement des investissements socialement responsables à travers des objectifs différents.

3.1.1 La taxonomie européenne

Suivant Creti (2021), la taxonomie verte a pour dessein de répondre aux objectifs climatiques européens, en définissant les activités rentrant dans une approche orientée vers la neutralité carbone. Les objectifs de la taxonomie et du plan d'action de la Commission européenne sont donc tous les deux liés :

« Réorienter les flux de capitaux vers des investissements durables afin de parvenir à une croissance durable et inclusive ; gérer les risques financiers découlant du changement climatique, de la dégradation de l'environnement et des questions sociales ; et favoriser la transparence et le long terme dans l'activité financière et économique » (Creti, 2021, p.40).

Cette taxonomie européenne joue notamment un rôle fondamental en matière de protection et de sécurité des investisseurs contre les pratiques de greenwashing. Pour ce faire, un règlement a été instauré depuis le 12 juillet 2020, afin de ne sélectionner que les activités économiques répondant aux six objectifs environnementaux :

- L'atténuation du changement climatique spécifiant les critères par secteur ;
- L'adaptation au changement climatique, c'est-à-dire les solutions mises en œuvre par l'entreprise afin de réduire les risques climatiques ;
- L'utilisation durable et la protection de l'eau et des ressources marines ;

- La transition vers une économie circulaire ;
- La prévention et le contrôle de la pollution ;
- La protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes.

Chaque activité économique doit se trouver dans la lignée d'au moins un de ces six objectifs climatiques, sans pour autant comporter des effets néfastes sur les autres. Ce critère est appelé DNSH (Do Not Significantly Harm).

Ce règlement impose à de nombreuses entreprises la publication d'informations concernant la part du chiffre d'affaires de leurs activités économiques dans la logique du plan environnemental. À compter de 2022, ces informations devront apparaître dans le reporting non-financier de chaque entreprise et institution financière. Forum Ethibel (2021) précise que les produits financiers qui ne contribuent pas à la durabilité à travers la taxonomie devront clairement l'indiquer (Voir ANNEXE 1 : Calendrier de publication d'informations concernant les fonds). Le groupe Eurosif (2021) établit que le niveau d'alignement des institutions financières avec la taxonomie est, à l'heure actuelle, de 1-2%. Ce résultat ne permet pas de qualifier l'économie actuelle de durable. D'autre part, seulement 1-5% des entreprises et fonds d'investissement sont considérés comme durables selon la taxonomie. Dès lors, l'engagement des actionnaires n'est, pour l'instant, pas optimal sur le plan de la durabilité. Les fonds d'investissement sont donc vendus comme étant responsables, alors que la majorité d'entre eux ne s'aligne pas aux objectifs décrits par la taxonomie. Il s'agit là d'une forme de greenwashing qui consiste à communiquer sur l'aspect écologique d'un fonds pour en accroître les ventes.

D'après Creti (2021), la taxonomie européenne est, avant tout, une approche sectorielle traitant sept secteurs :

- Les technologies liées à la communication et l'information ;
- L'eau, les déchets et les égouts ;
- Le bâtiment ;
- Les transports ;
- La production industrielle ;
- L'agriculture et l'entretien des forêts ;
- L'approvisionnement en gaz, électricité, vapeur et air conditionné.

Chacun de ces secteurs est attribué à un ou deux seuils relatifs à la neutralité carbone : un seuil actuel et un seuil futur.

De plus, trois classes ont été définies au sein de chaque domaine d'activités :

- Les activités neutres ou à faible intensité en carbone ;
- Les activités en transition permettant d'atteindre la neutralité carbone pour 2050 en tenant compte de l'existence d'un seuil de compatibilité lié à la durabilité ;
- Les activités rendant possible cette transition grâce à leur soutien apporté aux autres entreprises, afin de réduire leur impact carbone.

Il est également important de préciser que les activités vertes sont automatiquement prises en compte au sein des sept secteurs cités ci-dessus, peu importe leur niveau d'émission de gaz à effet de serre. Cependant, l'impact social et le DNSH doivent être garantis. Il s'agit d'une incohérence, car les objectifs de cette taxonomie visent la neutralité carbone. Or, ils ne seront pas atteints puisque tous les produits verts, quel que soit leur niveau de gaz à effet de serre, sont admis dans cette taxonomie. Il s'agit d'une pratique de greenwashing liée aux connexions logiques que l'on attribue à certaines caractéristiques naturelles. Dans ce cas-ci, un produit vert est d'office considéré comme écologique.

Néanmoins, trois groupes d'activités ne sont pas repris dans cette réglementation européenne :

- Les activités économiques comptant pour une grande part de l'emploi et de la valeur brute, mais représentant une faible portion des émissions globales ;
- Les activités économiques intensément carbonées nécessitant de larges progrès technologiques pour réduire leur émission carbone. C'est le cas notamment du transport aérien ;
- Les activités économiques intensément carbonées progressivement remplacées par des technologies déjà existantes, telles que le charbon et le pétrole.

Les cas de l'énergie, du gaz et du nucléaire requièrent une analyse au cas par cas, afin de juger leur compatibilité avec la taxonomie européenne. C'est pourquoi cette réglementation nécessite encore des approfondissements et des explications concrètes concernant son application dans la lignée des politiques européennes. Par exemple, l'établissement d'une taxonomie brune, en plus de la taxonomie verte actuelle, permettrait de supprimer directement les activités non durables qui ne s'alignent pas sur les objectifs de la taxonomie. De plus, cette taxonomie brune devrait comprendre également les produits verts à forte intensité carbone.

3.1.2 Le règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers

Suivant la Commission européenne (s.d), le règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (SFDR) est entré en vigueur le 10 mars 2021. Il permet un regroupement des produits d'investissement durables et met à l'honneur la manière dont le gestionnaire d'un produit implique la durabilité. Il s'agit d'une déclaration d'impact négatif. Conformément à cette classification, Forum Ethibel (2021) exposent les trois articles qui sont pris en compte :

- **L'article 6** ne comportant aucune intention future concernant la durabilité ;
- **L'article 8** regroupant les produits promouvant un caractère environnemental et social ou investissant dans des entreprises ayant une bonne gouvernance ;
- **L'article 9** reprenant les produits s'apparentant à l'investissement durable avec un objectif d'impact clair.

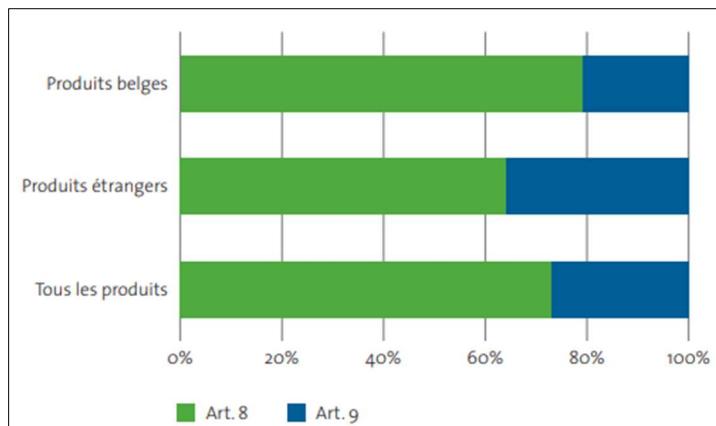


Figure 5 : La représentation des produits financiers durables vendus en Belgique à travers la classification européenne SFDR en vigueur depuis mars 2021

Source : Forum Ethibel, 2021

Le rapport rédigé par Redon *et al.* (2021) met en avant la confusion créée actuellement par l’Article 8 et l’Article 9, vis-à-vis des investisseurs et des épargnants dans la transition climatique. Or, l’impact sociétal des fonds appartenant à l’Article 9 est meilleur que ceux de l’Article 8 qui ne regroupe qu’un ensemble de produits considérés comme verts, sans pour autant avoir un impact important. Cela entraîne un manque de clarté qui peut déboucher sur une forme de greenwashing, en détournant le regard des parties prenantes grâce à des informations peu détaillées. C’est pourquoi, en octobre 2021, un projet de normes techniques (RTS) a été publié, afin d’améliorer la transparence des fonds. Ce projet impose de nouvelles normes pour les fonds appartenant à l’Article 8 et l’Article 9. Pour les fonds de l’Article 8, « *Ils devront déclarer si leurs caractéristiques environnementales ou sociales s’accompagnent d’un pourcentage minimum d’encours alloué à des investissements durables (environnementaux au sens taxonomique ou non, ou sociaux), et publier périodiquement la part d’investissements durables, y compris alignés à la Taxonomie, qu’ils ont réalisée ou la déclarer égale à zéro.* » (Redon *et al.*, 2021, p.13). Enfin, pour l’article 9, il sera exigé de publier « *le pourcentage minimum d’investissement durable répondant à l’objectif du produit* » (Redon *et al.*, 2021, p.13), ainsi que « *la correspondance ou non de l’objectif d’investissement durable avec les activités économiques durables au sens de la Taxonomie environnementale et les objectifs taxonomiques auxquels le produit contribue.* » (Redon *et al.*, 2021, p.13)

En se référant à ce rapport, la réglementation SFDR émet des obligations de transparence à propos des fonds d’investissement basées autour de trois critères axés sur l’honnêteté :

- Mettre en place une évaluation concernant les risques de durabilité (perte de valeur/rendement d’un investissement) ;
- Introduire le concept de « principales incidences négatives » (PAI) permettant d’estimer l’impact négatif des investissements sur base des critères ESG ;
- Mettre en place des caractéristiques ou objectifs concernant la durabilité, ainsi que des indicateurs de mesure de conformité dans l’optique de transparence.

Ces trois critères ont pour but de lutter contre les déclarations de communications mensongères visant à créer une image positive autour des fonds d'investissement.

Cependant, en plus de ces obligations de transparence actuelles et conformément au Forum Ethibel (2021), de nouvelles règles entreront en vigueur dans les années à venir pour lutter contre les pratiques de greenwashing. Par exemple, dès le 1^{er} janvier 2023, il deviendra obligatoire pour chaque entreprise composant les fonds de publier des reportings périodiques complets, afin d'assurer leur transparence. Cette règle permettra de sélectionner les entreprises ayant les résultats sociaux les plus bénéfiques pour construire des portefeuilles d'entreprises avec un bon score de durabilité. Même si les reportings sont obligatoires pour les entreprises depuis le 1^{er} janvier 2022, ils demeurent encore allégés au niveau des données (Voir ANNEXE 2 : Calendrier de publication d'informations concernant les entreprises). Eurosif (2021) conclut en considérant le SFDR comme un outil de transparence devenu une norme de qualité pour les produits ISR lancés sur le marché. Cependant, la Directive n'est pas encore considérée comme efficace en matière d'engagement, puisque les exigences énoncées sont considérées comme peu engageantes. En plus de cela, les définitions concernant les principaux indicateurs d'impact négatif et l'investissement durable ne sont pas suffisamment claires. Finalement, aucun seuil ou norme n'a été défini à l'avance pour mesurer ces impacts négatifs. Ce manque de clarté est donc une ouverture au développement du greenwashing.

Enfin, d'après Forum Ethibel (2021), ce qui différencie la taxonomie du SFDR, c'est le fait qu'elle vise la durabilité d'une activité économique, au lieu d'une organisation économique ou d'un fonds d'investissement. En outre, elle n'impose pas de minimum pour identifier un fonds comme durable.

3.1.3 La Directive sur les rapports de durabilité des entreprises

Colasse et Déjean (2022) précisent que la Directive sur les rapports de durabilité des entreprises présentée par l'Union européenne en 2021 (Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD) consiste en un approfondissement de la Directive sur la publication d'informations non financières (Non-Financial Reporting Directive – NFDR). Celle-ci existait depuis 2018, mais ne concernait que les grandes entreprises cotées ou non en bourse. Cette ancienne Directive imposait à ces entreprises d'introduire une Déclaration annuelle de performance extra-financière (DPEF) au sein du rapport annuel de gestion. Cette Déclaration reprenait des informations à propos des actions prises par les entreprises pour s'adapter à l'impact causé par le changement climatique, des objectifs et outils de réduction des émissions de gaz à effet de serre et des actions sociales. Cependant, cette obligation de publication était très globale et manquait de structure, notamment concernant la relation entre les données financières et extra-financières. Ce manque de structure et de cadre laissait une porte ouverte à de nombreuses pratiques de greenwashing telles que des exclusions d'informations ou des données ambiguës. C'est pour reboucher ce fossé que l'Autorité des normes comptables (ANC) a établi, en 2019, un premier rapport exposant les premiers piliers de la normalisation des informations extra-financières et ce, afin d'en assurer leur qualité.

La Directive sur les rapports de durabilité des entreprises s'est, ensuite, développée. Du point de vue de Forum Ethibel (2021), cette Directive concerne la communication d'informations transparentes à propos de la durabilité. Ces informations sont jugées utiles pour les investisseurs, afin d'atteindre la neutralité carbone pour 2050.

L'autorité des marchés financiers (AMF, 2022) décrit les entreprises concernées par cette obligation de reportings extra-financiers dès 2022. Il s'agit d'entreprises à intérêt public ayant un nombre moyen de salariés plus élevé que 500, dont le chiffre d'affaires est plus élevé que 40 millions d'euros ou qui obtiennent un bilan supérieur à 20 millions d'euros. Un calendrier de mise en application reprenant l'ensemble des exigences en matière de publication d'informations a été établi par l'Union européenne pour les entreprises et les fonds (Voir ANNEXE 1 : Calendrier de publication d'informations concernant les fonds & Voir ANNEXE 2 : Calendrier de publication d'informations concernant les entreprises). Lorsque nous comparons ces deux calendriers, il semble important de souligner l'incohérence des dates. En effet, pour l'année 2022, un reporting déjà détaillé est attendu des fonds, alors qu'un reporting allégé suffit pour les entreprises. Cela peut donc être source de greenwashing, car seules les données positives sont partagées. De la sorte, un fonds peut comporter des entreprises qui paraissent responsables, mais ne le sont pas en réalité. Il peut y avoir une omission d'informations négatives et donc une divulgation sélective. Selon le Forum Ethibel (2021), une date de mise en application ultérieure a été accordée aux petites et moyennes entreprises. Les microentreprises ne sont, pour l'instant, pas concernées par cette Directive. La loi impose une vérification de chaque information, ainsi que des obligations d'audit et de contrôle pour assurer la fiabilité de leurs publications. De ce fait, les informations basées sur la durabilité auront autant de poids que les informations financières. Colasse et Déjean (2022) rajoutent que les reportings extra-financiers devront fournir des informations à propos du changement climatique, des problèmes durables et de l'impact causé par leurs activités sur l'environnement.

Suivant Eurosif (2021), l'Union européenne a mis en place des repères d'exclusion, appelés Benchmarks, tels que « *Climate Transition Benchmarks* » (CTBs) et « *Paris-aligned Benchmarks* » (PABs). Le « *Climate Transition Benchmarks* » oblige une intensité de carbone de 30% en moins comparé aux investissements de départ. Tandis que le « *Paris-aligned Benchmarks* » (PABs) impose une réduction de 50% par rapport aux investissements de départ. De plus, ces deux repères exigent une diminution de 7% par an des émissions de carbone de l'indice. Ces repères sont des outils d'engagement pour les actionnaires, afin de rester éligible sur le marché. À l'heure actuelle, les entreprises ont tendance à se diriger vers une approche « sensible aux risques » qui repose sur la limitation de contact avec les secteurs à fortes émissions. L'idéal serait une approche orientée vers les résultats qui consisterait à s'engager avec ces secteurs intensément carbonés pour tendre vers la décarbonisation. Des contraintes ont été exposées pour y remédier, mais restent encore trop souples. Elles ne contribuent donc pas à la décarbonisation importante dans la vie pratique. Mottis et Philipponnat (2020) soutiennent ce propos en ajoutant que, si un investisseur décide de

constituer un portefeuille d'actifs sans inclure des entreprises intensément carbonées, d'autres investisseurs moins responsables pourront tout de même acquérir ces mêmes entreprises et profiter de leurs résultats financiers. Par conséquent, nous sommes face à un procédé de greenwashing, sous la forme du « *dirty business* ». En effet, de fausses étiquettes sont attachées à ces entreprises, ce qui leur permet de tirer des avantages économiques de ces fausses allégations. C'est pourquoi la notion de l'engagement actionnarial fait surface pour influencer l'ensemble des entreprises à contribuer à la diminution de l'impact carbone sur l'environnement.

D'après Colasse et Déjean (2022), lors de la COP26 en novembre 2021, l'Union européenne a décidé de créer un organisme – *International Sustainability Standards Board* (ISSB) – ayant pour but d'élaborer un référentiel comportant une série de normes de durabilité. Il serait une aide pour assister les investisseurs dans leurs choix. Les premières normes apparaîtront courant de l'année 2022. Ces normes communes leur apporteront plus de clarté et limiteront les formes de greenwashing.

