

**Haute Ecole  
Groupe ICHEC – ECAM – ISFSC**



**Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire**

**« Comment le règlement SFDR affecte-t-il le travail des auditeurs externes ? Présentation, enquête de terrain et analyse d'un fonds controversé »**

Mémoire présenté par :

**Boureima Hassane**

**Ismael**

Pour l'obtention du diplôme de :

**Master en gestion de l'entreprise**

Année académique 2022-2023

Promoteur :

**Christel DUMAS**

**Boulevard Brand Whitlock 6 - 1150 Bruxelles**



**Haute Ecole  
Groupe ICHEC – ECAM – ISFSC**



**Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire**

**« Comment le règlement SFDR affecte-t-il le travail des auditeurs externes ? Présentation, enquête de terrain et analyse d'un fonds controversé »**

Mémoire présenté par :

**Boureima Hassane**

**Ismael**

Pour l'obtention du diplôme de :

**Master en gestion de l'entreprise**

Année académique 2022-2023

Promoteur :

**Christel DUMAS**

**Boulevard Brand Whitlock 6 - 1150 Bruxelles**

## Acronymes

AMF : Autorité des Marchés Financiers (France)

BaFin : Autorité fédérale de régulation Financière (Allemagne)

BNP : Banque Nationale Populaire

CA : Conseil d'Administration

CDP : Carbon disclosure project

CLA : Central Labelisation Agency

CRH : Cement Roadstone Holding

CSDR : Central Security Depository Regulation

DIC(I) : Document d'Information Clé (pour l'Investisseur)

DNSH : Do Not Significant Harm

EPC : Energy Performance Certificate

ESA : European Financial Reporting Advisory Group

ESG : Environnement – Social – Gouvernance

ESMA : Autorité européenne des marchés financiers

ETF : Exchange Traded Fund

EU/UE : European Union /Union Européenne

FEBELFIN : FEdération BElgie du secteur FINancier

FSMA : Autorité des services et marchés financiers (Belgique)

GES : Gaz à Effet de Serre

GIEC : Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat

GIIRS : Global Impact Investing Rating System

GRI : Global Reporting Initiative

IFRS : International Financial Reporting Standards

IMP : Impact Management Project

ING : Internationale Nederlanden Groep

IRE : Institut des Réviseurs d'Entreprise

IRIS : International Repair Information System

ISA : International Standards on Auditing

ISAE : International Standard on Assurance Engagements

ISIN : International Securities Identification Numbers

ISR : Investissement Socialement Responsable

KBC : KredietBank CERA

KI(I)D : Key Investisseur (Information) Document

KPI : Key Indicator Performance

KPMG : Klynveld Peat Marwick Goerdeler

MDD : Minimum Disclosure Document ou Fund Factsheet

MIFID : Markets in Financial Instruments Directive

NFRD : Non-Financial Reporting Directive

OIT : Organisation Internationale du Travail

ONU : Organisation des Nations Unies

PACTA : Paris Agreement Capital Transition Assessment

PAI : Principal Adverse Impacts

PECAF : Partnership for Carbon Accounting Financials

PLC : Programmable Logic Controller

PNUD : Programme des Nations Unies pour le Développement

PNUD : Programme des Nations Unies pour l'Environnement

PRI : Principles for Responsible Investments

PWC : Price Waterhouse Coopers

RTS : Regulatory Technical Standards

SDG : Sustainable Development Goals

SFDR : Sustainable Finance Disclosure Regulation

SICAV : Sociétés d'Investissement à Capital Variable

TAP : Transition Assistance Program

TCFD : Task Force on Climate Related Financial Disclosures

UCITS : Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives

UNPRI : United Nations Principles for Responsible Investment)

## Remerciements

Je tiens à prendre un moment pour exprimer ma gratitude la plus sincère à Madame Christel Dumas pour son soutien et son aide tout au long de la réalisation de ce mémoire de fin d'études. Votre expertise en finance durable a été inestimable, mais surtout, je suis reconnaissant pour l'aide que vous m'avez apporté quant à la définition de ma question de recherche. Je ne pense pas que j'aurais pu atteindre mes objectifs sans votre orientation dans la méthodologie utilisée dans ce travail.

Je suis particulièrement reconnaissant du temps qui m'a été accordé par Monsieur Dirk Stagier, réviseur d'entreprise chez Mazars, pour m'avoir beaucoup informé sur le sujet du règlement SFDR lors de mon stage. Votre contribution m'a aidé énormément dans le choix de mon sujet de mémoire.

Je tiens à remercier du fond du cœur Madame Marie Garcia, Monsieur Vicent Huart, ainsi que tout le personnel du Parcours Stage mémoire, car votre soutien m'a aidé à respecter le calendrier prévu pour ce travail et m'a motivé encore davantage tout au long de ce processus.

Je voudrais remercier également, Madame Fatouma Yacouba pour son aide dans la relecture de mon travail et la correction du texte. Son aide a été précieuse, car elle a contribué à améliorer considérablement la qualité de mon travail.

Enfin, mes remerciements vont à l'encontre de mes parents, amis et connaissances qui ont apporté leur aide, aussi minime soit-elle, dans la conception de ce travail. Votre soutien et encouragement ont été inestimables.

## Engagement Anti-Plagiat du mémoire

« Je soussigné, Boureima Hassane, Ismael, étudiant en Master en gestion de l'entreprise Jour 2022-23, 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. mise 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.

## Table des Matières

<b>INTRODUCTION.....</b>	<b>1</b>
<b>PROBLEMATIQUE DU PRESENT TRAVAIL.....</b>	<b>3</b>
.....	4
<b>1 CHAPITRE 1: PRESENTATION THEORIQUE, DEFINITIONS ET LITTERATURE RELATIVES AU REGLEMENT SFDR4</b>	
1.1 COMPRENDRE LE REGLEMENT SFDR.....	4
1.2 DEFINITION .....	4
1.3 OBJECTIFS.....	4
1.4 LES ACTEURS, LES PRODUITS ET LES SERVICES FINANCIERS SOUMIS AU REGLEMENT SFDR .....	5
1.5 FONCTIONNEMENT.....	5
1.6 LES ARTICLES 6, 7, 8 ET 9 DE LA SFDR .....	6
1.7 LES SYSTEMES DE CALCUL.....	6
1.8 LA GESTION DES RISQUES FINANCIERS EN MATIERE D'INVESTISSEMENT DURABLE.....	8
1.8.1 <i>La gestion des risques financiers .....</i>	8
1.8.2 <i>La gestion des risques financiers en matière de durabilité.....</i>	9
1.9 LES INSUFFISANCES DES CRITERES ESG .....	11
1.10 LES DERNIERES DISPOSITIONS DE LA SFDR .....	12
1.11 LA TAXONOMIE EUROPEENNE .....	12
1.12 LES NORMES TECHNIQUES DE REGLEMENTATION (RTS) .....	13
1.13 LE CALENDRIER DES REGLEMENTATIONS SFDR.....	14
1.14 LES CRITIQUES DU REGLEMENT SFDR ET LES EVOLUTIONS DURABLES A VENIR .....	15
1.15 LE MANQUE DE DONNEES ET LES IMPACTS NEGATIFS (PAIS) .....	15
1.16 AVIS DE L'ESA SUR LES ZONES D'INCERTITUDE AU SFDR.....	16
1.17 SURPLUS DE TRAVAIL ET CONCURRENCE ETRANGERE.....	16
1.18 ÉCOBLANCHIMENT PERSISTANT .....	17
1.19 LES PRODUITS D'INVESTISSEMENTS BANCAIRES.....	19
1.19.1 <i>Les Fonds d'investissement .....</i>	19
1.20 LES PRODUITS FINANCIERS SOLIDAIRES ET SOCIALEMENT RESPONSABLES (ISR) .....	27
1.20.1 <i>Les produits financiers solidaires et ISR proposés par KBC .....</i>	28
1.20.2 <i>Les produits financiers solidaires et ISR proposés par ING.....</i>	29
1.20.3 <i>Les produits financiers solidaires et ISR proposés par Belfius .....</i>	30
1.21 LES PRODUITS FINANCIERS LABELISES.....	31
1.21.1 <i>Les produits financiers labellisés chez KBC.....</i>	32
1.21.2 <i>Les produits financiers labellisés chez ING .....</i>	32

1.21.3	<i>Les produits financiers labellisés chez Belfius .....</i>	33
1.22	LES CABINETS D'AUDIT EXTERNES.....	33
1.22.1	<i>La politique durable exprimée par les publications des big four en audit externe .....</i>	33
1.22.2	<i>Qu'est-ce que le TCFD ?.....</i>	34
1.23	LES LIMITES DE LA LEGITIMITE DES CABINETS D'AUDIT EXTERNES .....	39
<b>2</b>	<b>CHAPITRE 2: PRESENTATION ET ANALYSE DES INFORMATIONS RECOLTEES SUR LE TERRAIN AU MOYEN D'INTERVIEWS.....</b>	<b>41</b>
2.1	METHODOLOGIE .....	41
2.1.1	<i>Généralités.....</i>	41
2.1.2	<i>Élaboration des questions.....</i>	42
2.1.3	<i>Choix des personnes interrogées .....</i>	42
2.1.4	<i>Classement des données récoltées .....</i>	43
2.2	RESULTATS.....	45
2.2.1	<i>Dimension agrégée : Réussites de la SFDR .....</i>	45
2.2.2	<i>Dimension agrégée : Limites de la SFDR.....</i>	46
<b>3</b>	<b>CHAPITRE 3 : PRESENTATION DES DIFFERENTS PROCESSUS D'AUDIT SFDR ET TENTATIVE D'ANALYSE D'UN FONDS « DURABLE » CONTROVERSE .....</b>	<b>48</b>
3.1	LA DIVERSITE DES PROCESSUS D'AUDIT SFDR .....	48
3.2	TENTATIVE DE PRESENTATION D'UN PROCESSUS D'AUDIT EFFICIENT POUR LA SFDR .....	49
3.2.1	<i>Le processus minimal.....</i>	50
3.2.2	<i>Le processus moyen .....</i>	50
3.2.3	<i>Le processus maximal.....</i>	51
3.3	REMARQUES FINALES QUANT A LA DIVERSITE DES PROCESSUS .....	51
3.4	TENTATIVE D'ANALYSE D'UN FONDS « DURABLE » CONTROVERSE.....	52
3.4.1	<i>Les produits durables de BNP Paribas – Fortis .....</i>	52
3.4.2	<i>Le fonds BNP PARIBAS EASY ECPI CIRCULAR ECONOMY LEADERS – Code ISIN LU1953136527... </i>	54
3.4.3	<i>Analyse de 7 entreprises controversées sur les 16 encore présentes dans le fonds en 2023 .....</i>	65
<b>4</b>	<b>CHAPITRE 4 : EXTRA POUR TERMINER LE MEMOIRE .....</b>	<b>68</b>
4.1	L'AUDIT DES ETATS FINANCIER .....	68
4.1.1	<i>Définitions.....</i>	68
4.1.4	<i>Le rôle du réviseur d'entreprise.....</i>	70
<b>CONCLUSION.....</b>	<b>73</b>	
<b>LIMITES ET RECOLL CRITIQUE.....</b>	<b>75</b>	
<b>RECOMMANDATIONS ET FUTURES RECHERCHES .....</b>	<b>76</b>	
<b>CONCLUSION PERSONNELLE .....</b>	<b>76</b>	

Liste des tableaux, graphiques et figures

**Tableau 1 :** Résume les différences entre les articles 7 à 9 de la SFDR.....page 8

**Tableau 2 :** Calendrier de la mise en application du SFDR de 2021 à 2023.....page14

**Tableau 3 :** Les plus grands fonds durables en Europe.....page 22

**Tableau 4 :** Produits durables d'origine belge ou ciblant principalement le marché belge.....page 26

**Tableau 5 :** Résumé des comportements des cabinets d'audit big four selon leurs publications face au SFDR, à l'ESG et TFCD.....Page 36

**Tableau 6 :** Récapitulatif des personnes interrogées.....Page 43

**Graphique 1 :** Les banques émettant le plus de fonds durables en Europe.....page 23

**Graphiques 2 et 3 :** Composition en mai 2023 selon JustETF.....page 65

**Graphiques 4 et 5 :** Composition le 5 mai 2023 selon Finanzen.net.....page 65

**Figure 1 :** La gestion des risques : moteur des applications de la SFDR.....page 8

**Figure 2 :** Méthode de Gioia.....Page 42

**Figure 3 :** Structure générale du premier feuillet Excel. Réussites de la SFDR.....page 44

**Figure 4 :** Structure générale du premier feuillet Excel. Limites de la SFDR.....page 44

## Introduction

Quoique je sois plus attiré par les chiffres que par les lettres et les interprétations des règlements, le stage que j'ai effectué chez Mazars et les constatations que j'ai pu y dresser m'ont tout naturellement dirigé vers la question de l'impact du récent règlement européen SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*) sur le travail des cabinets d'audit consacré à l'expertise extra-financière des entreprises financières.

Partout dans le monde et spécifiquement dans le monde libre, les dernières décennies ont été particulièrement consacrées à la question de la durabilité de notre système économique, de notre manière de vivre, voire de l'espèce humaine toute entière, suite à l'accroissement exponentiel des problèmes environnementaux - notamment climatiques - des effets antisociaux dus à une rapide mondialisation et du recul des droits démocratiques et humains mis à mal par diverses tendances géopolitiques et l'augmentation de la corruption. Par ailleurs, les crises financières comme celles de 2007-2008 ont plombé la confiance des citoyens en la stabilité de notre système financier.

Dans cette mesure, divers efforts ont été entrepris tant aux niveaux nationaux qu'internationaux pour répondre à ces défis par une régulation bien pensée, progressive et consensuelle. En matière de finance durable, les tentatives engagées par l'ISR (Investissement socialement responsable) et les critères ESG (Environnement – Social – Gouvernance) se sont bien vite avérées insuffisantes pour empêcher ce que l'on nomme aujourd'hui le *greenwashing*. C'est pourquoi, à la fin de l'année 2019, l'Union Européenne et sa Commission ont mis sur pied un règlement plus précis et assorti de sanctions : la SFDR. Las ! Le travail d'élaboration de la SFDR s'est révélé difficile et assez lent de sorte que le règlement ainsi que l'importante taxonomie qui le précise et l'accompagne ont été publiés en deux fois. Il en a résulté que si la SFDR devait officiellement entrer en vigueur le premier janvier 2022, cette dernière année ne fut en réalité qu'un coup d'essai sans réel contrôle ni sanction afin de préparer à cette nouvelle pratique les parties concernées, à savoir les gestionnaires d'actions bancaires, les cabinets d'audit et les autorités nationales et internationales de contrôle. Depuis lors, la SFDR ainsi que sa taxonomie et RTS (*Regulatory Technical Standards*) ont été complétés de sorte à pouvoir effectivement entrer en vigueur le premier janvier 2023 en prévision d'un véritable contrôle des autorités compétentes à la fin de cette année.

Hasard ou non, déveine ou chance, il se fait que le présent travail a été documenté, conçu et rédigé à la charnière de 2022 et 2023, c'est-à-dire durant cette période de bascule qui permettra d'évaluer la préparation des entités concernées, en particulier des cabinets d'audit, pour ensuite pouvoir estimer l'efficacité de la SFDR en fonction de ses objectifs. Par ailleurs, les divers changements effectués durant cette période ont rendu l'élaboration du présent travail d'autant plus difficile puisqu'il a fallu bien des mises à jour, des corrections, de nouvelles recherches documentaires et même la conceptualisation de deux nouvelles sous-problématiques pour mener à bien ce mémoire afin de répondre à la problématique principale qui est formulée par son titre.

Le présent travail est divisé en trois parties. La première partie est théorique. Elle consiste à rappeler les origines, les motivations et l'échafaudage de la SFDR ainsi que la situation et le comportement des banques les plus importantes présentes dans notre pays, à l'exception de BNP Paribas Fortis qui nécessitera une préoccupation particulière dans la troisième partie du mémoire. Enfin, la première partie se termine par la présentation des cabinets d'audit appelés « Big4 », à savoir Deloitte, KPMG, Ey et PWC, ainsi que leurs évolutions relatives à la SFDR selon leurs publications. La deuxième et la troisième parties sont d'ordre pratique.