3.2 La conclusion intermédiaire

Le manque de transparence des données extra-financières liées aux investissements socialement responsables est souvent critiqué parce qu'il débouche, la plupart du temps, sur diverses pratiques de greenwashing. C'est pour cela que divers dispositifs réglementaires européens ont été mis en place, afin de construire un cadre autour de ces investissements. À l'issue de cette exposition du plan d'action de la Commission européenne, nous pouvons remarquer que ces dernières années, l'Union européenne a mis un certain nombre de moyens en place pour établir un cadre commun. Celui-ci est fondé sur le pilier de la transparence des produits financiers (SFDR) et des activités économiques (la taxonomie), ainsi que la publication d'informations claires à propos des entreprises (CSRD).

Premièrement, la taxonomie impose la publication de la part du chiffre d'affaires des activités économiques des entreprises suivant les six objectifs environnementaux. Ensuite, le SFDR concerne les obligations de transparence des fonds d'investissement regroupés au sein de l'Article 8 ou de l'Article 9. Enfin, la CSRD a mis en place un calendrier comportant les exigences en matière de publication d'informations pour les entreprises ainsi que les fonds. Néanmoins, ces cadres nécessitent encore quelques approfondissements avant d'être considérés comme des outils vraiment efficaces dans la lutte contre le greenwashing. La nécessité d'une transparence des données extra-financières est souhaitable par l'ensemble du secteur. Ces améliorations peuvent consister en des règles plus strictes en matière de reportings qui traitent les données extra-financières, l'engagement des investisseurs ou encore l'utilisation de nouveaux types de données, autres que l'émission carbone par exemple. Tout cela pour s'assurer que les investissements socialement responsables ne pratiquent pas de greenwashing.

Chapitre 4 : Les labels ISR européens

En plus de se conformer à un plan d'action de la Commission européenne, l'obtention de labels ISR auprès d'agences indépendantes apparaît comme autre façon d'assurer la transparence d'un fonds et d'éviter des risques de greenwashing.

4.1 L'explication du concept

En nous référant au Forum Ethibel (2021), nous apprenons que les labels ont pour objectif d'accroître la transparence des investissements durables auprès des investisseurs qui se retrouvent souvent submergés par un grand nombre d'informations extra-financières. Ils apportent une certaine crédibilité aux produits, afin que l'investisseur puisse faire le meilleur choix. Ils endosseront donc un rôle de sécurité pour des données souvent exposées aux risques de greenwashing, en raison des procédés douteux des agences de notation dont les parties prenantes sont dépendantes. Popescu, Hitaj et Benetto (2021) précisent que les labels sont généralement vérifiés à l'aide d'un audit à partir de données transmises par l'entité principale du fonds. Si les critères sont remplis par ces données, une rémunération est accordée à l'agence de ce label par le gestionnaire du fonds. Comme indiqué dans le rapport réalisé par Redon *et al.* (2021), les labels créent un cadre standard avec des seuils d'exigences minimums à respecter concernant les processus de gestion, l'engagement des actionnaires ou les exclusions. Les Articles 8 et 9 cités dans la partie SFDR viennent augmenter les objectifs de transparence de ces labels. Le Forum Ethibel (2021) en dénombre plus de 400. Ci-dessous, sont cités les principaux labels européens en matière de durabilité.

- **Eu Ecolabel** est un label créé et géré par l'Union européenne pour se concentrer sur l'environnement et le climat ;
- **FNG** est géré par le groupe d'intérêt FNG pour les ESG dans les pays germaniques ;
- **Greenfin** est un label créé et géré par le gouvernement français pour se focaliser sur l'environnement et le climat ;
- **ISR** est un label créé et géré par le gouvernement français pour se focaliser sur les ESG ;
- **LuxFlag Climate Finance** est un label créé et géré par le secteur financier luxembourgeois pour se concentrer sur l'environnement et le climat ;
- **LuxFlag ESG** est un label créé et géré par le secteur financier luxembourgeois pour se concentrer sur les ESG ;
- **Nordic Swan** est un label créé et géré par le gouvernement des pays scandinaves pour se focaliser sur les ESG ;
- **Towards Sustainability** est un label créé en 2019 par Febelfin, un secteur financier belge, pour se focaliser sur les ESG. En 2020, ce sont 494 produits qui ont reçu ce label contre 311 en 2019 ;
- **Unweltzeichen** est un label créé et géré par le gouvernement autrichien pour se focaliser sur les ESG ;

Ces neuf labels sont comparés ci-dessous à l'aide de six critères :

- **Éligibilité** : On distingue deux types de labels. D'une part, les labels verts qui se basent sur la proportion des revenus d'une activité écologique d'une entreprise. D'autre part, les labels ESG qui se concentrent sur les trois critères qui les composent (environnemental, sociétal, gouvernance) ;
- **Structure et composition du label** : Les labels utilisent soit un mécanisme de « pass or fail » où tous les produits sont évalués sous les mêmes critères, soit un mécanisme à points qui offre des points bonus en cas d'une cote plus élevée que le seuil minimum imposé ;
- **Transparence** : Ce critère concerne l'accès, la communication et la disponibilité des informations à propos de la politique et des critères de durabilité. Cette transparence débouche notamment sur la réalisation de rapports de performance de durabilité. Par exemple, certains labels n'imposent aucun minimum de publication, mais récompensent ceux qui se surpassent. D'autres labels n'ont, en revanche, pas d'obligation concernant les rapports de performance ;
- **Gouvernance** : Les labels disposent de systèmes de contrôle dont la fréquence de révision des lois diffère ;
- **Rigueur** : Cette fonction concerne les critères et les seuils d'exclusion. Par exemple, les armes, le tabac, le charbon font partie de ces seuils d'exclusion. En général, les labels verts sont plus sévères envers les activités énergétiques que les labels ESG. Certains labels imposent également des obligations, alors que d'autres prônent une certaine liberté dans la poursuite d'une stratégie positive ;
- **Impact** : L'impact d'un label se mesure sur base du compte de fonds labélisés ainsi que les capitaux investis pour ces fonds. L'étude souligne que les labels ESG ont, en général, une part de marché en matière d'investissements durables plus importante que celle des labels verts.

Maintenant que les neuf labels et les six critères de comparaison ont été définis, il est possible d'identifier les forces et les faiblesses de chacun d'entre eux.

Tableau 1 : La description des forces et faiblesses des neuf labels européens principaux sur base des six critères de comparaison

	Forces	Faiblesses
Label FNG	<p>Exigences minimales à respecter de la part d'un demandeur + points bonus si exigences ESG en plus.</p> <p>Accès aux informations de durabilité = transparence + clarté</p> <p>Rapport de performance de durabilité + points bonus si dépassement</p>	Nombre réduit de produits
Greenfin	Accès et disponibilité des exigences et des mécanismes de contrôle = transparence	Perçu comme un label de niche
Label « ISR »	<p>Garantie de politique ESG assurée</p> <p>Encouragement vers les investissements durables</p> <p>Nombre des fonds important = label influent</p>	<p>Pas de normes négatives/positives approfondies + exceptions possibles quant au seuil minimal imposé</p> <p>Système de « pass or fail »</p>
LuxFlag Climate Finance	<p>Label strict se concentrant sur une seule thématique</p> <p>Transparence concernant les exigences et les conditions</p>	Nombre de fonds limité
LuxFlag ESG	<p>Nombre des fonds important = label influent</p> <p>Structure solide + procédures de demande, d'évaluation et de décisions claires</p>	<p>Transparence faible concernant les exigences et les conditions + pas d'obligation concernant les rapports de performance de durabilité</p> <p>Normes vastes</p> <p>Système de « pass or fail »</p>

Nordic Swan	Exigences minimales à respecter de la part d'un demandeur + points bonus si exigences ESG en plus. Accès aux informations de durabilité = transparence + clarté	
Towards Sustainability	Nombre des fonds le plus important = label influent	Transparence faible concernant les critères imposés vis-à-vis des investisseurs finaux + pas d'obligation concernant les rapports de performance de durabilité Système de « pass or fail » Exceptions possibles quant au seuil minimal imposé
Umweltzeichen	Seuil minimum de classification concernant les demandeurs et les performances ESG d'un produit + points bonus si degré de sélectivité plus approfondi.	

Source : Forum Ethibel, 2021

À la suite de cette comparaison, nous pouvons constater que certains labels peuvent être eux-mêmes plus régulièrement sujets à des pratiques de greenwashing par les gérants de fonds que d'autres (cf. supra p.9). À titre d'exemple, le label Towards Sustainability a une transparence faible et pas d'obligation en ce qui concerne l'établissement de reportings. De la sorte, ce label peut être l'objet de procédés de greenwashing tels que la divulgation sélective d'informations pour ne partager que les informations positives ou omettre celles qui ont un impact négatif sur l'environnement par les maisons de gestion. De plus, les informations sont susceptibles d'être mensongères ou ambiguës. D'autant plus que Popescu *et al.* (2021) précisent que l'évaluation réalisée avant l'obtention d'un label se concentre sur l'engagement des fonds, à la place de leurs impacts réels. Un fonds ayant obtenu le label Towars Sustainability peut avoir de mauvaises performances environnementales. Il en est de même pour le label LuxFlag ESG et le label « ISR » qui disposent tous les deux de normes vastes, ce qui peut provoquer un manque de clarté et de confusion chez l'investisseur. Les labels peuvent donc tromper la perception des parties prenantes à propos des

investissements socialement responsables en raison de leur manque de précision dont les gestionnaires de fonds profitent.

4.2 Les stratégies d'investissement des labels

Chaque label dispose de ses propres stratégies d'investissement, de même que diverses pondérations et exclusions face aux différents critères. L'objectif de ce sous-chapitre est de passer en revue les stratégies de chacun des labels repris dans la base de données des fonds d'actions de l'Article 8 (voir ANNEXE 3 : Base de données des fonds d'actions de l'Article 8), afin de comprendre leurs critères et leurs points d'attention lors de l'attribution de leur label aux fonds d'investissement de cet Article. De fait, une incohérence est constatée lors de l'étude de ces fonds de l'Article 8. En effet, certains d'entre eux peuvent avoir, par exemple, des moyennes pondérées de l'intensité carbone très différentes, alors qu'ils sont tous les deux labélisés, mais avec des labels différents.

Premièrement, le label **Towards Sustainability** (2021) est attribué à un produit financier à condition qu'il respecte ces quatre stratégies suivantes :

- L'intégration des critères ESG en repérant les impacts possibles des risques liés à la durabilité sur le rendement d'un produit, ainsi que les risques d'impact négatif sur ces critères ESG lors de chaque investissement ;
- La sélection normative en vérifiant l'alignement des entreprises avec les différentes conventions que le label respecte ;
- L'exclusion ;
- Au minimum, une de ces stratégies suivantes :
 - Best-in-class ;
 - L'approche thématique ;
 - L'investissement à impact ;
 - La surpondération/ la sous-pondération ;
 - Le surpassement d'un résultat attendu par un benchmark à propos d'un ou plusieurs critères ESG ;
 - Autres stratégies durables reconnues par la Central Labelling Agency (CLA).

Pour les secteurs opérant dans le combustible fossile, l'engagement de l'entreprise ou l'action des actionnaires doit être exposé clairement à travers des politiques mises en place concernant les reportings, les droits de vote... Ces critères sont hautement encouragés par les secteurs ayant un risque élevé d'un impact négatif sur l'environnement.

Deuxièmement, le **label ISR** (2020) reprend l'ensemble des critères de labélisation dans un référentiel détaillé pour chaque type de fonds : les fonds de gestion d'actifs immobiliers et les fonds de gestion d'actifs mobiliers.

- La prise en considération des facteurs ESG avec les objectifs financiers, globaux et ESG rapportés dans un document réglementaire et commercial à destination des investisseurs. Concernant les fonds d'actifs immobiliers, seul un document commercial est nécessaire ;
- Les méthodologies d'analyse et de notation réalisées par l'entreprise qui gère le portefeuille. Ces méthodologies doivent être décrites en mettant en avant leurs capacités à prendre en considération les critères ESG dans les décisions d'investissement. Pour ce faire, les moyens mis en œuvre en interne et en externe doivent être décrits, afin de prouver les efforts réalisés facilitant l'analyse et la compréhension des données recueillies ;
- La mise en avant des facteurs ESG dans l'élaboration et le cycle de vie du portefeuille, à travers une stratégie décrite de façon claire. Les résultats doivent également être mesurables. En revanche, il est exigé des fonds de gestion d'actifs mobiliers que ses objectifs s'inscrivent dans une perspective à long terme ;
- Pour les fonds de gestion d'actifs mobiliers, la politique d'engagement et la politique de vote sont en alignement avec les objectifs du fonds. Les fonds de gestion d'actifs immobiliers doivent s'assurer de la cohérence des objectifs du fonds, à travers une politique d'engagement envers les parties prenantes ;
- La mise en place d'une communication formelle concernant les objectifs et la stratégie vis-à-vis des parties prenantes pour faciliter la transparence du fonds. Un suivi en interne doit être mis en place et faciliter le respect des règles ISR ;
- Le suivi des performances ESG du portefeuille.

Troisièmement, le **label FNG** (2021) impose également une série de critères aux entreprises en vue de son obtention :

Ci-dessous, sont expliqués les critères minimaux obligatoires :

- Respect du code de transparence reprenant des informations basiques concernant les fonds et l'entreprise qui l'émet, les évaluations ESG des entreprises qui composent le portefeuille, le processus d'investissement, la publication d'informations claires ainsi que l'engagement de l'entreprise et des actionnaires. L'entreprise émettrice doit signer ce code de transparence ;
- Le fonds répond au profil de durabilité FNG en dévoilant des informations sur la stratégie de durabilité ;
- Le portefeuille est aligné avec les critères ESG en analysant chaque titre du portefeuille. Une stratégie de durabilité doit être explicitement indiquée. Le fonds doit appartenir à l'Article 8 ou à l'Article 9.
- L'exclusion normative d'entreprises opérant dans des secteurs jugés non éthiques ou ayant des risques d'impact négatif sur l'environnement.

Par la suite, des stratégies de durabilité supérieures peuvent être utilisées de façon libre :

- La crédibilité institutionnelle regroupant les activités liées au développement durable de l'entreprise émettrice du fonds ;
- Les normes relatives aux produits incluant des processus de recherche ISR, des analyses ESG qualitatives, un suivi des reportings ESG...
- Une approche focalisée sur le portefeuille :
 - Les stratégies de sélection : l'exclusion (en plus des critères minimaux), Best-in-Class, l'approche thématique ;
 - Le dialogue, le vote et l'engagement pour assurer la transparence du processus ;
 - L'évaluation des performances ESG pour quantifier l'impact ESG du portefeuille.

Quatrièmement, le **label Relance** (2021) dispose également d'exigences en matière d'ESG :

- Les obligations relatives à l'engagement actionnarial et la stratégie d'investissement d'un fonds :
 - L'exclusion des activités en lien avec le charbon ;
 - Les mesures favorisant la réduction de gaz à effet de serre ;
 - L'égalité des sexes et les pratiques de gouvernance excellentes ;
 - Les mesures sociales et de partage de valeurs avec les salariés ;
- Le respect envers les obligations ESG de l'AMF telles que la définition d'objectifs mesurables ;
- L'obligation des entreprises de gestion de communiquer une démarche RSE à long terme reprenant un ensemble d'objectifs et d'actions pour l'atteinte de ces objectifs ainsi qu'un correspondant ESG. Cependant, les fonds déjà labélisés sous le label ISR et Greenfin sont dispensés de cette obligation ;
- L'obligation de reporting pour assurer la transparence du fonds. Le contenu de ce reporting est basé sur l'alignement des informations avec les critères exigés par le label.

Enfin, le label **LuxFlag** (2021) dispose de cinq critères pour assurer son obtention.

- La sélection d'au moins trois de ces cinq stratégies : Best-in-class, l'exclusion, l'engagement, l'intégration ESG et l'investissement à impact ;
- Le respect des exigences de l'Article 8 et de l'Article 9 ;
- La description de la stratégie d'investissement avec l'intégration des critères ESG, ainsi qu'un contrôle constant de la cohérence de cette stratégie ;
- Le respect des directives d'exclusion imposées par le label ;
- L'autorisation et la supervision par un État membre de l'Union européenne.

4.3 La conclusion intermédiaire

Dans ce chapitre, nous avons pu approfondir la notion de greenwashing à travers la façon dont les gestionnaires de fonds utilisent les labels (cf. supra p.9). En effet, l'objectif principal de ces derniers est d'améliorer la transparence des fonds d'investissement, à l'aide de critères propres à chacun d'entre eux. Un fonds obtient un label lorsqu'il respecte les différentes stratégies d'investissement que le label exige. Si les données fournies par le fonds sont vérifiées, ce dernier peut alors obtenir le label par l'agence qui l'octroie contre rémunération. Cependant, ces labels, bien qu'ils jouent un rôle de sécurité, peuvent ne pas entièrement lutter contre les pratiques de greenwashing. En effet, lors de la comparaison des neuf labels européens principaux, nous avons constaté que les labels Towards Sustainability, LuxFlag ESG et « ISR » manquait de transparence et de normes cohérentes, ce dont certains gestionnaires de fonds peuvent faire un mauvais usage. Or, ce sont les trois labels européens les plus influents en Europe.