La deuxième partie est consacrée à la présentation des informations reçues et des analyses que j'ai réalisées à partir d'une enquête de terrain sur base de huit interviews auprès de cadres appartenant aux quatre cabinets d'audit « Big4 », au cabinet d'audit Mazars chez qui j'ai effectué mon stage, à deux organisations éthiques nationalement reconnues, à savoir Ethibel et Financité, et à l'autorité actuelle de contrôle du suivi du règlement SFDR, la FSMA (Autorité des Services et Marchés Financiers). Ces interviews constituent le fondement de la première partie de notre réponse à la première sous-problématique : « Pourquoi les cabinets d'audit ne sont-ils pas prêts à jouer leur rôle dans cette nouvelle pratique qu'est la SFDR ? ». Les extraits les plus significatifs de ces interviews ont été disposés en deux feuillets Excel. Le premier de ces feuillets, intitulé « Limites et réussites de la SFDR » a été élaboré selon une méthodologie éprouvée pour des données principalement qualitatives. Ce feuillet, ainsi que son analyse, est composé des trois concepts suivants : « Pressions mimétiques », « Pressions normatives » et « Pressions coercitives » dont les significations vous seront données dans le corps du texte. Le troisième niveau de concepts, comme le titre du feuillet l'indique » est divisé entre les réussites et les limites de la SFDR du point de vue des personnes interrogées. Enfin, une conclusion partielle permet de commencer à répondre à la première sous-problématique.

La troisième partie du travail se base sur les extraits d'interviews consacrés aux différents processus d'audit selon les personnes interrogées suite à la question « Comment procédez-vous pour effectuer un audit SFDR ? ». Ces extraits sont compilés dans le second feuillet Excel nommé « Processus » et qui n'est divisé qu'en deux parties : « Objectifs du client » et « contrôles du client ». À partir de ces interviews, j'ai rappelé les différentes étapes par ordre d'importance décroissante constituant un audit SFDR. Cela fait, il a été possible de compléter et résumer la réponse à la première sous-problématique : « Pourquoi les cabinets d'audit ne sont-ils pas prêts à jouer leur rôle dans cette nouvelle pratique qu'est la SFDR ? ».

À partir des interviews des deux feuillets : « Limites et réussites de la SFDR » et « Processus », j'ai ensuite tenté de répondre à la seconde sous-problématique : « Quel processus d'audit serait faisable si les cabinets d'audit jouaient leur rôle en matière de SFDR ? » Je me suis alors aperçu que dans la situation présente de l'évolution de la SFDR, il était impossible de présenter un processus d'audit idéal. C'est pourquoi j'ai présenté trois genres de processus relatifs aux audits SFDR que j'ai nommés « processus minimal », processus moyen » et processus maximal ».

Enfin, la troisième partie se termine par la tentative d'analyse d'un fonds durable controversé émis au Luxembourg par BNP Paribas. Après avoir présenté l'ensemble des fonds durables de BNP Paribas Fortis, j'ai justifié le choix de ce fonds, toujours en me basant sur des interviews récoltées sur le terrain et j'ai présenté une méthodologie fondée, faute de mieux, sur le site « Faire Fonds ». En l'absence d'entrevue avec les Asset Managers responsables de ce fonds et comme je n'avais pas accès à des documents confidentiels, cette analyse s'est basée sur le KID, les prospectus de 2022 et 2023 que j'ai comparés, les rapports annuels, semi-annuels et mensuels de 2022 et 2023, les scores ESG et autres extra-financiers de ces mêmes années et les classifications du fonds comme relevant des articles 8 ou 9 de la SFDR. J'ai ensuite présenté les analyses du fonds selon deux différentes sources. Enfin, j'ai tenté d'analyser les différentes entreprises controversées qui composent ce fonds à partir d'articles de presse faute d'autres documents et d'enquête de terrain et d'entrevue avec les responsables de ces industries. Il m'est vite apparu qu'il était inutile d'analyser en profondeur les 16 entreprises controversées (parmi plus de 50) qui comptaient toujours le fonds en 2023. Les 7 fonds que j'ai analysés selon mes moyens m'ont semblé constituer des exemples suffisants sur la difficulté d'analyser la composition des fonds et la nécessité de ne pas faire systématiquement confiance aux organismes éthiques semblables à « Faire Fonds ». Enfin, une conclusion de deux pages synthétise les informations que je juge les plus importantes de ce travail et tente de spéculer raisonnablement sur les possibles évolutions à venir de la SFDR.

## Problématique du présent travail

Comme le titre l'indique, la problématique générale de ce travail consiste à se demander « comment la SFDR ( Sustainable Finance Disclosure Regulation ) affecte les cabinets d'audit ? »

Initiée par l'Union européenne le 27 novembre 2019 afin de clarifier les publications des *Asset Managements* en matière environnementale, sociale et de gouvernance (ESG). La SFDR vient seulement d'être complétée par la taxonomie et les *templates* qui l'accompagnent. En conséquence, quoiqu'une partie en ait été rendue obligatoire dès 2022 de sorte qu'un grand nombre de fonds y aient déjà fait référence, ce n'est qu'au premier janvier 2023 que la SFDR a été rendue véritablement effective. Dans cette mesure, les entreprises financières ont devant elles encore six mois avant de vraiment intégrer les exigences de la SFDR dans leurs publications, principalement dans leurs rapports annuels.

Cette « maladie de jeunesse » de la SFDR ainsi que leur manque d'expérience ont rendu le travail des cabinets d'audit d'autant plus difficile. Le présent travail en a également été affecté puisqu'il a été conçu entre juin 2022 et mai 2023. C'est pourquoi les contenus de sa problématique et de sa table des matières ont été plusieurs fois transformés afin de les mettre à jour et de les rendre plus précis. Il s'est avéré que la problématique générale pouvait être précisée par les sous-problématiques suivantes :

1° Pourquoi les cabinets d'audit ne sont-ils pas prêts à jouer leur rôle dans cette nouvelle pratique qu'est la SFDR ?

2° Quel processus d'audit serait faisable si les cabinets d'audit jouaient leur rôle en matière de SFDR ?

On verra plus loin qu'en raison des incertitudes concernant l'avenir, cette seconde sous-problématique a dû être transformée et mise au pluriel pour devenir « Quelles processus d'audit seraient faisables si les cabinets d'audit jouaient leur rôle en matière de SFDR ? »

Afin de tenter de répondre à ces questions, outre une brève première partie consacrée à une introduction théorique, j'ai effectué dans une deuxième partie une enquête de terrain à partir d'entretiens avec certains cadres des plus importants cabinets d'audit de notre pays, de deux organismes d'éthique financière officiels en Belgique et de l'organe de contrôle du secteur financier belge, la FSMA. Enfin, une troisième partie a été affectée à l'essai d'une présentation de trois processus d'audit possibles et d'une tentative d'analyse d'un fonds controversé dans le but de répondre à la problématique générale envisagée et de rendre compte des nombreuses difficultés des cabinets d'audit pour réaliser leur travail afin que leurs clients rencontrent les exigences de la SFDR et des autorités de contrôle belge.

## 1 CHAPITRE 1: Présentation théorique, définitions et littérature relatives au règlement SFDR

### 1.1 Comprendre le règlement SFDR

### 1.2 Définition

Selon Golier et Flament (2021), Le *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR), nommé aussi plus brièvement « *disclosure* », est un règlement européen (2019/2088) imposant la publication d'informations sur la durabilité dans le secteur financier (Union européenne, 2019 et 2020. Voir Annexe I). Ce règlement a été publié par le Parlement et le Conseil européen le 27 novembre 2019. Une grande partie de ses dispositions est entrée en vigueur le dix mars 2021. La SFDR impose à une série d'acteurs financiers l'identification des risques de durabilité et la publication d'informations sur la durabilité de leurs investissements. Les normes techniques qui doivent préciser ces obligations c'est à dire, les "*Regulatory Technical Standards*" ou (RTS) et ses templates (voir Annexes 2 à 6) n'ont été que partiellement mises en vigueur le premier janvier 2022, notamment en ce qui concerne les aspects liés à une taxonomie européenne (voir annexe 7) encore incomplète qui classe les activités économiques ayant un impact positif sur l'environnement.

### 1.3 Objectifs

La SFDR a comme but d'orienter les capitaux vers une croissance durable et de fournir aux clients toutes les informations nécessaires pour faire leur choix en investissement durable. Ses objectifs sont primo : d'assurer la transparence des caractéristiques environnementales, sociales et de durabilité des marchés financiers. Secundo : de créer des normes pour la communication et la publication de ces informations. Pour la SFDR, « investissement durable » signifie :

« *un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif environnemental et/ou social, à condition que ces investissements ne nuisent pas à l'un de ces objectifs et que les entreprises bénéficiaires suivent des pratiques de bonne gouvernance.* » (Union européenne, 2019, Article 2, §17).

La mise en place des normes SFDR rend plus difficile pour les sociétés de gestion d'actifs de « verdier » leurs produits en se contentant d'apposer un label ESG ou « développement durable » sur un produit sans faire clairement preuve de ce qui justifie ces labels. Les critères ESG (Environnement, Social, Gouvernance) en général sont apparus en Europe 2005 et ont été revus en 2015 (Souto Lopez et Fecteau, 2019).

Ils peuvent être considérés comme les ancêtres immédiats de la SFDR à ceci près qu'il concerne également les acteurs extra-financiers. Le critère environnemental prend en compte les émissions de gaz à effet de serre, le recyclage des déchets, la consommation d'électricité ou encore la prévention des risques environnementaux. Le critère social tient compte de la qualité du dialogue social au sein des entreprises, de l'emploi des personnes handicapées ou encore de la formation des salariés. Enfin, le

critère de gouvernance concerne la transparence de la rémunération des dirigeants d'entreprise, la lutte contre la corruption ou encore de la féminisation des conseils d'administration. Les critères ESG sont utilisés pour analyser et évaluer la prise en compte du développement durable et des enjeux de long terme dans la stratégie des entreprises. Le SFDR a également été conçu pour pallier aux imperfections de l'ESG que nous préciserons dans les prochains chapitres.

#### 1.4 Les acteurs, les produits et les services financiers soumis au règlement SFDR

Le SFDR s'adresse à tous les « acteurs des marchés financiers », notamment aux établissements de crédit et entreprises d'investissement qui proposent des services de gestion de portefeuilles, aux entreprises d'assurances qui vendent des produits d'investissements fondés sur l'assurance, aux gestionnaires de fonds et aux « conseillers financiers », notamment les auditeurs (EURLEX, article 6, 2019).

Les produits auxquels s'adresse la SFDR peuvent être classés en trois catégories :

- 1° Les produits qui n'ont pas un but de durabilité précis, mais promeuvent des caractéristiques environnementales ou sociales (ESG). Ces produits qui sont l'objet de l'article 8 du SFDR doivent être décrits sur la manière dont ils respectent les caractéristiques ESG.
- 2° Les produits qui ont comme objectif un investissement durable tel qu'il est défini ci-dessus au point 1.3. et dépendent donc de l'article 9.
- 3° Tout produit qui n'est pas présenté comme durable (Article 6 et 7).

#### 1.5 Fonctionnement

Le SFDR oblige les acteurs financiers à publier des informations fiables sur la prise en compte ou non dans leurs investissements :

1. Des risques en matière de durabilité, c'est-à-dire des évènements de nature environnementale, sociale ou de gouvernance (ESG) qui peuvent affecter négativement la valeur de l'investissement (risque financier).
2. Des incidences négatives sur la durabilité, c'est-à-dire les risques à moyen ou long terme d'un investissement dans une activité qui a un impact négatif sur l'environnement social ou naturel.

Le SFDR oblige les acteurs des marchés financiers et les conseillers financiers de publier sur leur site internet leur politique relative aux risques de durabilité, à savoir les événements qui peuvent impacter négativement la valeur de l'investissement financier (Union européenne, 2019, article 3). Les acteurs des marchés financiers devront également publier des informations sur la manière dont ces risques de durabilité sont intégrés dans leurs politiques de rémunération (Union européenne, 2019, article 5).

Les acteurs des marchés financiers et les conseillers financiers devront aussi publier sur leur site internet les effets négatifs des décisions ou conseils d'investissement sur la durabilité ou à tout le moins pourquoi ils ne prennent pas en compte ces effets négatifs (Union européenne, 2019, Article 6). Les acteurs ou conseillers faisant partie d'un groupe comptant plus de 500 salariés doivent décrire ces effets négatifs depuis le 30 juin 2021 (Golier et Flament, 2021).

Les acteurs devront expliquer dans leur documentation précontractuelle (*Key Investor Information*, prospectus, etc.) comment ils prennent en compte les risques de durabilité dans leurs décisions et les effets probables de ces risques sur le rendement du produit (Union européenne, 2019, Articles 6 et 7, §1).

## 1.6 Les articles 6, 7, 8 et 9 de la SFDR

**L'article 6** de la SFDR est réservé aux produits qui n'ont pas d'objectif de durabilité. Il concerne l'intégration des risques de durabilité dans les décisions d'investissement. Les investissements encourrent en effet des risques qui peuvent affecter les rendements à long terme. Ces risques sont calculés en fonction des critères ESG. Les investissements dans des sociétés dont les activités sont manifestement nocives à la durabilité sont exclus. Ainsi en est-il par exemple des activités dans les domaines tels que des armes controversées par les accords internationaux, la production de charbon, la production d'électricité employant des énergies fossiles, la production de tabac et le domaine des divertissements pour adultes (pornographie et prostitution par ex.).

**L'article 7** concerne la transparence des incidences négatives en matière de durabilité au niveau des produits financiers. Les acteurs financiers doivent prendre en compte les incidences négatives des investissements sur la durabilité en utilisant les normes techniques (RTS). Comme ces normes sont encore incomplètes aujourd'hui, certains acteurs font l'impasse sur la publication transparente de ces incidences négatives en se fondant sur l'article 4 paragraphe 1 (b) de la SFDR (Carminiac, 2020).

**L'article 8** a comme objet la transparence de la promotion des caractéristiques environnementales ou sociales dans les informations précontractuelles publiées. Il concerne une deuxième catégorie de fonds, à savoir ceux qui sont utilisés partiellement dans des investissements durables, c'est-à-dire que ces fonds ne comprennent qu'une partie d'investissements « durables » et parfois moins de 10%.

**L'article 9** enfin porte sur les investissements durables dans les informations précontractuelles publiées. Il s'agit donc de fonds qui sont expressément investis dans des activités de développement durable. Les articles 8 et 9 usent également des critères ESG.

## 1.7 Les systèmes de calcul

L'examen des fonds exige des instruments de mesure différents selon que ces fonds appartiennent aux articles 6, 8 ou 9. Ces instruments imposés sont plutôt des principes, si bien que les acteurs financiers disposent d'une large marge pour choisir leurs systèmes de calcul.

Les fonds appartenant à l'article 6 doivent utiliser le système PRI (*Principles for Responsible Investment*). En effet, en vertu de l'article 7 relatif à la transparence des informations rapportées, ces fonds ne sont pas dispensés de déclarer leurs investissements en fonction de leurs responsabilités sociales. Précisément, et c'est une nouveauté, il est devenu obligatoire aux gestionnaires de montrer pourquoi ces fonds qui sont article 6 ne peuvent pas être repris dans les art. 8 ou 9 de la SFDR. Les PRI sont apparues au début de l'année 2005 lorsque le Secrétaire général des Nations Unies, Kofi Annan, a invité les 20 principaux investisseurs institutionnels internationaux soutenus par un grand nombre

d'experts, d'organisations internationales et d'ONG à définir ces Principes pour l'Investissement Responsable. Les PRI sont au nombre de six. Il s'agit :

- 1° De prendre en compte les critères ESG dans les analyses précédant les décisions d'investissement ;
- 2° De prendre en compte les critères ESG dans les pratiques d'investissement ;
- 3° De demander aux sociétés qui bénéficient d'investissements de publier des informations complètes sur leur prise en compte des critères ESG ;
- 4° De faire accepter et de faire appliquer les critères ESG par les acteurs financiers tels que les gestionnaires d'actifs ;
- 5° D'accroître l'efficacité dans l'application des PRI ;
- 6° De rendre compte de l'évolution de l'efficacité dans l'application des PRI (Nations Unies, 2021) ;

Les fonds concernés par l'article 8 (fonds partiellement durables) utilisent les systèmes GRI et GIIRS.

Le GRI (*Global Reporting Initiative*) consiste en un index des indications obligatoires à rapporter (Tokyu Reid, 2021. Voir annexe II). Le GIIRS (*Global Impact Investing Rating System*) est né d'une participation privé/public à l'échelle internationale. Il constitue un système d'évaluation de l'impact social et environnemental des investissements des sociétés et des fonds sur les marchés développés et émergents. Il s'agit également d'un index qui, à l'instar du GRI, donne des « clés d'indicateurs » pour chaque cas recensé, mais aussi des indicateurs sur les types de marchés développés ou émergents et pour les sociétés employant un plus ou moins grand nombre d'employés (GIIRS, 2012. Voir annexe III).

Enfin, les produits relatifs à l'article 9 (à visée de développement durable) utilisent le *SDG Impact Standards*, l'IRIS+, ou l'IMP.

Les normes d'impact SDG (les normes) ont été élaborées conformément au Programme des Nations Unies pour le développement (PNUD) afin d'aider les investisseurs et les entreprises à participer au développement durable. Il consiste essentiellement en une série d'indicateurs classés selon les différentes stratégies de développement durable.