Comme expliqué précédemment, chaque label dispose de stratégies d'investissement différentes. Lors du passage en revue des analyses des stratégies de chaque label pour l'obtenir, nous pouvons donc constater de fortes divergences au niveau de l'ensemble des fonds issus de l'Article 8. De fait, certains fonds, même s'ils sont labélisés, ont des empreintes carbone très différentes.

Par conséquent, tous les labels ne sont pas des outils fiables à 100% dans la lutte contre le greenwashing.

Chapitre 5 : Les stratégies d'investissement

5.1 L'exploration des stratégies d'investissement

Comme expliqué ultérieurement, en vue de leur obtention, les labels exigent l'usage de différentes stratégies d'investissement des produits financiers. Cinq stratégies d'investissement ont été exposées : les critères d'exclusion/d'intégration des facteurs ESG, l'analyse sur base de normes, l'approche Best-In-Class, l'approche thématique ainsi que l'investissement à impact. Dès lors, il semble pertinent de détailler ces diverses stratégies, afin de percevoir les parties qui pourraient être sujettes aux activités de greenwashing.

Forum Ethibel (2021) a effectué un classement des stratégies par ordre décroissant de leur utilisation. La première stratégie qui ressort est celle de l'exclusion et de l'intégration des facteurs ESG. Par exemple, les activités liées au tabac, aux armes ou au charbon sont exclues. De plus, la non-conformité aux différents traités et normes mondiaux ou nationaux (ex : pacte mondial des Nations unies) représente également des critères d'exclusion. Par ailleurs, la stratégie d'intégration consiste à mettre en avant des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance au cours du processus d'investissement. La deuxième stratégie est basée sur les normes, afin de réduire le panel d'investissements sur base des caractéristiques négatives des entreprises. La troisième stratégie est la « Best-In-Class » qui consiste à prendre uniquement en compte les acteurs de chaque secteur qui obtiennent les meilleures performances en matière d'ESG. Cette stratégie est relativement populaire auprès des acteurs étrangers. Les deux dernières stratégies se prénomment « l'approche thématique » et « l'investissement à impact ». Cette dernière reste la moins utilisée. L'approche thématique est définie par Auvray, Bédu, Granier et Rigot (2022), comme la mise en avant des entreprises exerçant dans un secteur d'activité appartenant au développement durable tel que l'énergie renouvelable.

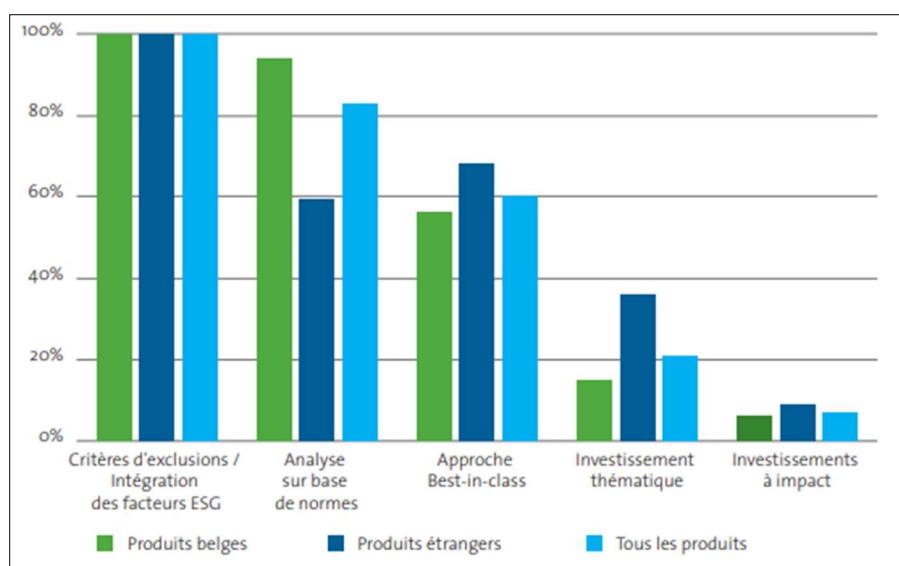


Figure 6 : Les stratégies durables utilisées pour les produits vendus sur le marché belge

Source : Forum Ethibel, 2021

Par la comparaison effectuée par Forum Ethibel (2021) des stratégies d'investissement avec les deux Articles sur lesquels le règlement SFDR est fondé, nous constatons que les trois stratégies principales citées plus haut sont autant représentées dans l'Article 8 (produits « vert clair ») que dans l'Article 9 (produits « vert foncé »). À contrario, 55% des produits « vert foncé » utilisent, soit séparément, soit conjointement, une stratégie d'investissement thématique et à impact. Le reste du pourcentage se base donc sur les trois premières stratégies. Enfin, lorsque nous regardons ce graphique, nous remarquons que les produits issus de l'Article 8 utilisent peu l'investissement thématique et l'investissement à impact.

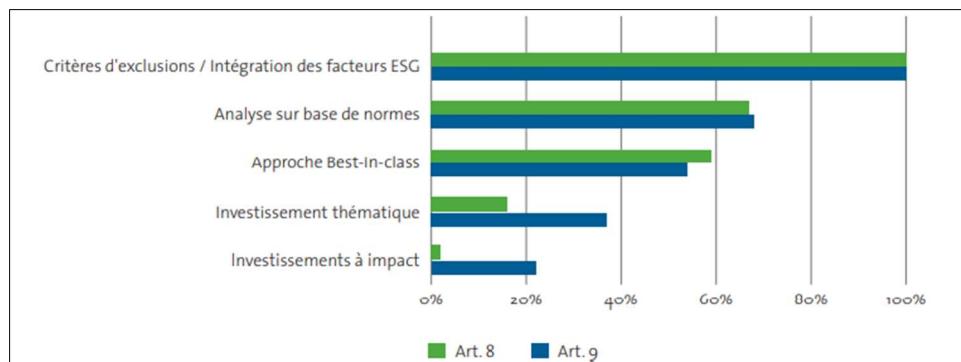


Figure 7 : L'aperçu des stratégies d'investissement durables utilisées pour les produits financiers durables vendus en Belgique et selon la classification européenne SFDR en vigueur depuis mars 2021

Source : Forum Ethibel, 2021

Cependant, à côté de ces explications théoriques, la réalité peut parfois être différente. En effet, ces stratégies ne sont pas toujours appliquées de la même manière ou avec le même degré de durabilité. Cela dépend de l'importance que l'on accorde aux critères de durabilité et impacte le résultat final sur l'aspect durable d'un produit. Il y a donc un manque de cohérence dans l'usage de ces stratégies qui peuvent déboucher sur des politiques de greenwashing. De fait, certaines entreprises peuvent profiter de leur pouvoir pour s'engager dans des activités politiques malhonnêtes en utilisant l'aspect « responsable » comme un outil de vente et de communication, mais dont les impacts environnementaux réels sont nuls. Ils n'accordent que peu d'importance à la durabilité, mais le fait d'utiliser, à leur façon, ces stratégies leur confèrent de l'importance aux yeux des parties prenantes du marché. D'autant plus que les labels sont attribués en fonction des stratégies appliquées. L'incohérence quant à l'application des stratégies peut être donc source de greenwashing dans les labels.

À la suite, une explication détaillera ces différentes stratégies d'investissement.

5.2 L'approfondissement des stratégies d'investissement

5.2.1 Les critères d'exclusion

Selon Goosens, Jallet et Czupryna (2020), l'objectif, à l'heure actuelle, est de réduire l'intensité carbone (CO²) des fonds d'investissement. Pour y parvenir, deux stratégies sont souvent utilisées : l'exclusion et l'optimisation.

5.2.1.1 L'exclusion

La première consiste à exclure les secteurs d'activité qui créent le plus d'émissions de CO² sur base de critères qualitatifs. Cependant, cette stratégie peut causer des biais sectoriels et donc, d'autres effets négatifs, ainsi qu'une tracking error plus importante. Deux techniques d'exclusion sont utilisées.

- 1) **L'exclusion normative** consistant à supprimer les organisations opérant dans des endroits classés, naturels ou protégés ;
- 2) **L'exclusion sectorielle** liée à l'exclusion d'un pourcentage de ventes ou de chiffre d'affaires. Elle est facilement mise en application dans les activités lorsque leurs impacts dangereux sur l'environnement sont directs ;
- 3) Redon et Husson-Traore (2021) ajoutent **l'exclusion éthique** reprenant les secteurs mauvais pour des raisons morales/religieuses.

Selon l'étude réalisée par Redon *et al.* (2021), depuis l'Accord de Paris en 2015, les mouvements d'exclusion ont pris de l'ampleur en commençant par le charbon pour, ensuite, s'étendre à d'autres secteurs d'activités comme l'énergie fossile. Redon *et al.* (2021) précisent que l'exclusion la plus importante est celle du charbon avec plus de 50% des fonds, suivis par les énergies fossiles non conventionnelles (sables bitumineux...) avec plus de 42% des fonds. Ensuite, nous retrouvons l'exclusion du pétrole avec 40% des fonds. Le rapport précise que les pays scandinaves s'orientent vers une exclusion complète des énergies fossiles avec des seuils de chiffre d'affaires très peu élevés, ce qui représente environ ¾ des fonds verts. Des exceptions peuvent être cependant appliquées pour les entreprises qui ont une transition rapide. L'huile de palme est également un secteur exposé à l'exclusion sur base de normes et de bonnes pratiques, de même que celui des OMG dont l'exclusion est variable. Certains exigent l'exclusion totale de toutes entreprises impliquées dans le développement d'OMG, d'autres misent sur une politique responsable. Enfin, l'exclusion de la pâte à papier se fait au travers de l'amoindrissement des risques, par la mise en place de pratiques de contrôle et de gestion, au lieu d'une exclusion totale de l'activité.

Afin d'aider à l'exclusion des entreprises liées au charbon, Redon *et al.* (2021) précisent que la liste GCEL (Global Coal Exit List) est le document de référence qui reprend les seuils relatifs, les seuils absous et les critères d'expansion. Comme expliqué plus haut, les approches d'exclusion se sont répandues et concernent également, depuis 2017, les secteurs du sable bitumineux et le forage dans l'océan Arctique. Les sables bitumineux émettent beaucoup de gaz à effet de serre lors de l'extraction et de la préparation des matières premières destinées au raffinage. Quant au forage, il peut causer des dégâts irrécupérables sur l'écosystème.

D'après Redon *et al.*, c'est une approche basée sur des critères qualitatifs avec des niveaux dégressifs au cours du temps qui ont été choisis par ce document de référence.

L'exclusion des secteurs intensifs en carbone est la première étape dans le processus de décarbonation d'un portefeuille. L'étape suivante est la définition de politiques par secteur pour éliminer les entreprises fortement exposées aux énergies fossiles, suivant l'Accord de Paris. En effet, cet Accord exige la sortie du charbon dans les pays européens et de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) pour 2030. Pour y arriver, trois cadres communs ont été créés, reprenant des actions pour faciliter la neutralité carbone.

- **Paris Aligned Investment Initiative (PAII)** : Selon Amenc *et al.* (2021), cette initiative permet de regrouper les investisseurs du monde entier, afin d'organiser une manière pour aligner leurs portefeuilles et leurs activités avec les objectifs de l'Accord de Paris. La première version du « Guide de mise en œuvre du cadre d'investissement net zéro » a été exposée en mars 2021. En juin 2021, plus de 44 investisseurs utilisaient ce cadre ;
- **Net-Zero Asset Owner Alliance** : Conformément à l'étude de Amenc *et al.* (2021), il s'agit d'un groupe de 42 investisseurs institutionnels engagés dans le but de faciliter la transition vers la neutralité carbone pour 2050 et de faire savoir leurs progrès. Un protocole a été créé sous le nom d'« *Inaugural 2025 Target Setting Protocol* ». Le cadre et le protocole collaborent pour aligner le portefeuille des investisseurs vers les objectifs de neutralité de gaz à effet de serre. Ils tiennent à leur engagement afin de maximiser leurs efforts pour obtenir l'impact le plus bénéfique possible. Ils imposent également des preuves de leurs activités pour vérifier la cohérence avec la promotion d'un impact positif sur le climat. Selon Redon *et al.* (2021), ce rapport a été publié en mai 2021 par l'Agence internationale de l'Energie (AIE) avec l'idée de ne plus accepter aucun domaine pétrolier et gazier à partir de 2022 ;
- **Science Based Targets initiative (s.d)** : Afin de se conformer aux objectifs de l'Accord de Paris en matière de gaz à effet de serre, Science Based Targets aide les entreprises à l'aide d'un plan détaillé. L'objectif est de limiter le réchauffement climatique à 1,5°C et de rester sous la barre des 2°C par rapport aux niveaux préindustriels. Toutes sortes d'entreprises dans tous les secteurs confondus peuvent intégrer cette initiative. Pour s'engager dans le processus, l'entreprise doit avoir un objectif de réduction carbone en lien avec les critères « Science Based Targets » et informer les parties prenantes. Toutes les entreprises impliquées dans le procédé ont une obligation de reporting annuel sur leur émission carbone, afin d'évaluer le progrès. Les avantages de l'initiative sont multiples : renforcement de la confiance des investisseurs, l'innovation, la transition durable favorisant la préservation de l'environnement ainsi que la satisfaction des consommateurs engagés, la reconnaissance de l'entreprise comme « engagée » ...

5.2.1.2 *L'optimisation*

D'après Goosens *et al.* (2021), la deuxième méthode de décarbonation est l'optimisation qui dispose d'une tracking error inférieure. Les avantages de cette dernière méthode sont multiples. En effet, elle met en valeur les entreprises qui émettent le moins de carbone parmi les secteurs intensément carbonés. Ensuite, elle ouvre la voie à d'autres activités comme l'énergie renouvelable, fortement utilisée par les acteurs des secteurs à empreinte carbone élevée. Néanmoins, investir dans l'énergie renouvelable nécessite une exposition plus conséquente aux activités à forte intensité carbone comme l'électricité. Il est donc nécessaire de trouver le juste équilibre.

5.2.2 L'approche thématique

5.2.2.1 *L'explication du concept*

Redon *et al.* (2021) distinguent deux types de fonds durables : les fonds verts qui ont une approche environnementale et les fonds d'inspiration verte ayant une stratégie durable en alignement avec des caractéristiques vertes.

Suivant Moretti (2021), l'approche la plus utilisée pour les fonds verts est la thématique environnementale avec plus de 265 fonds couvrant les activités liées au développement durable au sens global du terme. Elle est suivie de l'approche bas carbone pour réduire les gaz à effet de serre (102 fonds) et des obligations vertes (68 fonds). C'est en France que l'on retrouve le plus grand nombre de fonds verts avec, en 2^e position, le Luxembourg. Redon *et al.* (2021) précisent que, malgré leur croissance importante en raison de nombreuses évolutions des ambitions environnementales, les fonds verts présenteraient des difficultés à atteindre les bénéfices climatiques souhaités par les clients.

Au sein de l'approche thématique, trois thèmes sont abordés : le climat/transition énergétique (énergies renouvelables, technologies à faible carbone ...), la gestion des ressources (économie circulaire, usage durable de l'eau ...) et l'adaptation/la biodiversité. Cette approche est cependant critiquée pour son manque d'indicateurs de durabilité pertinents, destinés à mesurer l'impact réel des bénéfices environnementaux. Les produits sont donc classifiés «verts» sur base d'un panel étroit de critères. L'étiquette d'investissement socialement responsable qui est attribuée à un fonds peut donc se révéler fausse et être à l'origine d'un procédé de greenwashing.

Deux types de méthodologies sont utilisées pour mesurer l'impact. D'une part, la quantification par différentiel avec un indice qui représente la différence entre le niveau moyen d'émission de carbone émise par les entreprises et le niveau des entreprises composant le portefeuille. D'autre part, la quantification de l'activité des entreprises basée sur les ventes par rapport à des situations de référence.

Les fonds de réduction des émissions de carbone se concentrent sur la diminution des émissions d'un portefeuille dans son ensemble. On distingue également deux sous-groupes : la réduction initiale consistant à garder une intensité carbone la plus basse possible par

rapport à l'ensemble des investissements et la réduction dans le temps consistant à une diminution graduelle de l'empreinte d'année en année.

Néanmoins, quelques faiblesses sont identifiées au sein de cette stratégie comme le fait que les critères mathématiques prennent le dessus sur les performances climatiques des entreprises dans la pondération des indices. En effet, la détérioration des performances climatiques de quelques entreprises n'est pas prise en compte et envoie de mauvais signaux sur le marché. Les secteurs fortement intensifs en carbone sont donc sous-pondérés, ce qui balaye d'un revers de la main l'engagement des actionnaires incitant à la décarbonisation. Ce sont les aspects financiers (chiffre d'affaires ...) et la capitalisation boursière qui définissent, à la place, 88% de la sélection des titres.

Une autre faiblesse est l'absence de preuve et d'objectif long terme à propos de cette réduction de carbone. De plus, le reporting manque de détail pour combler l'ensemble des fonds particuliers. De fausses allégations peuvent être entretenues pour qualifier le fonds de responsable et d'écologique, à cause d'un manque de précision des données. En effet, trois approches sont, actuellement, utilisées pour leur mise en place, mais elles semblent insuffisantes. En premier lieu, nous retrouvons le reporting basé sur les indicateurs spécifiques aux projets financés reprenant les émissions évitées ou la quantité de déchets recyclés. Ensuite, le reporting standardisé basé au niveau de l'émetteur. Enfin, le reporting qui ne s'appuie sur aucun indicateur physique, excepté une répartition sectorielle du portefeuille concentré sur un des dix-sept ODD (Objectifs du Développement Durable).

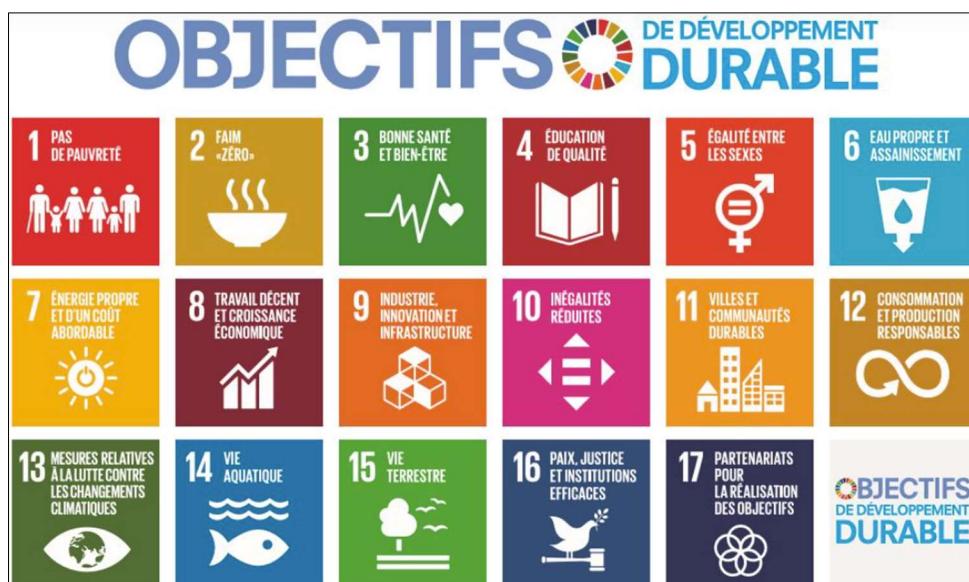


Figure 8 : Les 17 objectifs de développement durable

Source : Novethic, 2017

5.2.3 L'investissement à impact

5.2.3.1 *L'explication du concept*

Suivant Busch, Bruce-Clark, Derwall, J. *et al.* (2021), quelques années après l'avènement du concept des investissements socialement responsables, c'est en 2012 que l'investissement à impact a été ajouté parmi les autres stratégies d'investissement. Selon Caseau (2021), l'investissement à impact représente le fait de dégager un impact environnemental et social positif, tout en dégageant un profit financier. Busch *et al.* (2021) précisent que cette stratégie est le moteur de la finance durable 3.0 qui suit la finance 2.0 se reposant sur les critères ESG. Cette transition s'explique par le besoin d'un impact réel sur la société. Ce type d'investissement s'intéresse d'abord à son impact social et/ou environnemental, avant de considérer les aspects financiers, dans le but de répondre aux ODD. Aujourd'hui, il s'agit d'un marché important avec une taille globale de plus de 502 milliards d'USD. En effet, d'après Forum Ethibel (2021), il s'agit d'un mode d'investissement qui prend de l'ampleur avec la prise de conscience de la nécessité d'apporter des solutions aux problèmes sociaux ou environnementaux, grâce à un capital privé. Allant du bien-être des humains à celui de la planète, les possibilités de projets sont multiples.

Le premier moyen est l'investissement dans des entreprises ambitieuses de provoquer un impact positif. Ce type de projet est en pleine croissance en Belgique et compte de nombreux fonds actifs et passifs diversifiés. Trois catégories majeures sont distinguées :

- 1) **Une approche générale à impact** qui englobe les entreprises solutionnant des problèmes variés ;
- 2) **Une méthodologie particulière** qui rassemble les entreprises résolvant des problèmes dans une thématique spécifique ;
- 3) **Une vision globale** pour une zone géographique définie.

Comme son nom l'indique, un investissement à impact nécessite une mesure des impacts positifs dans un domaine particulier provoqués par l'investissement, afin d'assurer la responsabilité et la transparence. Cependant, il n'existe pas encore de loi impliquant une méthodologie standard pour permettre de mesurer les performances. D'autant plus que tous les critères ne sont pas mesurables en chiffres. Ce sont donc souvent les mêmes critères qui sont repris (empreinte carbone, réduction des déchets, consommation d'eau, éducation, égalité des sexes) avec des chiffres simplifiés et comparés avec d'autres fonds importants de référence. En bref, pour Busch *et al.* (2021), l'attractivité de ce type d'investissement peut ouvrir la voie à l'« *impact washing* » qui consiste à utiliser cette stratégie comme outil de communication pour attirer de nouveaux capitaux, sans pour autant apporter des transformations manifestes à la société. Il est donc important de faire la distinction entre les investissements appartenant à l'investissement à impact et ceux s'apparentant à de l'« *impact washing* ». Cette stratégie manque de frontières correctement définies et de clarté.

Deux autres déterminants de l'investissement à impact sont cités. Il s'agit de l'intentionnalité et de l'additionnalité.

À propos de l'intentionnalité, un investissement est considéré comme durable suivant trois intentions : l'espérance des investisseurs d'obtenir de meilleures performances financières ou de réduire les risques, l'exclusion d'investissements en raison de leurs valeurs personnelles et l'espérance d'une modification de l'économie vers un objectif souhaitable grâce à leurs investissements. C'est donc l'intention de l'investisseur qui est mise en avant. Néanmoins, une intention reste quelque chose de complexe à observer. C'est pourquoi il est important pour les investisseurs de fournir des preuves documentées, afin de rendre compte de l'objectif réel derrière leurs investissements.

Concernant l'additionnalité, elle est identifiée comme un déterminant qui n'aurait pas eu sa place dans l'économie réelle. Pour cela, le financement d'un investissement est essentiel et doit également générer un impact. En général, les investisseurs acceptent un rapport risque/rendement inférieur.

Suivant Amenc *et al.* (2021), deux canaux peuvent être utilisés pour provoquer un impact réel. D'un côté, les investisseurs qui incitent les entreprises à devenir plus vertes grâce à leur apport de capitaux. De l'autre côté, l'engagement de l'investisseur qui encourage l'entreprise à utiliser des technologies innovantes axées sur l'environnement. Il s'agit d'une stratégie post-investissement. Busch *et al.* (2021) énoncent deux autres solutions : l'apport de capitaux permettant le changement, ainsi que l'investissement dans des entreprises ayant pour objectif de créer un impact.

Amenc *et al.* (2021) expliquent que d'autres canaux s'orientant vers un impact réel sont disponibles, mais ne font pas l'unanimité parmi les experts. En réalité, plusieurs données montrent que le désinvestissement dans des actifs fortement carbonés provoque tout de même un impact positif. Cela signifie qu'à travers l'investissement vert, le coût du capital pour les entreprises à forte intensité carbone, appelées entreprises brunes, augmente et conduit vers la réduction de leurs activités et la transition climatique. Cependant, d'autres experts prétendent que cette pratique ne conduit pas à une réduction réelle des émissions de carbone.

Toujours dans cette optique de générer un impact perceptible, certains auteurs s'entendent sur le fait qu'investir dans des entreprises qui n'émettent pas de gaz à effet de serre est inutile. De manière plus concise, les émissions moyennes pondérées d'un portefeuille ne sont pas des facteurs fiables pour obtenir un impact positif. De plus, l'aspect écologique des entreprises composant un portefeuille ou l'orientation du portefeuille vers des actions plus vertes ne font que reporter l'impact au lieu de le déclencher. Il devient donc nécessaire pour les investisseurs de réfléchir à la valeur sociale ajoutée, en se focalisant davantage sur la capacité des entreprises à réduire leurs émissions plutôt que sur les entreprises déjà vertes. Le secteur de l'énergie, par exemple, investit beaucoup, afin de produire de nombreux brevets de qualité pour tendre vers des technologies plus vertes. Or, les entreprises de ce secteur, du fait qu'elles ont un mauvais score ESG, sont toutes exclues des stratégies ESG sans faire de distinction. Pourtant, certaines contribuent davantage à la transition environnementale que des

entreprises ayant une cote ESG élevée. Cette situation se reproduit également dans d'autres secteurs considérés comme immoraux.

Bush *et al.* (2021) soutiennent ce propos en précisant que l'investissement à impact se focalise soit sur les nouvelles entreprises ayant un impact négatif au sein d'un marché portant sur l'environnement ou le social, soit sur la création d'un marché à l'aide de nouvelles technologies. Dans ce cas, deux types d'investissement sont spécifiés. Premièrement, les investissements concernant des entreprises ayant déjà changé et dont les performances sont plus élevées que celles d'un indice de référence. Deuxièmement, les investissements provoquant un changement. Pour ce dernier type, il est préférable de sélectionner au sein d'un portefeuille, les entreprises ayant des objectifs de changements clairs. Un impact est plus susceptible de se produire si les investisseurs agissent sur les marchés privés en attribuant des capitaux aux jeunes entreprises. De fait, ces dernières ont difficilement accès aux moyens de financement externe. Un investisseur peut également utiliser sa puissance et se positionner comme actionnaire pour exiger des entreprises une amélioration de leur processus de production. Il peut aussi affirmer son engagement en rejoignant des coalitions avec d'autres investisseurs traitant des thématiques sociales ou écologiques.

5.2.3.2 La distinction entre les investissements à impact et les investissements ESG

Busch *et al.* (2021) utilisent le terme global « investissements durables » pour définir l'ensemble du marché de la finance durable. Cependant, ces investissements durables peuvent être filtrés sous quatre points.

- 1) Les investissements filtrés sur base des critères ESG à l'aide d'évaluations d'investissements. Les critères d'exclusions sont les principaux filtres utilisés. Tout investissement prenant en compte un minimum de facteurs ESG fait partie de ce groupe. Les objectifs de ce genre d'investissement sont de réduire les risques liés aux facteurs ESG et de prêter attention à l'aspect éthique ;
- 2) Les investissements gérés par les critères ESG qui se basent sur un panel complet de critères d'exclusion et au moins une approche de décision avant l'investissement. Cette dernière doit être différente à l'image des fonds thématiques, de l'approche « Best-In-Class ou encore de l'approche basée sur les normes. La majeure différence avec le premier critère se fait au niveau de l'évaluation qui doit être vérifiée par un audit externe ou un label ;
- 3) Les investissements en alignement avec les impacts qui utilisent également un panel complet de critères d'exclusion, ainsi qu'une combinaison entre, minimum, une stratégie avant et après l'investissement ;
- 4) Les investissements générateurs d'impact utilisant d'autres stratégies.

On constate donc que les deux premières distinctions concernent les ESG, tandis que les deux dernières impliquent l'investissement à impact.

Selon Amenc *et al.* (2021), les investisseurs à impact souhaitent diminuer la pollution qu'une entreprise crée grâce à ses investissements. Cela peut se faire au travers de la diminution de

production, de l'amélioration des pratiques existantes ou de l'innovation permettant de créer des technologies contribuant à rendre les processus plus verts. Pour contrôler l'impact réel, il suffit, dès lors, de comparer le niveau d'émission avant et après l'investissement. Néanmoins, le concept de l'investissement à impact est souvent mis en contradiction avec l'investissement ESG. En effet, d'après plusieurs études menées, ce dernier ne produirait pas d'impact réel pour plusieurs raisons.

Premièrement, ce type d'investissement fait appel à l'utilisation de scores ESG créés sur base d'analyses qualitatives et quantitatives par des analystes ESG.

Ensuite, l'objectif de cet investissement est d'atteindre un score moyen pondéré élevé pour les portefeuilles d'investissement. Une fois ce score obtenu, l'objectif ESG est considéré comme atteint. Pour cette raison, cette pratique n'est pas considérée comme optimale par de nombreuses recherches académiques.

Une critique concernant les investissements ESG est également réalisée dans l'article rédigé par Busch *et al.* (2021). En effet, les auteurs expliquent que le critère « gouvernemental » s'applique davantage sur l'entreprise en tant que telle, au lieu de résoudre les défis environnementaux de la société. Les critères sociaux et environnementaux sont également remis en cause par les arguments financiers qui semblent plus importants que les aspects environnementaux et sociaux. Ils ne sont donc pas susceptibles de provoquer un changement fondamental pour la société. Ils visent plutôt à améliorer le processus interne d'entreprises déjà préexistantes.

5.3 La conclusion intermédiaire

Au terme de ce recueil de recherches académiques concernant les stratégies d'investissement, quelques lacunes ont été entrevues, alors qu'elles servent de base pour les labels lors de leur évaluation d'attribution. La mise en application réelle de ces stratégies peut être notamment remises en question du fait de leur manque de cohérence. Elles peuvent donc être perçues comme un point de départ du greenwashing au sein des labels, alors que ceux-ci ont pour but d'apporter plus de transparence aux fonds, afin de lutter contre ce phénomène. Concernant les stratégies en tant que telles, les reportings manquent de précision sur les performances climatiques des entreprises. De ce fait, les critères mathématiques et financiers sont privilégiés. Dès lors, les fonds ESG ne sont pas considérés comme créateurs d'impact réel sur la société, puisqu'ils sont susceptibles d'exercer des activités de greenwashing. En effet, atteindre des scores moyens pondérés et des résultats financiers importe davantage que les bénéfices environnementaux et sociaux. C'est pourquoi l'investissement à impact est apparu, quelques années plus tard, comme une nouvelle stratégie se focalisant sur l'atteinte d'un objectif social ou environnemental à travers un investissement. Il a été constaté que peu de fonds de l'Article 8 se basent sur cette stratégie. Néanmoins, la prudence demeure lors de l'identification d'un vrai fonds exerçant l'investissement à impact puisqu'il peut également être source de greenwashing lorsqu'il n'apporte pas de changement réel dans la société. On parlera alors d'*« impact washing »*.

Chapitre 6 : Les analyses statistiques

6.1 L'explication de la méthodologie

6.1.1 La sélection des fonds

Dans le cadre de ce mémoire, les fonds d'actions issus de l'Article 8 seront analysés. L'objectif de cette analyse est de vérifier si l'empreinte carbone est un bon outil pour classer les fonds entre eux et donc, lutter contre les pratiques de greenwashing.

Seuls les fonds d'actions sont pris en compte. Il s'agit des fonds qui investissent le capital des investisseurs pour acheter une sélection d'actions, c'est-à-dire le droit d'une participation équivalente au capital investi dans la propriété d'une entreprise. Les bénéfices tirés de cette exploitation seront répartis entre les actionnaires sous forme de dividende et de plus-value sur la valorisation de l'action. (AMF, 2022) Les investissements socialement responsables s'apparentent le plus souvent aux fonds d'actions, avec pour objectif de sélectionner les entreprises qui prennent en compte les critères ESG. Ils aident à la décision d'investissement des investisseurs.

Comme expliqué précédemment, l'Article 8 regroupe l'ensemble des produits promouvant un caractère environnemental et social, en plus d'investir dans des entreprises ayant une bonne gouvernance. Ce sont donc des produits qui prônent la transition écologique, d'où la dénomination de « produits vert clair ». Cet Article a été choisi, car il implique que tous les fonds ne sont pas parfaits en intensité carbone, étant donné qu'ils n'ont pas l'objectif de créer un impact, contrairement aux produits de l'Article 9. En bref, ils prennent en considération des critères ESG, mais il reste du chemin à parcourir pour devenir vert foncé.

La première étape est d'identifier tous ces fonds, selon les critères prédéfinis via le site Quantalys qui reprend l'ensemble de tous les fonds mondiaux. Parmi les filtres, la devise sélectionnée est l'euro et les types d'investisseurs sont les institutions ainsi que les professionnels. En effet, les rapports de gestion des particuliers ne sont pas aussi détaillés que ceux des professionnels. Ensuite, pour un même fonds, différents frais de gestion peuvent lui être attribués avec un code ISIN différent. Cependant, la teneur en carbone est identique pour chaque part, car la composition en actions est identique. Par conséquent, un fonds a été gardé pour représenter l'ensemble. Ensuite, parmi les filtres ISR, les trois critères ESG ont été sélectionnés avec la mention de l'Article 8.