IRIS+ permet aux investisseurs de traduire leurs intentions d'impact en résultats d'impact réel. Il s'agit d'ensembles de métriques pour accroître la clarté et la comparabilité des données en fonction d'une taxonomie basée sur des catégories d'impact en matière sociale et environnementale (IRIS+ SYSTEM, 2022).

Enfin, l'IMP (*Impact Management Project*) est né en 2016 pour être entièrement complété en 2021. Le système se base sur cinq dimensions d'impacts :

- 1° Les indications sur les effets de l'entreprise, s'ils sont positifs ou négatifs et les effets sur toutes les parties prenantes.
- 2° Quelles parties prenantes subissent les effets négatifs ou sont mal dotées en fonction des effets positifs.
- 3° Combien de parties prenantes ont été impactées par le résultat, à quel degré et combien de temps a duré l'impact.
- 4° Si les efforts d'une entreprise et/ou d'un investisseur ont abouti à des résultats probablement meilleurs que ce qui se serait produit autrement.
- 5° Enfin, le calcul des risques permet de mesurer la probabilité que l'impact ne soit pas celui qui a été prévu (Impact frontiers, 2021,).

Le *tableau 1* suivant résume les différences entre les articles 7 à 9 qui constituent autant de catégories de produits d'investissement (Bengo & al., 2022).

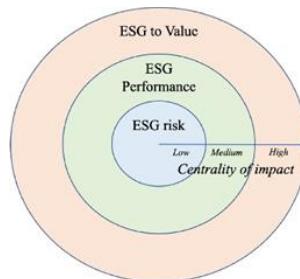
Article 7 ESG risk	Article 8 ESG performance	Article 9 ESG to Value
Approaches		
Passive <i>Use ESG criteria to mitigate the risk that non-financial events damage economic returns</i>	Proactive <i>Use ESG criteria to select investment opportunities with the higher ESG performances</i>	Theory of change <i>Use ESG criteria to select investment opportunities able to generate positive impact and changes in the society and in the environment</i>
Measurement Tools		
<i>UN PRI principles</i>	<i>GRI</i> <i>GIIRS</i>	<i>SDG Impact Standards</i> <i>IRIS+</i> <i>IMP</i>

## 1.8 La gestion des risques financiers en matière d'investissement durable

Comme le laissent entendre Bengo et al. (2022) le tableau 1 peut se laisser retraduire dans une perspective génétique, c'est-à-dire avec le genre.

Nous obtenons alors la figure 1 (Bengo et al., 2022). Or celle-ci montre clairement que le moteur des applications du SFDR n'est autre que la très classique gestion des risques.

Figure 1



### 1.8.1 La gestion des risques financiers

Bien entendu, la gestion des risques est essentielle aux activités financières comme, du reste, à toute entreprise. Je me limiterai ici aux risques financiers relatifs à la gestion de portefeuilles. Il s'agit alors de gérer les incertitudes du futur par l'usage des probabilités. Depuis leur apparition en 1900, les modèles mathématiques basés sur les probabilités ont continuellement évolué, notamment suite à la crise financière de 2007-2008 et au Comité de Bâle II de 2008 (Falavigna, 2008 ; Hamayon et Legros, Lorence, 2008). Cependant, ces modèles calculent tous l'incertitude d'une valeur future par sa volatilité, c'est-à-dire sa variance durant un intervalle de temps. Lorsque le risque est quantifié, on peut alors chercher des instruments pour le minimiser. Ce modèle a également conduit à créer des assurances pour minimiser les risques financiers. C'est ainsi que sont apparus les produits dérivés qui ont joué un rôle nocif durant la crise de 2008. Il est dès lors loisible de calculer la volatilité des produits financiers sur une journée ou une semaine de sorte à estimer leurs écarts-types et assurer les risques en conséquence.

Toutefois, selon Cont, (2009), cette méthode ne fonctionne pas pour les grandes fluctuations lors des krachs financiers. La volatilité élevée des produits financiers contredit alors l'hypothèse de l'efficience du marché et de la régulation naturelle des prix. Dans cette mesure, selon l'auteur, il serait pertinent de dépasser les oppositions idéologiques entre les pro et anti-régulations. Les nouveaux modèles devraient tenir compte de la complexité d'un monde devenu entièrement financiarisé et étudier les risques systémiques des réseaux financiers ainsi que l'influence des réglementations institutionnelles et de la vox populi sur les risques financiers plutôt que d'espérer que l'évolution des techniques mathématiques standards nous permettent de prévoir l'avenir sans rien changer aux modèles de base. Selon Constantin, (2003), la gestion des risques devrait tenir compte du fait que la prise de risque et le succès des prévisions théoriques dépendent également des situations particulières et organisationnelles des entreprises et de leurs dirigeants.

### 1.8.2 La gestion des risques financiers en matière de durabilité

Les difficultés rencontrées dans la gestion des risques financiers s'amplifient encore lorsque celle-ci doit intégrer des critères de durabilité tels que ceux de l'ESG. En effet, selon le Comité de Bâle de supervision bancaire (2022) :

*« Climate change may result in physical and transition risks that could affect the safety and soundness of individual banking institutions and have broader financial stability implications for the banking system. »* (Comité de Bâle de supervision bancaire, 2022).

Comme l'exprime Jon Lukomnik, fondateur de Sinclair, cité par Leslie Norton (2021) de Morningstar, l'introduction du concept de développement durable et ses objectifs précisés par les Nations Unies mettent en lumière que la valeur et le risque sont créés dans le monde réel, pas sur les marchés des capitaux, si les risques de durabilité ont toujours été pris indirectement en compte à travers les désordres politiques et sociaux, les risques climatiques créent de nouvelles incertitudes d'autant plus difficiles à régenter qu'elles apparaissent de prime abord comme extrinsèques au monde économique et financier habitué jusque-là à en externaliser les coûts. En effet, les pollutions telles que celles des rivières, des sols, de l'air sans oublier des organismes humains ont longtemps (et sont encore souvent) ignoré par les entreprises qui en sont la cause de sorte que c'est la collectivité externe à l'entreprise en cause qui en paiera tôt ou tard les coûts.

Il fallut d'abord que la question environnementale soit mise particulièrement en lumière par l'observation d'un rapide changement climatique dû aux activités humaines, ainsi que l'a réalisé le GIEC depuis 1988. Il fallut ensuite que l'on fasse se rencontrer à une échelle internationale (ici en l'occurrence européenne) les préoccupations de rentabilité et les préoccupations environnementales et sociales, notamment avec l'apparition de l'ISR (Investissement Socialement Responsable) en 2011.

L'ISR est une grille présentant plusieurs critères sur lesquels se base un rapport annuel pour l'investissement durable.

« (II) rassemble toutes les démarches qui consistent à intégrer des critères extra-financiers c'est-à-dire concernant l'environnement, les questions sociales, éthiques et la gouvernance dans les décisions de placements et la gestion de portefeuilles » (Ministère de l'économie, 2014).

L'ISR consiste également en « un placement qui vise à concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable, quel que soit leur secteur d'activité » (Newmanager, 2013). Malgré son grand succès, l'ISR s'est montré insuffisant pour obliger les entreprises à éviter les investissements nocifs et à accroître leurs investissements durables. Il serait trop permissif et trop simple à obtenir (Green-Got, 2019 ; Rivoalan et Louvel, 2010).

Or, l'ISR est, dans l'immense majorité des cas, associé aux critères ESG. L'investissement ESG s'est finalement imposé en 2020 [parce que la finance n'aimait pas le terme ISR qui suggérait que les autres investissements étaient "irresponsables" et voulait retirer toute connotation éthique de la terminologie.] Puisqu'il a généré au premier trimestre de cette année-là un flux record de 152 milliards de dollars, a contribué à gérer 1 600 milliards de dollars d'actifs et a induit 196 lancements de produits (Goodsel, 2021).

Neuf mois plus tard, ces actifs s'élevaient à plus de 2 700 milliards de dollars. ; 81 % étaient dans des fonds basés en Europe et 13 % aux États-Unis. (Bahgat, 2022).

Dans une perspective institutionnaliste, Ahlström et Monciardini (2021) ont tenté de montrer les ressorts de la réglementation de la « finance durable » par l'Union européenne de 2009 à 2012. Allthrom et Monciardini, divisent ces sept années en trois phases et deux « virages ». La première phase (2009-2012) est une phase post-krahs conflictuelle durant laquelle la finance durable est « l'antidote de la financiarisation » (200). La finance est alors une fin en soi. Cette approche réglementaire volontaire devient ensuite plus législative. Durant la deuxième phase que signalent les accords de Paris, la finance est considérée comme un moyen de transformation sociale. Un virage s'opère alors de la durabilité à la finance climatique pour entamer la phase trois, celle de la réémergence des conflits entre deux idées de la finance durable.