La deuxième étape est la recherche de données concernant la moyenne pondérée de l'intensité carbone publiée dans les reportings des fonds, suivant la Directive datant du 1^{er} janvier 2022. Ensuite, le nombre de globes issus de the « *Morningstar Sustainability Notations* » est également retenu pour chacun des fonds. Il s'agit des deux méthodes d'évaluation choisies pour caractériser chaque fonds d'actions de l'Article 8. Ces dernières sont expliquées plus en détail ci-dessous. L'ensemble des éléments se retrouve centralisé dans une base de données (voir ANNEXE 3 : Base de données des fonds d'actions de l'Article 8).

6.1.2 Les méthodes d'évaluation

6.1.2.1 La moyenne pondérée de l'intensité carbone

Popescu *et al.* (2021) catégorisent différentes méthodes d'évaluation relatives aux investissements socialement responsables. Pour y parvenir, différents niveaux sont déterminés.

- Le **niveau 0** identifie deux types de catégories : les méthodes centrées sur l'impact du changement climatique et celles centrées sur l'impact environnemental et social ;
- Le **niveau 1** filtre les deux premiers niveaux en sous-catégories. D'un côté, nous retrouvons les méthodes focalisées sur l'empreinte carbone pour évaluer l'impact du changement climatique. D'un autre côté, nous identifions les notations ESG, les labels et les évaluations d'impact durable pour les méthodes focalisées sur le social et l'environnemental ;
- Le **niveau 2** apporte quelques précisions pour certains outils de mesure.

La figure ci-dessous représente l'ensemble des niveaux.

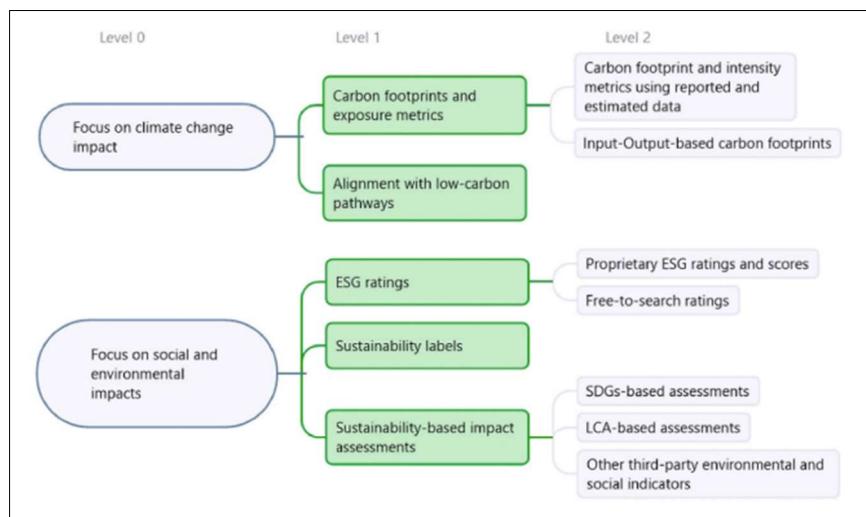


Figure 9 : Les différentes méthodes d'évaluation des investissements durables

Source : Popescu *et al.*, 2021

Concernant l'empreinte carbone, c'est la moyenne pondérée de l'intensité carbone, mesurée en tonne de CO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires, qui est la méthode la plus courante. Cependant, ces moyennes peuvent différer les unes des autres, en fonction des composantes prises en compte. En effet, la plupart d'entre elles se concentrent uniquement sur les émissions directes (Scope 1 et Scope 2). Dans ce cas, les émissions issues de la chaîne d'approvisionnement (Scope 3) sont donc écartées, alors qu'elles sont en augmentation de 84%, contre une augmentation de 47% pour les émissions directes. Task Force On Climate-Related Financial Disclosures (TCFD, 2017) précise que les valeurs brutes des émissions de carbone de la Scope 1 et de la Scope 2 sont alors réparties sur base d'une pondération du portefeuille, représentant la valeur actuelle de l'investissement par rapport à la valeur de ce portefeuille. Ensuite, d'après Popescu *et al.* (2021), les calculs se basent sur des déclarations

d'entreprises ou sur des estimations réalisées à partir des moyennes du secteur. Enfin, ces moyennes pondérées satisfont seulement deux critères sur les sept identifiés par les auteurs. Il s'agit de la fiabilité et de la double matérialité. La fiabilité concerne les méthodes d'évaluation utilisant des données comparables, transparentes et standardisées, afin de faciliter la compréhension et l'accessibilité aux différents produits financiers. Dans le cas de l'empreinte carbone, il s'agit de méthodes s'appuyant sur des données partagées par l'entreprise ou par le secteur. La question de transparence et de l'intégralité de ces données fournies est primordiale, afin d'assurer la confiance accordée à cette méthode. En outre, les fournisseurs de données sont très coûteux, et manquent de transparence. À propos de la double matérialité, celle-ci inclut le critère de l'impact d'une entreprise sur le monde réel, notamment sur le changement climatique. Les cinq autres critères cités par les auteurs sont la prise en compte du cycle de vie du produit, l'exhaustivité des catégories d'impact, la compatibilité avec les objectifs scientifiques du développement durable, l'approche prospective de l'impact et la contribution de l'investisseur.

TCFD (2017) établit également une liste des avantages et des inconvénients de cette méthode d'évaluation. Parmi les avantages, la facilité d'application de la méthode aux différents actifs, la simplicité du calcul, la facilité de communication du résultat aux investisseurs, ainsi qu'une analyse approfondie de chaque actif du portefeuille sont ressorties. Du côté des inconvénients, on pointe la sensibilité de la méthode aux valeurs anormales et l'utilisation du chiffre d'affaires comme mesure de comparaison, ce qui a tendance à favoriser les entreprises avec des niveaux de prix plus élevés.

Ce concept au sein du mémoire :

Lors de la récolte des moyennes pondérées de l'intensité carbone, en fonction de la nationalité du fonds et de la devise utilisée, une étape intermédiaire a été nécessaire. En effet, pour permettre la comparaison des données entre chaque fonds, il semblait primordial d'exprimer l'unité de mesure en million d'euros de chiffre d'affaires. Pour effectuer cela, divers taux de change ont été utilisés.

6.1.2.2 The « Morningstar Sustainability Notation »

Le centre de recherche Morningstar (2019) a établi une méthodologie concernant les globes qu'il attribue. En effet, depuis 2016, the « *Morningstar Sustainability Notation* » est utilisé par de nombreux investisseurs, afin de les aider à prendre en compte les critères ESG au sein de leur décision d'investissement. Depuis, la méthode d'évaluation ne cesse de s'améliorer à l'aide d'une collaboration étroite avec Sustainalytics, un spécialiste indépendant concernant l'évaluation des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. Selon Jovène (2020), Morningstar a déjà évalué plus de 34.000 fonds d'investissement. La notation de durabilité de Morningstar est définie comme « *une mesure des risques environnementaux, sociaux et de gouvernance, ou ESG, financièrement importants qui caractérisent un portefeuille par rapport à son groupe de pairs.* » (Morningstar, 2019, p.1)

La méthodologie de Morningstar (2019) se déroule en trois étapes :

1. Calculer le score de durabilité d'un portefeuille ;
2. Calculer le score de durabilité historique du portefeuille ;
3. Attribuer une notation de durabilité au portefeuille en fonction du point précédent au sein de sa catégorie générale.

Ce processus s'effectue mensuellement sur base des données mises à jour par Sustainalytics.

1) Calculer le score de durabilité d'un portefeuille :

Le score de durabilité d'un portefeuille de Morningstar (2019) se calcule à l'issue d'une moyenne pondérée des actifs, dont les cotes des risques ESG sont fournies par la société Sustainalytics. Ces dernières rendent compte des risques ESG non gérés par une entreprise après les avoir reconnus. Il est calculé sur base d'une échelle graduée de 0 à 100. Par conséquent, plus la cote est minimale, moins une entreprise a de risques ESG non gérés et plus la situation est favorable. Pour ce faire, cinq grades, repris dans le tableau ci-dessous, ont été définis par Morningstar.

Tableau 2 : La notation de risque ESG de Sustainalytics au niveau de l'entreprise

Score de l'entreprise	Niveau de risque ESG
0-9,99	Négligeable
10-19,99	Faible
20-29,99	Moyen
30-39,99	Élevé
40 +	Grave

Source : Morningstar, 2022

Après avoir effectué la moyenne pondérée des notations de risques ESG de chaque actif de l'ensemble des titres, le score de durabilité du portefeuille est calculé avec une valeur comprise entre 0 et 100. Comme pour les notations de risques ESG, plus le score est minimal, plus la situation est favorable. Ce procédé s'effectuera seulement si 67% de l'actif d'un portefeuille possède une notation de risques ESG. Si c'est le cas, ce pourcentage sera ramené à 100% pour la suite des calculs.

2) Calculer le score de durabilité historique du portefeuille :

Le score de durabilité historique du portefeuille résulte également d'une moyenne pondérée. Cette moyenne reprend les scores de durabilité du portefeuille, calculés en étape 1, pour les douze mois écoulés. À savoir qu'une pondération plus conséquente est attribuée aux scores

historiques des portefeuilles plus récents, afin d'accentuer les décisions actuelles des gestionnaires. Ce calcul est propre à Morningstar.

3) Attribuer une notation de durabilité au portefeuille en fonction du point précédent au sein de sa catégorie générale

Cette dernière étape consiste en un classement des portefeuilles, sur base du score de durabilité historique de Morningstar au sein de leur catégorie générale, à condition que le score de durabilité historique de 30 fonds soit disponible pour chaque catégorie. Ce classement se prénomme the « *Morningstar Sustainability Notation* ». Cinq grades sont définis et représentés par des icônes en forme de globe pour établir ce classement : Faible, Inférieur à la moyenne, Moyen, Supérieur à la moyenne, Elevé. Un portefeuille ayant cinq globes a un risque ESG plus faible. Il s'agit donc de la meilleure situation.

Tableau 3 : La notation de durabilité Morningstar

Distribution des scores de durabilité historique de portefeuille	Ikône de Notation
10% supérieurs – Risque le plus faible	
22,5% suivants	
35% suivants	
22,5% suivants	
10% inférieurs – Risque le plus élevé	

Source : Morningstar, 2022

Ce classement est calculé sur base du portefeuille le plus récent, à condition qu'il ait moins de 276 jours. Le classement et la notation sont réalisés sur base des portefeuilles disponibles un mois et six jours après la date de portefeuille la plus récente.

6.1.3 Les premières constatations

À la suite de l'élaboration de la base de données suivant les critères repris ci-dessus, j'ai pu retirer quelques constatations et hypothèses qui seront à vérifier à travers l'analyse statistique. Premièrement, lors de la recherche des moyennes pondérées de l'intensité carbone, j'ai observé qu'une majeure partie des fonds ne se sont pas encore conformés à l'obligation de publication de reportings ESG entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2022. Pour preuve, seules les moyennes pondérées de l'intensité carbone de 232 fonds ont été récoltées sur les 652 fonds présélectionnés. De plus, pour la plupart d'entre eux, des recherches intenses ont dû être effectuées sur le site internet de l'entreprise les émettant, car elles n'apparaissent que très rarement directement dans les reportings annuels. Par ailleurs, force est de constater que des variations importantes existent entre l'empreinte carbone des

différents fonds au sein de l'Article 8. Enfin, la méthode d'évaluation choisie par les entreprises pour communiquer sur l'empreinte carbone des fonds crée également des problèmes de transparence, puisque cette méthode d'évaluation ne traite que les données de la Scope 1 et de la Scope 2.

Concernant les globes attribués par Morningstar, la plupart des fonds d'actions de l'Article 8 ont une cote comprise entre 3 et 5. Les fonds qui ont une empreinte carbone plus faible ont tendance à avoir un score attribué par Morningstar de 4 ou 5 globes. De plus, les fonds labélisés ont également un nombre de globes plus élevé en général. De plus, le fait que les globes de deux fonds ne sont pas disponibles est un point auquel il faut prêter attention. Il y a donc 230 fonds cotés au sein de la base de données.

Dès à présent, ces constatations vont être vérifiées à travers des analyses statistiques.

6.1.4 L'analyse des données

Une fois la base de données constituée, différentes analyses statistiques sont réalisées via le logiciel SAS. Celles-ci prennent différentes configurations en fonction de chaque objectif poursuivi.

Dans un premier temps, il s'agit de comparer les moyennes pondérées de l'intensité carbone selon trois types d'échantillons : les fonds qui n'ont pas de label, les fonds qui ont un seul label et les fonds qui ont deux labels ou plus.

Ensuite, une comparaison sera effectuée à propos de l'empreinte carbone de trois types d'échantillons basés sur les globes calculés selon the « *Morningstar sustainability notation* » : les fonds qui ont une cote comprise entre 0 et 2 globe(s), les fonds qui ont une cote entre 3 et 4 globes ainsi que les fonds qui ont une cote maximale de 5 globes.

Pour chacune de ces deux configurations, deux analyses statistiques seront effectuées.

La première analyse est basée sur les statistiques descriptives, afin de présenter, décrire et synthétiser les informations contenues dans ces différents ensembles de données : l'empreinte carbone par label et l'empreinte carbone par globe. Différents calculs tels que les moyennes, les intervalles de confiance, les minima et les maxima ainsi que les variances seront effectués.

La seconde analyse est basée sur la statistique inférentielle, afin d'analyser un échantillon pour arriver à des prévisions, des inférences sur la population tout entière. L'objectif de cette analyse est de comparer plusieurs moyennes pour découvrir s'il existe au moins une différence significative entre les moyennes dans différents échantillons. Pour cela, une analyse de la variance à un facteur contrôlé sera utilisée. Cette analyse implique plusieurs étapes :

- 1) La définition du facteur d'intérêt A ;
- 2) La subdivision de ce facteur d'intérêt en K niveaux ;
- 3) La définition de K échantillons indépendants ;
- 4) La vérification des deux conditions suivantes :

- La normalité dans les K populations à l'aide d'un test de normalité ;
- La condition d'homoscédasticité. Ce test doit montrer que les données collectées ne permettent pas d'affirmer l'existence d'au moins une différence significative entre les différentes variances de populations (σ_k). Pour ce faire, il faut tester les hypothèses ci-dessous : le non-rejet de H_0 , permettant d'affirmer cette condition d'homoscédasticité.

$$\begin{cases} H_0: \sigma_1 = \sigma_2 = \sigma_3 \\ H_1: \text{il existe au moins une différence significative entre les } \sigma_k \end{cases}$$

5) Si les deux conditions ci-dessus sont affirmées, le tableau ANOVA peut être dressé ;

Source	Degré de liberté (DDL)	Somme des carrés	Carré moyen	Valeur Fisher (F)	Pr > F
Modèle	K - 1	Somme des carrés des valeurs factorielles (SCF)	$CMF = \frac{SCF}{K-1}$	$F = \frac{CMF}{CMR}$	
Erreur	n - K	Somme des carrés des valeurs résiduelles (SCR)	$CMR = \frac{SCR}{n-K}$		
Total	n - 1	Somme totale des carrés (STC)			

L'ensemble de ces données seront automatiquement calculées avec le logiciel. La dernière colonne représente la P-valeur. C'est sur base de cette valeur que les tests d'hypothèse seront pratiqués.

La réalisation du test pour montrer l'existence d'au moins une différence significative entre les moyennes (μ_k) dans différentes populations s'effectue à travers le test d'hypothèse suivant :

$$\begin{cases} H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 \\ H_1: \text{il existe au moins une différence significative entre les } \mu_k \end{cases}$$

Si P-valeur $< \alpha$, alors nous aurons le rejet de l'hypothèse H_0 et nous pourrons affirmer, avec un risque de se tromper de α , l'existence d'au moins une différence significative entre les moyennes.

6.1.5 Les hypothèses

L'ensemble de la méthodologie ayant été exposé, il est maintenant possible d'établir les tests d'hypothèses pour les deux analyses statistiques développées précédemment (cf. infra p.47).

1) L'analyse portant sur les labels et les moyennes pondérées de l'intensité carbone :

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 \\ H_1: \text{il existe au moins une différence significative entre les } \mu_k \end{array} \right.$$

Avec :

- μ_k représentant la moyenne de l'empreinte carbone pour les fonds d'actions k distingués en fonction du nombre de labels ;
- K = 1 = Fonds ayant 1 label ; k = 2 = Fonds ayant 2 labels ou plus ; k = 3 = Fonds non labélisés.

2) L'analyse portant sur les globes Morningstar et les moyennes pondérées de l'intensité carbone :

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 \\ H_1: \text{il existe au moins une différence significative entre les } \mu_k \end{array} \right.$$

Avec :

- μ_k représentant la moyenne de l'empreinte carbone pour la cote k donnée sous forme de globe par Morningstar ;
- K = 1 = cote 0-2 ; k = 2 = cote 3-4 ; k = 3 = cote 5.

6.2 Les résultats

6.2.1 L'analyse portant sur les labels et les moyennes pondérées de l'intensité carbone

6.2.1.1 Les statistiques descriptives

Tableau 4 : Les statistiques descriptives pour la variable Empreinte carbone par label

Label	N obs	Moyenne	Ec-type	Minimum	Maximum	Lower 95% CL for Mean	Upper 95% CL for Mean	Coef. de variation
Fonds ayant 1 label	62	133.4072258	117.2391383	3.9400000	584.5070000	103.6340595	163.1803921	87.8806508
Fonds ayant 2 labels ou plus	32	80.2450313	51.7525607	11.0000000	245.8060000	61.5862434	98.9038191	64.4931654
Fonds non labelisés	138	131.1954203	162.1347417	6.7100000	1243.00	103.9032592	158.4875814	123.5826230

Note : Tableau réalisé à l'aide du logiciel SAS

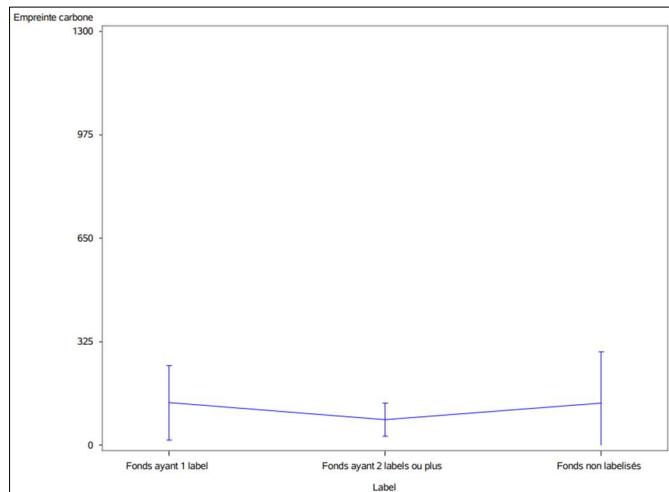


Figure 10 : Le graphique représentant les moyennes de l'empreinte carbone par label

Note : Graphique réalisé à l'aide du logiciel SAS

D'après ces analyses, dans 95% des cas, l'empreinte carbone moyenne pour les fonds sans label est entre 103,90 et 158,48 tCO²/M€ de chiffre d'affaires. À travers ce tableau, nous constatons que l'intervalle de confiance pour les fonds ayant un seul label est presque identique avec, dans 95% des cas, l'empreinte carbone moyenne comprise entre 103,63 et 163,18 tCO²/M€ de chiffre d'affaires. De plus, on peut affirmer, à partir des 62 fonds ayant un seul label, que l'empreinte carbone moyenne est de 133,40 tCO²/M€ de chiffre d'affaires. Cette moyenne échantillon est même plus élevée que celle des 138 fonds non labélisés analysés qui ont une empreinte carbone en moyenne de 131,20 tCO²/M€ de chiffre d'affaires. Au contraire, pour les fonds ayant deux labels ou plus, dans 95% des cas, l'empreinte carbone moyenne est comprise entre 61,58 et 98,90 tCO²/M€ de chiffre d'affaires. Elle est donc plus faible pour les fonds avec deux ou plusieurs labels. Cela se confirme à travers la moyenne échantillon. De fait, l'empreinte carbone est en moyenne de 80,25 tCO²/M€ de chiffre d'affaires pour ces 32 fonds analysés.

Lorsque nous nous intéressons au coefficient de variation, on constate une faible dispersion des empreintes carbone autour de la moyenne pour les fonds ayant un label ainsi que les fonds ayant deux ou plusieurs labels. En revanche, l'empreinte carbone des fonds sans label est fortement dispersée autour de la moyenne. Cela peut se voir en comparant la valeur minimum (6,71 tCO²/M€ de chiffre d'affaires) et la valeur maximum (1243 tCO²/M€ de chiffre d'affaires) d'où l'écart-type élevé (162,13 tCO²/M€ de chiffre d'affaires) par rapport aux autres fonds.

6.2.1.2 L'analyse de la variance à un facteur contrôlé

Tableau 5 : Les informations sur les niveaux de classe

Classe	Niveaux	Valeurs
Label	3	Fonds ayant 1 label Fonds ayant 2 labels ou plus Fonds non labélisés

Nombre d'observations lues	232
Nombre d'observations utilisées	232

Note : Tableau réalisé à l'aide du logiciel SAS

Le facteur d'intérêt A : Label

K = 3 niveaux : A1 = Fonds ayant 1 label ; A2 = Fonds ayant 2 labels ou plus ; A3 = Fonds non labélisés.

Tableau 6 : Le tableau ANOVA

Variable dépendante : Empreinte carbone

Source	DDL	Somme des carrés	Carré moyen	Valeur F	Pr > F
Modèle	2	73761.877	36880.939	1.87	0.1569
Erreur	229	4522885.503	19750.592		
Total sommes corrigé	231	4596647.380			

Note : Tableau réalisé à l'aide du logiciel SAS

Étant donné que la P-valeur (=15,69%) est supérieure au seuil de risque $\alpha=10\%$, on ne peut pas rejeter l'hypothèse H_0 selon laquelle l'empreinte carbone est, en moyenne, égale en fonction du nombre de labels par fonds. On ne peut donc pas affirmer l'existence d'une différence significative entre les moyennes pondérées de l'intensité carbone moyenne selon si le fonds a un label, deux labels ou plus, ou pas de label. Le nombre de labels que possède un fond n'est donc pas un bon indicateur pour déceler l'empreinte carbone moyenne.

6.2.2 L'analyse portant sur les globes Morningstar et les moyennes pondérées de l'intensité carbone

6.2.2.1 *Les statistiques descriptives*

Tableau 7 : Les statistiques descriptives pour la variable Empreinte carbone par Globe Morningstar

Globe morningstar	N obs	Moyenne	Ec-type	Minimum	Maximum	Lower 95% CL for Mean	Upper 95% CL for Mean	Coef. de variation
cote 0-2	30	175.4256667	201.2363965	6.6000000	880.0000000	100.2827613	250.5685721	114.7132004
cote 3-4	154	124.7186494	140.0654262	6.7100000	1243.00	102.4205690	147.0167297	112.3051179
cote 5	46	94.5983696	80.8005333	3.9400000	414.5900000	70.6035730	118.5931661	85.4142980

Note : Tableau réalisé à l'aide du logiciel SAS

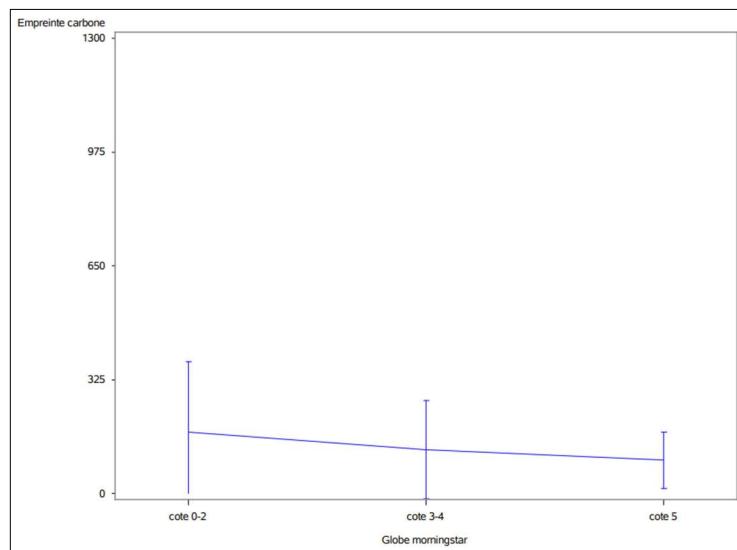


Figure 11 : Le graphique représentant les moyennes de l'empreinte carbone par Globe Morningstar

Note : Graphique réalisé à l'aide du logiciel SAS

Suite à ces analyses, dans 95% des cas, l'empreinte carbone moyenne pour les fonds ayant une cote comprise entre 0 et 2 globe(s) est entre 100,28 et 250,57 tCO²/M€ de chiffre d'affaires. Tandis que, dans 95% des cas, l'empreinte carbone moyenne pour les fonds ayant une cote de 3 à 4 globes est comprise entre 102,42 et 147,02 tCO²/M€ de chiffre d'affaires. Nous pouvons constater que la borne inférieure est presque identique aux fonds ayant entre 0 et 2 globe(s), mais diffère de la borne supérieure qui est largement plus élevée pour ces derniers types de fonds. Pour les fonds ayant un nombre de globes équivalent à 5, dans 95% des cas, l'empreinte carbone moyenne est comprise entre 70,60 et 118,59 tCO²/M€ de chiffre d'affaires. Par ailleurs, on peut affirmer, à partir de l'analyse des 30 fonds ayant de 0 à 2 globe(s), que l'empreinte carbone est en moyenne de 175,43 tCO²/M€ de chiffre d'affaires. La moyenne échantillon est plus faible pour les 154 fonds analysés avec 3 à 4 globes (124,72 tCO²/M€ de chiffre d'affaires) et les fonds avec 5 globes (94,6 tCO²/M€ de chiffre d'affaires).

À travers ce tableau, on peut donc observer que plus l'empreinte carbone moyenne diminue, plus le fonds possède un nombre de globes Morningstar élevé.

Lorsque nous nous intéressons au coefficient de variation, on constate une faible dispersion de l'empreinte carbone autour de la moyenne pour les fonds ayant une cote de 5 globes. En revanche, l'empreinte carbone des fonds avec un nombre de globe(s) compris entre 0 et 4 est fortement dispersée autour de la moyenne. Cela peut se voir en comparant la valeur minimum des fonds avec une cote entre 3 et 4 globes (6,71 tCO²/M€ de chiffre d'affaires) et la valeur maximum (1243 tCO²/M€ de chiffre d'affaires) d'où l'écart-type élevé (140,07 tCO²/M€ de chiffre d'affaires) par rapport aux autres fonds.

6.2.2.2 L'analyse de la variance à un facteur contrôlé

Tableau 8 : Les informations sur les niveaux de classe

Classe	Niveaux	Valeurs
Globe morningstar	3	cote 0-2 cote 3-4 cote 5

Nombre d'observations lues	230
Nombre d'observations utilisées	230

Note : Tableau réalisé à l'aide du logiciel SAS

Le facteur d'intérêt A : La cote donnée par Morningstar sous forme de globes

K = 3 niveaux : A1 = cote 0-2 ; A2 = cote 3-4 ; A3 = cote 5.

Tableau 9 : Le tableau ANOVA

Variable dépendante : Empreinte carbone

Source	DDL	Somme des carrés	Carré moyen	Valeur F	Pr > F
Modèle	2	118788.649	59394.325	3.02	0.0509
Erreur	227	4469782.724	19690.673		
Total sommes corrigé	229	4588571.373			

Note : Tableau réalisé à l'aide du logiciel SAS

Étant donné que la P-valeur (=5,09%) est inférieure à 10%, on peut affirmer, avec un risque de se tromper de 10%, l'existence d'une différence significative dans l'empreinte carbone moyenne selon si le fonds a une cote comprise entre 0 et 2 globe(s), une cote comprise entre 3 et 4 globes ou une cote de 5 globes. Il y a RH_0 .

Pour poursuivre la procédure ANOVA, il est nécessaire de vérifier deux conditions :

1) L'égalité des variances :

Tableau 10 : Le test de Levene pour l'homogénéité de la variance Empreinte carbone

Test de Levene pour l'homogénéité de la variance Empreinte carbone ANOVA des écarts au carré des moyennes de groupe					
Source	DDL	Somme des carrés	Carré moyen	Valeur F	Pr > F
Globe morningstar	2	1.949E10	9.7441E9	1.11	0.3318
Erreur	227	1.995E12	8.7897E9		

Note : Tableau réalisé à l'aide du logiciel SAS

Les données collectées ne permettent pas d'affirmer l'existence d'au moins une différence significative entre les trois variances populations. Cela se vérifie par le fait que la probabilité (=33,18%) est supérieure au seuil de risque (α) = 1%, 5% et 10%. L'hypothèse H_0 selon laquelle les variances populations sont égales est rejetée.

En revanche, il s'agit du seul test sur les trois qui vérifient l'égalité des variances. Le test de Brown and Forsythe rejette l'égalité des variances à 10% et le test de Bartlett rejette l'égalité des variances à 1%. À travers le graphique ci-dessous, nous pouvons remarquer des valeurs aberrantes qui sont trop dispersées par rapport à la moyenne. Dès lors, le graphique démontre pourquoi un seul test accepte cette égalité des variances.

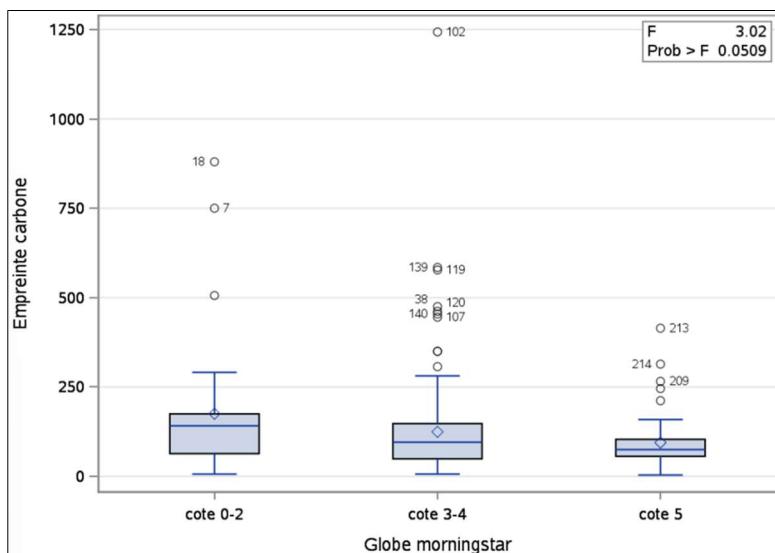


Figure 12 : La distribution de l'empreinte carbone

Note : Graphique réalisé à l'aide du logiciel SAS

2) La condition de normalité :

Les trois tests s'accordent à dire que la condition de normalité n'est pas atteinte, c'est-à-dire que la variable « empreinte » ne suit pas la loi normale. Les tableaux ci-dessous le prouvent, car la P-valeur est plus petite que $\alpha = 1\%$, ce qui signifie que l'on rejette H_0 . Or, pour les conditions, on cherche à accepter H_0 .

Tableau 11 : Le test de normalité pour les fonds ayant une cote entre 0 et 2 globe(s)

Tests de tendance centrale : Mu0=0				
Test	Statistique		p-value	
t de Student	t	4.774713	Pr > t	<.0001
Signe	M	15	Pr >= M	<.0001
Rang signé	S	232.5	Pr >= S	<.0001

Note : Tableau réalisé à l'aide du logiciel SAS

Tableau 12 : Le test de normalité pour les fonds ayant une cote entre 3 et 4 globes

Tests de tendance centrale : Mu0=0				
Test	Statistique		p-value	
t de Student	t	7.940509	Pr > t	<.0001
Signe	M	23	Pr >= M	<.0001
Rang signé	S	540.5	Pr >= S	<.0001

Note : Tableau réalisé à l'aide du logiciel SAS

Tableau 13 : Le test de normalité pour les fonds ayant une cote de 5 globes

Tests de tendance centrale : Mu0=0				
Test	Statistique		p-value	
t de Student	t	11.04996	Pr > t	<.0001
Signe	M	77	Pr >= M	<.0001
Rang signé	S	5967.5	Pr >= S	<.0001

Note : Tableau réalisé à l'aide du logiciel SAS

À la suite des tests pour vérifier ces deux conditions, nous pouvons conclure que la condition d'égalité des variances n'est pas satisfaite qu'à travers un seul test, mais que la condition de normalité n'est pas satisfaite. Une approche non paramétrique est donc nécessaire pour vérifier s'il y a réellement une différence significative entre les moyennes. Cette approche est basée sur des rangs et ne nécessite pas de condition de normalité.

Tableau 14 : Les scores de Wilcoxon (Sommes du rang) pour la variable Empreinte carbone avec une classification par variable Globe Morningstar

Globe morningstar	N	Somme des scores	Attendue sous H_0	Ecart-type sous H_0	Score de la moyenne	Test de Kruskal-Wallis	
cote 0-2	30	4053.0	3465.0	339.851317	135.100000	Khi-2	4.6505
cote 3-4	154	17844.0	17787.0	474.657654	115.870130	DDL	2
cote 5	46	4668.0	5313.0	403.646471	101.478261	Pr > Khi-2	0.0978
Les scores moyens ont été utilisés pour les liens.							