Selon ces auteurs, les logiques financières et de durabilité ont été complémentaires ou concurrentes en fonction de la prévalence d'une des deux logiques globales de la finance, soit : a) en tant que source de fins légitimes, soit (b) en tant que fournisseur de moyens. Cette prévalence dépend de la rencontre entre la logique financière et les forces institutionnelles alternatives.

*« ...business organisations that pursue sustainability goals will face inherent tensions between interdependent and conflicting goals. »* (Hahn et al. 2018).

Les types d'organisations que l'on rencontre face à ces tensions internes sont hybrides. Elles font se rencontrer les diverses sélections de certains aspects d'une réalité pour les rendre plus saillants de manière à promouvoir une définition particulière du problème, une interprétation causale, une évaluation morale ou une recommandation de traitement pour le produit promu.

*« Crucially, fundamental disagreements and radical differences persist among practitioners and researchers on what qualifies as sustainable investment »* (Ahlström, et Monciardini, 2021).

Malgré ce constat amer, il reste que, selon les auteurs, la crise financière a affaibli la prévalence de la logique financière en transformant la relation entre la finance et la durabilité du conflictuel au complémentaire de sorte à permettre les réformes nécessaires à la finance durable dans le cadre de l'Union européenne. Aussi bien, « *sustainable finance was narrowed down to green finance, failing to fully integrate social sustainability aspects.* » (Ahlström et Monciardini, 2022).

## 1.9 Les insuffisances des critères ESG

Les critères ESG demeurent imprécis et ne peuvent dérouler que des listes non exhaustives de bonnes pratiques à réaliser et de bonnes pratiques à éviter. Selon le groupe d'expert Sami (2022), il s'agit par exemple des suivantes. Pour le critère environnemental : bilan carbone, stratégie de réduction des émissions de gaz à effet de serre, consommation énergétique, gestion des déchets et valorisation, prévention des impacts sur la biodiversité (rejets polluants par exemple), etc. Pour le critère social : parité, inclusivité des minorités et handicaps, respect du Droit du Travail, qualité du dialogue avec les parties prenantes, formation des collaborateurs, sécurité au travail, etc. Ce critère concerne l'ensemble des parties prenantes, des collaborateurs à la clientèle, en passant par les partenaires. Et enfin le critère de gouvernance : prise en compte de l'avis des parties prenantes dans la direction de l'entreprise, vérification des comptes par un tiers, diversité au sein du conseil d'administration, transparence des salaires, lutte contre la corruption, etc.

De nombreuses critiques ont été émises à son encontre. La plus importante repose sur l'absence d'indice ESG fiable.

Selon Zach Stein, responsable d'une société d'investissement se voulant combattre le changement climatique (Trends-Tendances, 2022), les dysfonctionnements sont manifestes par la seule constatation des places de choix de grandes industries pétrolières : ainsi Exxon Mobil est classée neuvième de son secteur alors que Tesla vient d'être exclu des indices ESG.

Comment l'expliquer ? C'est que la méthode utilisée est le « best-in-class » : le moins bon élève de chaque secteur est exclu de sorte que des entreprises très polluantes peuvent acquérir de bonnes notes en fournissant quelques efforts alors que des sociétés orientées vers le développement durable peuvent être exclues. C'est à ce genre de défaillance qu'entend répondre la catégorisation des entreprises selon les articles 7, 8 ou 9 de la SFDR.

De plus, les portefeuilles incluant des entreprises classées ESG auraient de moins bons résultats que les autres et les mauvaises entreprises qu'ils contiennent ne s'amélioreraient pas à la suite cette labellisation (Bahgat, 2022). L'ESG pourrait également servir à camoufler de mauvaises opérations commerciales. D'aucuns n'hésitent pas à parler d'écoblanchiment (Cercle, 2022 ; Rajgopal, 2022 ; Norton, 2021). Les agences utilisent des notations différentes (Rajgopal, 2022 ; Norton, 2021) et il n'existe aucune forme d'uniformisation des informations (Berg, Koelbel, & Rigobon, 2022/26).

Enfin, la fixation des objectifs ESG influencerait trop les prises de décision (Bahgat, 2022). Le terme « parties prenantes », qui s'oppose au groupe des actionnaires, serait un terme fourre-tout qui dissimule les vrais ressorts de la prise de décision (Rajgopal, 2022). Aux Etats-Unis, l'ESG est également associé à un complot « wokiste » irresponsable (Rajgopal, 2022., Norton, 2021). L'efficacité financière des critères ESG est controversée. Les fonds ESG seraient peu performants (Bahgat, 2022), mais il serait faux qu'ils soient moins performants que les autres (Norton, 2021).

D'un autre point de vue, la relative liberté laissée aux évaluations permettent aux entreprises de s'adapter selon leurs spécificités. En 2020, les actifs ESG représentaient déjà 4 % des actifs mondiaux et 92 % des PDG européens seraient convaincus que l'intégration de la durabilité dans leur modèle d'entreprise est primordiale pour la réussite future des sociétés qu'ils dirigent. Depuis la *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TFCD) de 2015, le monde économique n'estimerait plus que le changement climatique importe seulement en termes de réputation. Les investisseurs auraient tendance à viser des rendements à long terme et un grand nombre d'études universitaires montrent le lien positif entre l'intégration des critères ESG par les entreprises et leurs résultats financiers (Nélis, 2022/10).

## 1.10 Les dernières dispositions de la SFDR

Outre la classification des fonds selon qu'ils relèvent des articles 7, 8 ou 9 de la SFDR, afin de remédier aux difficultés d'application des critères ESG, l'Union européenne accompagne les règlements des dispositions suivantes :

- La définition du « risque de durabilité comme « un événement ou une situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui, s'il survient, pourrait avoir une incidence négative importante, réelle ou potentielle, sur la valeur de l'investissement. » (EUR-LEX, 2019) ;
- La publication d'une taxonomie européenne destinée à servir de langage commun quant à ce qui est durable ;
- La publication de 14 normes techniques de réglementation (RTS) relatives à la diffusion par les acteurs financiers des informations requises dans le cadre de la SFDR ;

## 1.11 La taxonomie européenne

À l'instar de la taxonomie biologique comme science qui consiste classer tous les êtres vivants, la taxonomie de l'UE est un système de classification des activités économiques durables sur le plan environnemental. Il s'agit, donc une sorte de dictionnaire qui détaille les activités commerciales considérées comme durables par l'UE et utilise des critères quantifiables pour évaluer les entreprises.

La taxonomie européenne est un autre nom pour le Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 établissant un cadre pour faciliter l'investissement durable et modifiant le règlement « SFDR » 2019/2088 (Union européenne, 2020). Ses objectifs sont au nombre de six : l'atténuation du changement climatique, l'adaptation au changement climatique, la protection des ressources en eau douce et marine, la transition vers une économie circulaire (recyclabilité), le contrôle de la pollution et la protection des écosystèmes (Union européenne, 2020, article 9). Ses règles de taxonomie s'appliquent :

1° à toutes les grandes entreprises européennes qui relèvent de la NFRD (*Non-Financial Reporting Directive*) ; c'est-à-dire les entités d'intérêt public de plus de 500 salariés.

2° Aux acteurs des marchés financiers proposant dans l'UE des produits qui promeuvent des objectifs environnementaux (Workiva, 2022).

La taxonomie européenne examine un certain nombre de secteurs majeurs, notamment l'agriculture, la fabrication, les transports, l'énergie, la construction et les communications. Pour chaque secteur, elle fournit une liste d'activités pertinentes pour l'industrie qui pourraient être considérées comme durables (Commission européenne, 2021). Elle examine ensuite chaque activité en fonction de ses six objectifs environnementaux en fournissant une liste de critères de « contribution substantielle » et de critères « ne pas causer de dommages significatifs » (ou DNSH (Do Not Significant Harms)) pour chaque objectif (Workiva, 2022). La taxonomie conduit donc à déclarer également les impacts négatifs. De même que pour les critères ESG, les entreprises peuvent gagner des critères habilitants ou encore DNSH en montrant qu'elles prennent des mesures pour diminuer ces impacts.