Note : Tableau réalisé à l'aide du logiciel SAS

À travers le tableau 14, nous constatons que la P-valeur (=9,78%) est plus petite que $\alpha=10\%$. Nous pouvons donc attester, avec un risque de se tromper de 10%, l'existence d'une différence significative de l'empreinte carbone moyenne selon si le fonds a une cote comprise entre 0 et 2 globes, entre 3 et 4 globes ou une cote de 5 globes. Il y a donc bien RH_0 .

Les fonds, dont les rangs représentant l'empreinte carbone sont les plus élevés, ont les cotes les plus faibles avec 0 à 2 globe(s). En revanche, les fonds, dont les rangs sont les plus faibles, ont une cote de 5 globes, car ils émettent moins d'empreintes carbone.

Tableau 15 : Le test t (LSD) pour la variable Empreinte carbone

Comparaisons significatives au niveau 0.1 indiquées par ***.				
Globe morningstar Comparaison	Déférence/Entre/Moyennes	90% - Intervalle de confiance		
cote 0-2 - cote 3-4	50.71	4.46	96.96	***
cote 0-2 - cote 5	80.83	26.44	135.22	***
cote 3-4 - cote 0-2	-50.71	-96.96	-4.46	***
cote 3-4 - cote 5	30.12	-8.82	69.06	
cote 5 - cote 0-2	-80.83	-135.22	-26.44	***
cote 5 - cote 3-4	-30.12	-69.06	8.82	

Note : Tableau réalisé à l'aide du logiciel SAS

Nous pouvons remarquer qu'à travers le test t (LSD), quatre différences significatives ont été relevées (***)�.

- 1) Dans 90% des cas, la moyenne pondérée de l'intensité carbone des fonds ayant un nombre de globe(s) Morningstar compris entre 0 et 2 est, en moyenne, de 4,46 à 96,96 plus élevée par rapport aux fonds qui ont un nombre de globes compris entre 3 et 4. Dans le cas contraire, dans 90% des cas, la moyenne pondérée de l'intensité carbone des fonds ayant un nombre de globes Morningstar compris entre 3 et 4 est, en moyenne, de 4,46 à 96,96 plus faible par rapport aux fonds qui ont un nombre de globe(s) compris entre 0 et 2.

2) Dans 90% des cas, la moyenne pondérée de l'intensité carbone des fonds ayant un nombre de globe(s) Morningstar compris entre 0 et 2 est, en moyenne, de 26,44 à 135,22 plus élevée par rapport aux fonds qui ont un nombre de globes maximal, soit 5. Dans le cas contraire, dans 90% des cas, la moyenne pondérée de l'intensité carbone des fonds ayant un nombre de globes Morningstar égal à 5 est, en moyenne, de 26,44 à 135,22 plus faible par rapport aux fonds qui ont un nombre de globe(s) compris entre 0 et 2.

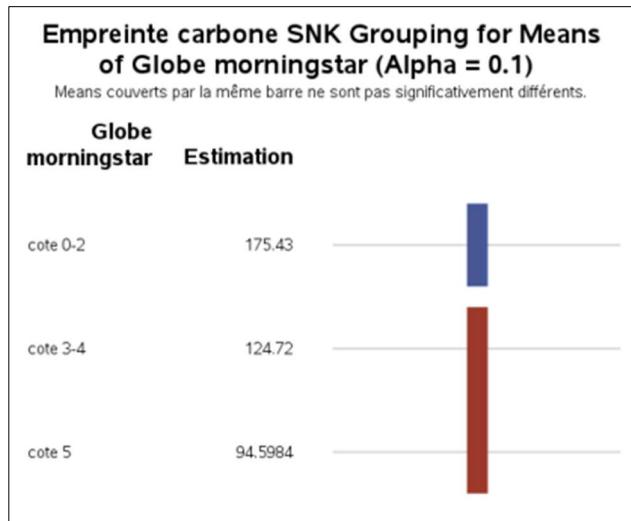


Figure 13 : Le test de Student-Newman-Keuls pour la variable Empreinte carbone

Note : Graphique réalisé à l'aide du logiciel SAS

Le test de Student-Newman-Keuls confirme l'existence d'une différence significative entre les moyennes d'empreinte carbone pour les fonds ayant une cote entre 0 et 2 globe(s), avec les fonds ayant une cote entre 3 et 4 globes ainsi que ceux ayant la cote maximale.

6.3 La conclusion intermédiaire

À la suite de ces analyses statistiques, plusieurs hypothèses peuvent être confirmées.

Premièrement, le fait qu'un fonds possède un label n'a pas d'impact sur la moyenne pondérée de l'intensité carbone. En effet, les émissions sont, en moyenne, similaires pour les fonds ayant un label et ceux qui n'en ont pas. Cependant, les fonds avec 2 ou plusieurs labels ont une empreinte carbone moyenne plus faible. Pour autant, l'empreinte carbone est relativement dispersée autour de la moyenne, que ce soit au sein des fonds sans label, des fonds avec 1 seul label ou des fonds avec minimum 2 labels. Cela signifie qu'ils peuvent autant contenir de faibles émissions que de fortes. Par ailleurs, l'intensité de la dispersion est moins importante pour les fonds avec 2 labels ou plus. Enfin, lors de l'analyse des moyennes de l'empreinte carbone des trois échantillons, aucune différence significative n'a été remarquée. Nous pouvons donc conclure que le nombre de labels n'est pas un outil optimal permettant de sélectionner les fonds ayant l'empreinte carbone la plus faible. Les pratiques de greenwashing qui leur sont associées, notamment dans la manière dans les gestionnaires gèrent leurs fonds, peuvent donc être mises en lumière au travers de ces analyses statistiques. En effet, les investisseurs pourraient croire qu'avec l'obtention d'un label, le fonds est véritablement géré pour réduire son impact négatif sur le réchauffement climatique, alors qu'il émet quasiment autant de CO₂. Dès lors, les stratégies d'investissement, mises en place pour évaluer l'alignement du fonds avec les critères des labels, doivent être revues pour avoir plus de cohérence et de précision afin d'éviter les allégations fausses à propos des processus environnementaux des produits.

Ensuite, concernant l'attribution d'une cote en globe Morningstar aux fonds d'investissement, il est remarqué que plus les fonds possèdent un nombre de globes élevé, plus l'empreinte carbone du fonds diminue. En effet, l'empreinte carbone moyenne diminue lorsque le score augmente. Cependant, il existe tout de même une dispersion importante de ces empreintes autour de la moyenne pour l'ensemble des scores. Cela démontre que l'écart est relativement important entre l'empreinte carbone la plus faible et la plus élevée dans chaque groupe de globe. En revanche, des différences significatives entre les moyennes de l'empreinte carbone ont été mises en valeur entre les fonds ayant une cote comprise entre 0 et 2 globe(s) et les fonds avec un nombre de globes entre 3 et 5. De fait, l'empreinte carbone des fonds entre 0 et 2 globe(s) est, en moyenne, plus élevée par rapport aux fonds qui ont un nombre de globes compris entre 3 et 5. Néanmoins, aucune différence significative n'a été remarquée entre les fonds ayant une cote comprise entre 3 et 4 globes et ceux ayant 5 globes.

Dès lors, l'étude de l'intensité carbone est un bon indicateur pour repérer des traces de greenwashing même s'il faut garder à l'esprit que la finance responsable a d'autres objectifs sociétaux que la lutte contre le réchauffement climatique.

La conclusion générale

Pour rappel, l'objectif de ce mémoire était d'analyser les données concernant l'empreinte carbone des fonds, afin de déterminer si ce type de donnée peut être considéré comme un outil pour combattre les pratiques de greenwashing. C'est par le biais de la méthodologie développée ci-dessous qu'un élément de réponse a pu être exposé.

L'ensemble de cette méthodologie a été le fruit de nombreux allers-retours entre la partie théorique et la partie statistique. En effet, j'ai commencé, au départ, par un point théorique sur l'ensemble des notions de greenwashing du marché, sans savoir préalablement les études qui seraient à réaliser. D'ailleurs, c'est en préparant la partie littérature que la notion d'empreinte carbone s'est révélée être un élément-clé à développer, à l'aide d'analyses quantitatives approfondies. Cela nous a dirigés vers un mémoire cohérent dans lequel la partie théorique et statistique suivent un fil rouge, celui de pouvoir répondre à la question sur la capacité de l'empreinte carbone à mettre en lumière les pratiques de greenwashing, tout en étant conscient que les concepts ESG couvrent aussi d'autres objectifs sociaux.

Tout d'abord, il ressort de la littérature que les investissements socialement responsables ont le vent en poupe depuis une dizaine d'années, grâce à la neutralité carbone souhaitée par l'ensemble de la société. Les promesses que ce type d'investissement veulent tenir contribueraient à cet objectif. Cependant, de nombreux émetteurs de fonds profitent des notions liées à la finance responsable que ces investissements promeuvent afin d'améliorer leur image et espérer ainsi, dégager des résultats financiers positifs. Cependant, en raison de ces abus envers les parties prenantes, la qualité de ces investissements est remise en cause. En effet, les informations extra-financières sont sujettes à un manque de transparence, à cause de la dépendance aux agences de notations qui manquent d'objectivité et d'un consensus sur la méthode d'analyse des résultats. Il s'agit d'un problème qui persiste depuis que le monde de l'entreprise a décidé d'intégrer la problématique de la misère sociale parmi ses objectifs financiers. La notion de la responsabilité de l'entreprise a donc évolué au cours du temps pour devenir aujourd'hui abstraite. En outre, le greenwashing peut trouver son origine au cours de divers procédés. Par exemple, concernant l'empreinte carbone, les données de la Scope 3 sont souvent soumises à des pratiques de ce concept, à cause de modèles d'évaluation peu transparents et trompeurs. Or, elles représentent 75% des émissions de carbone des entreprises. De plus, les fonds sont composés d'entreprises multinationales qui ont tendance à profiter de leur puissance pour tromper l'ensemble des parties prenantes (les consommateurs, les investisseurs...), notamment en délocalisant ou en sous-traitant leur pollution dans des pays ayant une réglementation climatique moindre.

Afin d'augmenter la transparence des informations extra-financières des fonds, l'Union européenne a mis en place, depuis 2018, un plan d'action comprenant la taxonomie européenne avec ses six objectifs environnementaux exigés pour toute activité économique. La Sustainable Finance Disclosure Regulation se focalise sur les organisations économiques et les fonds avec la distinction de l'Article 8 et de l'Article 9, tandis que la Corporate Sustainability

Reporting Directive se concentre sur les obligations de publication des informations extra-financières des entreprises et des fonds. Bien que ces cadres soient déjà un pas en avant pour protéger les parties prenantes de greenwashing, des améliorations doivent encore être apportées pour que l'Union européenne conserve son avancée dans le domaine de la finance durable, notamment avec des initiatives ayant pour but d'assurer la fiabilité, la transparence et la comparabilité des données extra-financières. Par ailleurs, l'obtention de labels par des entreprises indépendantes apparaît comme une autre solution pour assurer la transparence des fonds. Cependant, ces labels peuvent également ne pas entièrement combattre les pratiques de greenwashing, car certains d'entre eux manquent de transparence ou n'ont pas d'exigence particulière en matière de reportings. Cela laisse donc la porte ouverte à la publication d'informations mensongères et qui ont un impact négatif sur l'environnement. C'est donc la manière dont les gestionnaires des fonds utilisent les zones d'ombre laissées par les labels qui peut entraîner une situation de greenwashing. De plus, chaque label dispose de ses propres stratégies d'investissement et a des exigences différentes par rapport aux critères d'exclusions que doivent posséder les fonds qui souhaitent obtenir un label spécifique.

Par la suite, deux analyses statistiques ont été réalisées en vue de comparer l'empreinte carbone des fonds d'actions de l'Article 8 sur base de leurs labels et sur leur nombre de globe(s) issus de the « *Morningstar Sustainability Notations* ». Le type de donnée utilisé pour quantifier l'empreinte carbone des fonds est la moyenne pondérée de l'intensité carbone exprimée en tonne de CO² par million d'euros de chiffre d'affaires. La première analyse concernait la comparaison de l'empreinte carbone de trois échantillons basés sur les labels : les fonds qui n'ont pas de label, les fonds qui ont 1 label et les fonds qui ont, au moins, deux labels. La deuxième analyse se portait, elle, sur les globes Morningstar répartis également selon trois types d'échantillons : les fonds qui ont une cote comprise entre 0 et 2 globe(s), les fonds qui ont une cote entre 3 et 4 globes, ainsi que les fonds qui ont une cote maximale de 5 globes. Pour chacune de ces deux analyses, une introduction basée sur les statistiques descriptives a été d'abord détaillée, suivie par une analyse de la variance à un facteur contrôlé permettant de distinguer l'existence d'au moins une différence significative entre les moyennes. Néanmoins, malgré l'obligation de reporting ESG depuis le 1^{er} janvier 2022, concernant la moyenne pondérée de l'intensité carbone, seules les données d'un tiers des fonds sur la totalité de ceux issus de l'Article 8 étaient disponibles.

De plus, la moyenne pondérée de l'intensité carbone ne tient compte que des données de la Scope 1 et 2, celles de la Scope 3 sont donc omises.

Voici les enseignements tirés lors de ces analyses :

Nous avons pu distinguer que l'empreinte carbone était, certes, un bon outil pour identifier le greenwashing, mais il ne permettait pas de l'éviter. De fait, lors de l'analyse des moyennes de l'empreinte carbone des trois échantillons basés sur les labels, aucune différence statistiquement significative n'a été remarquée. Dans ce cas-ci, l'empreinte carbone a donc permis d'identifier l'existence de pratiques de greenwashing au sein des labels à propos de

l'émission de gaz à effet de serre. En revanche, l'analyse de l'empreinte carbone en fonction des échantillons basés sur le nombre de globes de the « *Morningstar Sustainability Notations* » a permis de distinguer des différences significatives entre les moyennes de l'empreinte carbone des fonds ayant une cote comprise entre 0 et 2 globe(s) et les fonds avec un nombre de globes entre 3 et 5. Nous pouvons donc conclure que l'approche basée sur les globes de Morningstar permet d'offrir une indication plus cohérente sur le niveau de durabilité du fonds. En effet, ceux avec un nombre de globes plus élevé ont une empreinte carbone, en moyenne, significativement plus faible que ceux ayant un nombre de globes moins conséquent. L'explication pourrait être le fait que le label est une approche a priori, c'est-à-dire qu'un fonds doit faire face à certaines normes de critères dans sa stratégie d'investissement pour l'obtenir. Ce processus pourrait être lié à l'étape de la communication des critères de durabilité que le fonds possède pour décrocher le label. À contrario, les globes sont donnés par Morningstar à posteriori. C'est donc une approche qui est basée davantage sur les résultats et les actions des fonds. Ces notions de communication RSE et d'action RSE seront abordées à l'issue de cette conclusion.

Comme expliqué précédemment, la mesure de l'intensité carbone permet donc de repérer des formes de greenwashing. Cependant, pour améliorer la pertinence de l'outil, nous avons identifié de nouvelles pistes.

Premièrement, la prise en compte des données de la Scope 3 dans la moyenne pondérée de l'intensité carbone permettrait d'avoir une meilleure idée de l'empreinte carbone d'un fonds. De fait, ces données représentent près de 75% des émissions totales d'une organisation. Cependant, il est nécessaire d'améliorer leurs modèles d'estimation, afin d'assurer leur transparence et leur fiabilité, étant donné que ces données sont elles-mêmes confrontées à des risques de greenwashing.

Deuxièmement, il est nécessaire d'établir un modèle commun des reportings pour la publication des données ESG. Par exemple, la mise en place d'une devise de référence pour l'unité du chiffre d'affaires permettrait d'en assurer la comparabilité. Un suivi régulier sur l'obligation de la publication des reportings ESG est également nécessaire, pour récolter les données de l'ensemble des fonds d'actions de l'Article 8, car même si l'obligation existe, à ce jour, elle n'est pas mise en œuvre dans son intégralité par tous les acteurs du secteur financier. La notion de transparence est primordiale.

Bien que le greenwashing soit identifié, l'empreinte carbone n'est pas perçue comme un outil permettant de le contrer. C'est plutôt un signal qui a mis en évidence que, lorsqu'un investisseur souhaite investir dans des fonds ESG, l'analyse des globes attribués par Morningstar apparaît comme un meilleur indicateur de sélection.

Au cours de l'écriture de ce mémoire, quelques difficultés sont apparues.

Tout d'abord, le concept de greenwashing au sein des investissements socialement responsables est récent. Des difficultés sont donc apparues au moment de la récolte de littérature actuelle sur le sujet.

Enfin, même si la notion de greenwashing commence à être connue par l'ensemble des parties prenantes du secteur, l'existence d'un outil vraiment efficace contre toutes ses formes est souvent remise en question. En effet, chaque acteur aura toujours tendance à contourner les outils mis en place, afin de parfaire son image envers les investisseurs et les consommateurs. Des améliorations de diverses initiatives et outils seront donc perpétuellement nécessaires, ce qui rendra le marché de plus en plus cadré et fermé. C'est pourquoi quelques auteurs tels que Schoeneborn, Morsing et Crane (2020) remettent en question la vision représentationnelle à propos des déclarations RSE appelée « *walking the talk* » et considèrent le greenwashing comme une nécessité dans une certaine mesure.

De fait, quand il y a un fossé entre la communication RSE et les pratiques RSE, il est recommandé de le combler en alignant la pratique et le discours. De plus, la communication RSE est considérée comme inférieure à la pratique RSE, puisqu'elle peut s'avérer malhonnête ou trompeuse et donc, être source de greenwashing. Elle importe uniquement si elle est vraie. Par conséquent, la relation discours-pratique est critiquée pour son incohérence.

Cependant, selon Schoeneborn *et al.* (2020), la relation entre la communication RSE et l'action RSE peut tout de même avoir des effets positifs. En effet, tous les discours des entreprises exprimant des souhaits ne peuvent être automatiquement liés au greenwashing. Le fait de trop promettre et de trop parler est en quelque sorte un moyen pour les entreprises d'avoir des ambitions RSE pour le futur et de la sorte, contribuer au changement. En conséquence, cette incohérence lors des discours peut être efficace et performative pour amorcer la transition RSE des entreprises.

De plus, l'exigence actuelle d'un alignement entre les discours RSE et les actions peut déboucher sur une fermeture éthique. Puisque l'incohérence et l'incertitude n'ont pas leur place, les entreprises seront moins audacieuses et deviendront silencieuses à propos des actions RSE. Les affirmations sur les actions passées seront alors privilégiées par rapport aux déclarations sur le futur qui est incertain et imprévisible. En bref, une cohérence parfaite ne peut jamais être atteinte entre les discours et actions RSE.

Par conséquent, les auteurs décrivent trois types de communication RSE formatives qui se distinguent par la temporalité entre les discours RSE et les pratiques RSE : « *Walking-to-talk* », « *Talking-to-walk* » et « *T(w)alking* ».

« *Walking-to-talk* » où les actions RSE précèdent les discours RSE qui jouent le rôle de reporting sur les pratiques passées à travers leurs évaluations externes. « *Talking-to-walk* » concerne les actions RSE qui suivent les discours RSE les abordant. Enfin, « *T(w)alking* » permet aux discours

RSE et aux pratiques RSE de coexister simultanément. Ce dernier type aborde le concept de la communication comme étant un élément constitutif de l'organisation.

Une étude supplémentaire pour vérifier les propos de ces auteurs pourrait être utile pour prolonger ce travail portant sur le greenwashing et les outils pour l'éviter. En effet, si de tels propos s'avèrent judicieux, le marché des investissements socialement responsables pourrait être revu au niveau des cadres réglementaires. Mais à l'heure où les problématiques sociales et environnementales se font fortes, osera-t-on promouvoir, dans une certaine mesure, des incohérences entre les discours et les actions RSE ?

Je souhaite conclure par une réflexion personnelle. Je pense qu'à court terme, il n'y a pas la possibilité de répondre favorablement aux propos de Schoeneborn et al. (2020). Des études de suivi prolongées dans le temps devront être réalisées, afin de repérer dans quelle mesure ce type de greenwashing de l'information pourrait avoir un impact positif. Pour l'heure, il me semble primordial d'approfondir l'ensemble des cadres réglementaires et d'assurer au mieux la transparence des informations extra-financières auprès des parties prenantes, car c'est sur base de ces dernières que les décisions d'investissements sont conclues. Des changements peuvent s'opérer autour des agences de notations et de leur transparence, du plan d'action de l'Union européenne ou encore à travers les labels et leurs stratégies d'investissement.

La bibliographie

Articles de revue et ouvrages :

Auvray, T., Bédu, N., Granier, C. et Rigot, R. (2022). L'apparition de nouveaux comportements face aux défis technologiques et environnementaux. [Chapitre 7]. Dans *L'industrie de la finance*. Paris : La Découverte. Récupéré de https://ezproxy.ichec.be:2084/feuilleter.php?ID_ARTICLE=DEC_AUVRA_2022_01_0093

Bardinet-Evraert, F. (2018). Comparaison de trois méthodologies ESG : Les bases de données extra-financières fournissent-elles la même information ?. *Recherches en Sciences de Gestion*, 125(2), 73-93. doi : 10.3917/resg.125.0073

Bellamy, D. et Quayle, B. (1987). *Turning the Tide : Exploring the Options for Life on Earth*. (1^{re} édition). Londres : Collins.

Bush, T. et al. (2021). Impact investments : a call for (re)orientation. *SN Business & Economics*. 33(1), 1-13. doi : 10.1007/s43546-020-00033-6.

Caseau, C. (2021). Impact Investing : La face cachée d'un discours « hybride » ?. *Entreprendre & Innover*, 48(1), 41-50. doi : 10.3917/entin.048.0041

Cash, D. (2018). Sustainable finance ratings as the latest symptom of 'ratings addiction'. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 8(3), 242-258. doi : 10.1080/20430795.2018.1437996

Colasse, B. et Déjean, F. (2022). Représentation comptable de l'entreprise et développement durable. *L'économie politique*, 9(1), 20-33. Récupéré de <https://www.cairn.info/revue-l-economie-politique-2022-1-page-20.htm>

Cravero, G. et Crifo, P. (2021). La finance durable, nouvel enjeu de la compétition économique mondiale. *Politique étrangère*, 2021/3, 79-92. doi : 10.3917/pe.213.0006

Creti, A. (2021). Les enjeux de la taxonomie européenne pour la finance verte. *Annales des Mines – Responsabilité et environnement*, 102(2), 40-44. doi : 10.3917/re1.102.0040

de Cambourg, P. et Gardes, C. (2020). La donnée extra-financière comme prérequis au développement d'une finance durable. *Revue d'économie financière*, 138(2), 193-208. doi : 10.3917/ecofi.138.0193

de Freitas Netto, S. V., Sobral, M. F. F., Ribeiro, A. R. B. et da Luz Soares, G. R. (2020). Concepts and forms of greenwashing: A systematic review. *Environmental Sciences Europe*, 32(1), 1-12. doi : 10.1186/s12302-020-0300-3

Frimousse, S. et Peretti, J. M. (2021). La contribution de la finance verte et durable à la performance extra-financière. *Question(s) de management*, 36(6), 141-166. doi : 10.3917/qdm.216.0141

Gond, J. P. et Igalems, J. (2014). Genèse de la responsabilité sociale de l'entreprise. [Chapitre 1]. *Dans La responsabilité sociale de l'entreprise*. Paris : Presses Universitaires de France. Récupéré de <https://ezproxy.ichec.be:2084/la-responsabilite-sociale-de-l-entreprise--9782715404168-page-7.htm>

Goosens, B., Jallet, S. et Czupryna, D. (2020). Stratégies d'investissement bas-carbone. *Revue d'économie financière*, 138(2), 263-273. doi : 10.3917/eco.138.0263

Kay, J. (2019). The concept of the corporation. *Business History*, 61(7), 1129-1143. doi : 10.1080/00076791.2018.1509956

Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quarterly*, 48(2), 268-305. doi : 10.2307/3556659

Mottis, N. et Philipponnat, T. (2020). Pourquoi l'investissement socialement responsable devient une affaire sérieuse. *Le journal de l'école de Paris du management*, 145(5), 30-36. doi : 10.3917/jepam.145.0030

Popescu, I. S., Hitaj, C. et Benetto, E. (2021). Measuring the sustainability of investment funds : A critical review methods and frameworks in sustainable finance. *Journal of Cleaner Production*, 314, 1-13. doi : 10.1016/j.jclepro.2021.128016

Schoeneborn, D., Morsing, M. et Crane, Andrew. (2020). Formative Perspectives on the Relation Between CSR Communication and CSR Practices : Pathways for Walking, Talking and T(walking). *Business & Society*, 59(1), 5-33. doi : 10.1177/0007650319845091

Taji, H. et Radi, B. (2021). Agences de notation ESG entre convergence des objectifs et divergence des notations : une étude exploratoire. *Revue du contrôle de la comptabilité et de l'audit*, 5(3), 392- 411. Récupéré de <745-Article Text-2800-1-10-20211007.pdf>

Vuillemey, G. (2021). Vers un investissement vraiment responsable ?. *Revue d'économie financière*, 142(2), 87-97. doi : 10.3917/eco.142.0087

Yang, Z., Nguyen, T. T. H., Nguyen, H. N., Nguyen, T. T. N. et Cao, T. T. (2020). Greenwashing behaviours: causes, taxonomy and consequences based on a systematic literature review. *Journal of Business Economics and Management*, 21(5), 1486-1507. doi : 10.3846/jbem.2020.13225

Rapports :

Amenc, N., Goltz, F. et Liu, V. (2021). *Doing Good or Feeling Good ? Detecting Greenwashing in Climate Investing.* France : EDHEC Business School. Récupéré de [210921-1 doing good or feeling good.pdf](https://www.210921-1.com/doing_good_or_feeling_good.pdf)

Berg, F., Koelbel, J. F., et Rigobon, R. (2019). *Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings.* Cambridge. MA, USA : MIT Sloan School of Management. Récupéré de <https://www.eticanews.it/wp-content/uploads/2019/09/20190819MITdivergenceESGratings.pdf>

Central Labelling Agency. (2021). *Revised Towards Sustainability Quality Standard Final criteria.* Bruxelles : Towards Sustainability. Récupéré de https://www.towardssustainability.be/sites/default/files/files/RevisedQS_Technical_20210531.pdf

France Invest, PWC. (2021). *Comprendre les textes sur la Finance Durable.* Paris : France Invest. Récupéré de <https://www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2022/02/Guide-Comprendre-les-textes-sur-la-finance-durable-MAJ-Sept-2021.pdf>

Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC). (2022). *Climate Change 2022 – Mitigation of Climate Change.* Genève : IPCC. Récupéré de https://report.ipcc.ch/ar6wg3/pdf/IPCC_AR6_WGIII_FinalDraft_FullReport.pdf

Label ISR. (2020). *Référentiel du label.* Paris : Label ISR. Récupéré de https://www.lelabelisr.fr/wp-content/uploads/Referentiel_LabelISR_22Juillet2020_Modif.pdf

Label Relance. (2021). *Charte du label « Relance ».* Paris : ministère de l’Économie des finances et de la relance. Récupéré de <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/64f850de-6ec7-44e9-99c9-40035796ddc9/files/c77e5ff7-7e94-4397-8602-376da08cbe8e>

LuxFlag. (2021). *LuxFLAG ESG Label : Eligibility Criteria.* Kirchberg : LuxFlag. Récupéré de https://www.luxflag.com/7d-LuxFLAG-ESG-Label-Eligibility-Criteria-revision_032021.docx

Moretti, L. (2021). *Fonds verts européens : Quelle stratégie de protection de la biodiversité ?* Paris : Novethic. Récupéré de [Novethic_2021_Fonds-verts-européens-quelle-stratégie-de-protection-de-la-biodiversité.pdf](https://www.novethic.com/Novethic_2021_Fonds-verts-européens-quelle-stratégie-de-protection-de-la-biodiversité.pdf)

Moretti, L. (2021). *Market Data : Fonds verts Europe au 30 septembre 2021.* Paris : Novethic. Récupéré de [Novethic_MarketData_FondsVertsEurope_2021-09-30.pdf](https://www.novethic.com/Novethic_MarketData_FondsVertsEurope_2021-09-30.pdf)

Morningstar. (2019). *Morningstar Sustainability Notation : Méthodologie.* Chicago : Morningstar. Récupéré de [sustainability-rating-fr.pdf](https://www.morningstar.com/sustainability-rating-fr.pdf)

Redon, N. et Husson-Traore, A. C. (2021). *Exclusion des énergies fossiles : Les investisseurs prêts à changer de moteur ?*. Paris : Novethic. Récupéré de [Novethic 2021 Exclusion-des-energies-fossiles.pdf](https://www.novethic.org/2021/exclusion-des-energies-fossiles.pdf)

Redon, N., Nicolas, J., Moretti, L., Ducasse, H. et Husson-Traore, A. C. (2021). *Les Limites des fonds verts en Europe*. Paris : Novethic. Récupéré de [Novethic 2021 les-limites-des-fonds-verts-en-Europe.pdf](https://www.novethic.org/2021/les-limites-des-fonds-verts-en-Europe.pdf)

Sakuma-Keck, K., van Hoorn, V., Casarsa, F., Gallagher, H., Lavayssiére, M. et Rathke, S. (2021). *Eurosif Report 2021*. Bruxelles : Eurosif. Récupéré de [2021-Eurosif-Report-Fostering-investor-impact.pdf](https://www.eurosif.org/2021-Eurosif-Report-Fostering-investor-impact.pdf)

Serafein, G. (2021). *ESG : Hyperboles and Reality*. Boston : Harvard Business School. Récupéré de [Serafein 2021 SSRN-id3966695.pdf](https://ssrn.com/abstract=3966695)

Task Force on Climate-related Financial Disclosures. (2017). *Implementing the recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*. G20 : TCFD. Récupéré de <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-TCFD-Annex-Amended-121517.pdf>

Van den broeck, R., Uwase, L., Werquin, H., Fantoli, Y., Van Liedekerke, L. et Frederickx, K. (2021). *L'épargne et l'investissement durable en Belgique : Regard sur 2020, nouvelles tendances et pistes de réflexion*. Bruxelles : Forum Ethibel. Récupéré de [ERSIS FR - Final \(incl. Annex\) \(2\).pdf](https://www.ethibel.be/ERSIS-FR-Final-(incl.-Annex)-(2).pdf)

Article de journal :

Van Hamme, K. (2021, 20 septembre). Tariq Fancy (ex-BlackRock) : « L'investissement durable n'a aucun impact, il est même nuisible ». *L'Echo*. Récupéré de <https://www.lecho.be/les-marches/analyse/tariq-fancy-ex-blackrock-l-investissement-durable-n-a-aucun-impact-il-est-meme-nuisible/10333045.html?registerSuccess=true>

Sites internet :

Autorité des marchés financiers. (2022). *Glossaire financier - Action*. Récupéré le 1 avril 2022 de https://lautorite.qc.ca/grand-public/glossaire-financier#glossary_A

Autorité des marchés financiers. (2022). *La réglementation Taxinomie – Article 8 relative aux obligations de reporting des sociétés*. Récupéré le 27 mars 2022 de https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/taxinomie?fbclid=IwAR3nNnZnPAINLEr_SKa6Us957pZk6lerYogUMxSI2zjXBJjGgkEyBF7eCJ4

European Commission. (s.d.). Sustainability-related disclosure in the financial services sector. Récupéré le 3 février 2022 de https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en

European Commission. (2018). *Sustainable finance : Commission's Action Plan for a greener and cleaner economy*. Récupéré le 3 février 2022 de https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_18_1404

Fabre Soundron, M. (2022). *Neutralité carbone : Totalenergies accusé de « greenwashing » et « de pratiques commerciales trompeuses »*. Récupéré le 25 avril 2022 de <https://www.novethic.fr/actualite/environnement/climat/isr-rse/neutralite-carbone-totalenergies-accuse-de-greenwashing-et-de-pratiques-commerciales-trompeuses-150627.html>

FNG Siegel. (2021). *Le critère*. Récupéré le 3 avril 2022 de <https://fng-siegel.org/kriterien/>

Jovène, J. (2020) *L'investissement durable avec Morningstar*. Récupéré le 1 avril 2022 de <https://www.morningstar.fr/fr/news/203067/linvestissement-durable-avecmorningstar.aspx>

Novethic. (2017). *Les objectifs de développement durable (ODD)*. Récupéré le 13 février 2022 de <https://www.novethic.fr/actualite/entreprise-responsable/isr-rse/qu-est-ce-que-les-odd-les-objectifs-de-developpement-durable-144726.html>

Novethic. (s.d.). *Lexique : Scope 3*. Récupéré le 8 avril 2022 de <https://www.novethic.fr/lexique/detail/scope-3.html>

Science Based Targets. (s.d.). *Lead the way to a low-carbon future*. Récupéré le 14 avril 2022 de <https://sciencebasedtargets.org/how-it-works>

United States Environmental Protection Agency. (2021). *Scope 1 and Scope 2 Inventory Guidance*. Récupéré le 13 février de <https://www.epa.gov/climateleadership/scope-1-and-scope-2-inventory-guidance>

United States Environmental Protection Agency. (2021). *Scope 3 Inventory Guidance*. Récupéré le 13 février de <https://www.epa.gov/climateleadership/scope-3-inventory-guidance>

Syllabi :

Paquet, G., Bawin, I., Schrooten, V. et Wattier, S. (2019). Séminaire de méthodologie et d'initiation à la démarche scientifique. Syllabus. ICHEC, Bruxelles.

Selmouni, M. (2021). Théories statistiques pour la gestion. Syllabus. ICHEC, Bruxelles.