Pour qu'une activité soit considérée comme éligible (au moins on examinera son cas) à l'un des articles de la SFDR, elle doit répondre aux critères de contribution substantielle pour l'un des six objectifs. Pour qu'une activité soit considérée comme conforme (faire partie des activités classées comme durables à savoir art.8 ou 9) à la taxonomie, elle doit répondre aux critères de contribution substantielle pour au moins l'un des six objectifs environnementaux, se conformer aux critères DNSH pour les six objectifs et respecter les garanties sociales et de gouvernance minimale conformément aux normes de l'OCDE, de l'ONU et de l'OIT (Commission européenne, 2022).

La taxonomie devrait se déployer en deux phases. Durant la première phase, les entreprises doivent déclarer la proportion de leur chiffre d'affaires, de leurs dépenses en capital et de leurs dépenses opérationnelles éligibles à la taxonomie. Cette phase a débuté le premier janvier 2022. Durant la seconde phase, les entreprises doivent déclarer la proportion de leur chiffre d'affaires, de leurs dépenses en capital et de leurs dépenses opérationnelles conformes à la taxonomie. Cette phase débutera en 2023 ou en 2024 pour les grandes entreprises et les institutions financières.

Il faut noter que le gaz et le nucléaire sont considérés dans le règlement comme des énergies « transitoires », à savoir des énergies « pour lesquelles il n'existe pas d'alternative basse carbone, mais dont les émissions de gaz à effet de serre correspondent aux meilleures performances du secteur. » (Commission européenne, 2022). L'introduction du gaz et du nucléaire dans la taxonomie fait encore aujourd'hui débat, y compris au sein du groupe d'experts auprès de la Commission européenne. Ce dernier plaide pour un élargissement de la taxonomie à l'ensemble de l'économie, en ce compris par exemple l'extraction de l'aluminium, les mines de charbon et de coltan ou encore les industries d'armes défensives, et non plus seulement aux seuls secteurs considérés comme durables (WWF, 2022).

## 1.12 Les normes techniques de réglementation (RTS)

Les principales dispositions relatives au projet de normes techniques ont été présentées en 2019 dans la foulée du règlement SFDR dans le cadre d'une consultation publique lancée par Autorités européennes de surveillance (ESA) mandatée par la Commission (AMF, 2019). Toutefois, la crise du Covid a retardé le retour de la consultation. C'est pourquoi l'application des RTS qui devait accompagner le SFDR a été reportée plusieurs fois jusqu'à ce que la date d'application des RTS validée soit déterminée le premier janvier 2023. Toutefois, cette date doit encore être confirmée par le Parlement européen et le Conseil. (Gomez, 2022).

En juin 2022, un document de clarification sur les RTS de la SFDR a précisé le contenu, les méthodologies et la présentation des informations requises dans le règlement SFDR, notamment (Dumas, 2022 ; Bracaloni, 2021 ; Marvakova, 2022).

- Le rapport des incidences négatives (*Principal Adverse Impacts* ou « PAI ») des décisions d'investissement adoptées avec les facteurs de durabilité au niveau des entités ;
- La divulgation précontractuelle au niveau du produit des caractéristiques environnementales ou sociales et des objectifs d'investissement durable ;
- Les informations au sujet du produit sur le site web ;
- Les rapports périodiques sur les produits ;

## 1.13 Le calendrier des règlementations SFDR

L'agenda des règlementations et documents accompagnant le SFDR a été souvent impacté par de nombreux reports dus à la crise du Covid et aux lenteurs administratives. Il en résulte un calendrier complexe et difficile à appliquer pour nombre d'acteurs. Les règlements dont les applications sont encore à venir sont écrits en gras ci-dessous.

*Tableau 2 : Calendrier de la mise en application du SFDR de 2021 à 2023 (En gras : les échéances à venir)*

Niveau	Informations à publier	Échéance
<b>Toute entité</b>	Politiques d'intégration des « risques de durabilité » dans les décisions d'investissement ou dans le conseil (en investissement ou en assurance)	10/3/2021
	Politiques de rémunération mise à jour avec l'intégration des « risques de durabilité »	10/3/2021
<b>Entités de moins de 500 salariés</b>	Déclaration de prise en compte des incidences négatives ou déclaration motivée de non prise en compte des incidences négatives (PAI)	10/3/2021
	<b>Déclaration des incidences négatives avec indicateurs quantitatifs</b>	<b>10/6/2023</b>
<b>Entités de plus de 500 salariés</b>	Déclaration de prise en compte des incidences négatives	30/6/2021
	<b>Déclaration des incidences négatives avec indicateurs quantitatifs</b>	<b>30/6/2023</b>
<b>Tous produits et services</b>	Documents précontractuels - Intégration des « risques de durabilité »	10/3/2021
	<b>Documents précontractuels - Intégration des incidences négatives (PAI)</b>	<b>30/12/2022</b>
<b>Produits présentant des caract. E ou S (articles 8) et des investissements durables (article 9)</b>	Documents précontractuels - Informations sur les Carac. E/S ou sur les investissements durables	10/3/2021
	Site internet - Informations sur les Carac. E/S ou sur les investissements durables	10/3/2021
	Rapports périodiques - Informations sur les Carac. E/S ou sur les investissements durables	1/1/2022
	Documents précontractuels et périodiques - Objectifs environnementaux première partie	1/1/2022
	<b>Documents précontractuels et périodiques - Objectifs environnementaux deuxième partie</b>	<b>1/1/2023</b>

## 1.14 Les critiques du règlement SFDR et les évolutions durables à venir

Depuis le printemps de 2022, de nombreuses critiques ont été soumises au régulateur européen, certaines émanant de son propre groupe d'experts.

D'une manière générale :

- La taxonomie européenne demeure inachevée et les normes de comptabilité extra-financières ne sont pas finalisées ;
- Le règlement SFDR sur la publication d'informations en matière de durabilité des produits financiers est "source de confusion", ainsi que les règles toujours en gestation au niveau européen (Sarmad, 2022) ;
- Le cadre phare de divulgation aux investisseurs a créé par inadvertance un régime d'étiquetage des produits destiné à s'assurer l'hégémonie sur certains marchés sans qu'il y ait de contrôle des termes utilisés (Moreolo et Rust, 2022) ;
- Enfin, comme il sera montré dans la quatrième partie de ce travail, la manière dont le SFDR a été rédigé et mis en œuvre à semer la confusion sur le marché et augmente le risque de greenwashing à court terme (Lueur, 2022 ; Moreolo et Rust, 2022) ;

## 1.15 Le manque de données et les impacts négatifs (PAIs)

Un premier paquet de critiques concerne le manque de données pour mener à bien les obligations réglementaires. Le cadre du SFDR est entré en vigueur en mars 2021 après un processus réglementaire désordonné. Certains acteurs de l'industrie ont alors clamé que les exigences étaient trop lourdes en raison du manque de données ESG standardisées disponibles. Cela a conduit à réduire la portée des divulgations exigées par le SFDR. La mise en œuvre du niveau 2 du SFDR, qui a été reportée au 1er janvier 2023, devrait résoudre ce problème. La directive proposée par l'UE sur les rapports de durabilité des entreprises (CSRD), en cours de discussion, est considérée comme une réponse potentielle, mais il est difficile de prédire son impact. Selon le responsable ESG chez PensionDanmark, le manque de données pour les actifs non cotés empêche de répondre aux obligations du SFDR (Moreolo, et Rust, 2022). Le manque de données pour estimer les impacts négatifs (PAI) est souvent cité par les acteurs. Ainsi en est-il de Jan Kæraa Rasmussen, responsable ESG chez PensionDanmark, interrogé par Moreolo et Rust (2022) :

*« La disponibilité des données sur les principaux impacts négatifs (PAI) représente cependant un défi particulier. Nous avons retenu de données quasi complètes pour certains des 14 indicateurs, pour les autres indicateurs, elles semblaient de moins de la moitié des caractéristiques de notre portefeuille d'actions cotées. Et pour un indicateur, il est même inférieur à 10 % ». ( Moreolo et Rust, 2022).*

En clair, vu la confusion dans leurs applications, les acteurs recignent à divulguer les impacts négatifs de leurs entreprises et investissements. C'est pourquoi le groupe d'expert mandaté par l'UE (ESA) a choisi de ne pas prendre en compte les impacts négatifs des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité au niveau de l'entité (Dechert, 2022).

## 1.16 Avis de l'ESA sur les zones d'incertitude au SFDR

En janvier 2021, une partie du groupe d'experts mandatés par l'UE a envoyé une lettre à la Commission européenne. Le groupe d'experts (ESA) avait rencontré des zones d'incertitude dans l'interprétation du SFDR. Il existerait :

*"certaines questions prioritaires relatives au SFDR qui bénéficieraient d'une clarification plus urgente pour faciliter une application ordonnée du SFDR à partir du 10 mars 2021 ».* (Dechert, 2022).

Les questions soulevées par l'ESA englobaient bon nombre des questions auxquelles les acteurs du marché étaient confrontés alors qu'ils tentaient de se préparer pour le 10 mars 2021. Le 26 juillet 2021, la Commission européenne a publié son très attendu Q&A 4 , qui tentait de répondre aux questions de l'ESA. Malheureusement, elle s'est contentée de répéter les questions de celle-ci ou de citer des sections du texte de niveau 1 de la SFDR, sans apporter de clarté sur des questions importantes relatives à l'interprétation de la SFDR et même en ajoutant à la confusion concernant sa mise en œuvre (Dechert, 2022).

## 1.17 Surplus de travail et concurrence étrangère

En outre, de nombreux acteurs se plaignent du surplus de travail depuis la réglementation SFDR. Parmi ceux-ci, les sociétés de gestion de fonds devront revoir l'ensemble du cycle de vie des produits, depuis le développement et la commercialisation initiaux du produit, jusqu'au suivi et au *reporting*, en mettant à jour les politiques et les processus. Pour suivre les réglementations de la SFDR, les sociétés de gestion de fonds devront développer des processus pour collecter et stocker les données pertinentes et d'autres informations. En outre, puisqu'il faudra créer un cadre de gestion des risques qui couvrent l'ESG et la SFDR au sein de l'entreprise, il faudra aussi qu'il soit constamment mis à jour et que les indicateurs de risque soient régulièrement examinés pour pouvoir se conformer à des exigences qui sont en constante évolution en matière de rapports sur la durabilité (Detlef, 2022).

En outre, le marché des fonds dans l'UE n'est pas un marché unique et les régulateurs locaux peuvent ajouter des exigences réglementaires supplémentaires pour les fonds et les gestionnaires d'actifs domiciliés dans leurs pays respectifs. Les sociétés hors de l'UE qui veulent attirer des capitaux des d'investisseurs de l'UE devront communiquer les données et les indicateurs clés de performance aux sociétés de gestion de fonds, car la SFDR s'applique également aux investissements en dehors de l'UE (Detlef, 2022). Cependant les exigences réglementaires sont souvent perçues comme un désavantage concurrentiel par les gestionnaires d'actifs locaux. En effet, les produits domiciliés dans des pays avec des exigences réglementaires minimales peuvent toujours être vendus dans des pays avec des exigences réglementaires plus élevées en vertu du passeport de fonds UCITS (Detlef, 2022). C'est sans doute pourquoi le régulateur allemand BaFin a renoncé à la tentative de mise en œuvre de normes ESG plus élevées en raison de l'inclusion de l'énergie nucléaire en tant que « technologie verte » dans la taxonomie de l'UE. En effet, ce type de réglementation aurait été un inconvénient pour les fonds domiciliés en Allemagne, par rapport aux autres domiciliations de fonds dans l'UE.

## 1.18 Écoblanchiment persistant

Enfin et surtout, il semble que la SFDR n'ait pas réussi à empêcher la possibilité d'écoblanchiment (*greenwashing*) alors même qu'il devait répondre à cette possibilité laissée par les critères ESG. Pire encore, la classification des entités par les articles 6, 7, 8 et 9 du SFDR qui devait supprimer l'iniquité entre les sociétés nocives « méritantes » et les sociétés visant expressément des activités durables devient la source de nouvelles possibilités d'écoblanchiment. En effet, l'écoblanchiment pourrait potentiellement se produire en vertu des articles 8 et 9 de la SFDR. Certains gestionnaires de fonds peuvent jouer avec les classifications. C'est pourquoi on peut espérer que les régulateurs examineront bientôt de près les fonds classés par l'article 8 ou 9 et pénaliseront ceux qui utilisent des termes trompeurs ou font du greenwashing (Detlef, 2022).

Rappelons que l'article 8 de la SFDR s'applique « lorsqu'un produit financier favorise, entre autres caractéristiques, des caractéristiques environnementales ou sociales, ou une combinaison de ces caractéristiques. » (Eur-lex, 2019). Selon l'ESA, l'application de la SFDR serait facilitée si des exemples de différents scénarios classés à l'intérieur et à l'extérieur du champ d'application de l'article 8 du SFDR étaient fournis. Ces exemples apporteraient, selon l'ESA, des éclaircissements indispensables sur le « niveau d'ambition des caractéristiques » qui distinguent les articles 8 et 9 de la SFDR (Dechert, 2022).

L'industrie a des difficultés pour classer les produits d'investissement européens selon les articles 6, 7 et 8 du SFDR. Rappelons que l'article 8 concerne les produits financiers qui promettent des caractéristiques environnementales ou sociales tandis que l'article 9 concerne les produits qui ont pour objectif l'investissement durable. Or l'imprécision de ces deux définitions fait l'objet de nombreuses critiques (Moreolo, et Lust, 2022). Beaucoup d'acteurs craignent que la SFDR ne devienne un système d'avertissement à des fins de marketing au lieu d'un cadre de divulgation. Cependant, comme l'a déclaré un responsable de la Commission européenne l'été dernier, la SFDR n'a pas été conçue comme un régime d'avertissement, mais pour "s'assurer que les informations présentées. Cependant, aux investisseurs sont plus cohérents, plus uniformes, plus fiables en matière d'ESG" (Moreolo & Rust, 2022). Il y aurait un "malentendu utilitaire", car les articles 8 et 9 ne sont pas conçus comme des étiquettes de produits. Pourtant la SFDR donne des critères minimaux et en accordant différents niveaux d'ESG, il conduit à le considérer comme un système de classification.

Selon Hortense Bioy (2022), auteure d'une étude de Morningstar publiée en février 2022 sur l'impact de la SFDR, les actifs des fonds des articles 8 et 9 avaient atteint 4,05 milliards d'euros fin décembre 2021, soit 42,4 % des actifs de tous les fonds vendus dans l'UE. Au quatrième trimestre de 2021, 64 % des entrées de fonds de l'UE, représentant 81,4 milliards d'euros, étaient classées selon les articles 8 et 9. Au cours de la même période, 54 % des fonds lancés dans l'UE, soit près de 200 fonds, ont été classés selon les articles 8 et 9 de la SFDR : 25,2 % des fonds ont été classés comme fonds de l'article 8 et 3,4 % comme fonds de l'article 9. L'ampleur de cette tendance paraît suspecte.

*"Un manque d'orientations politiques claires a entraîné différentes approches de la classification des produits, qui à leur tour ont conduit à la confusion et à des problèmes de blanchiment vert." (Bioy, 2022).*

Pour preuve, l'auteur cite le cas des fonds qui ont été reclasés. Au nombre de 1 800 les fonds de ce type ont été reclasés de l'article 6 à l'article 8 ou de l'article 8 à l'article 9, mais aucun n'a été déclassé.

Comme le note Elizabeth Gillam, responsable des relations gouvernementales et des politiques publiques au Royaume-Uni chez Invesco :

*« (...) les approches légères et de statu quo ont légitimement suscité des inquiétudes quant au fait que les gestionnaires d'actifs procèdent à l'écoblanchiment de leurs gammes de produits, et que les investisseurs pourraient être induits en erreur en pensant que les fonds proposés comme promouvant des caractéristiques ESG ou poursuivant des objectifs durables sont proposés différents par rapport à ce qu'elles étaient avant le SFDR ou différentes des offres qui n'ont pas été classées similaires dans l'article 8 ou l'article 9 » . (Moreolo et Rust, 2022).*

L'étude de Morningstar donne de nombreux exemples de fonds reclassés vers le haut dont les seuls changements allaient de l'ajout de filtres d'exclusion à une refonte complète de l'objectif d'investissement, de la politique d'investir et des avoirs (Biyo, 2022). Voilà qui revient à seulement formaliser un processus d'intégration ESG existant ou à appliquer une légère touche pour être éligible à l'article 8. Les nouveaux documents marketing et juridiques sur les fonds fourniraient parfois trop peu de détails sur la manière dont les fonds doivent promettre des caractéristiques environnementales et sociales, ce qui soulève des problèmes d'écoblanchiment. Les investisseurs pourraient être induits en erreur en pensant que les fonds proposés comme promouvant des caractéristiques ESG (article 8) ou poursuivant des objectifs durables (article 9) diffèrent de ce qu'ils étaient avant la SFDR ainsi que des offres similaires qui n'ont pas été classées dans les articles 8 ou 9.

Stuart Ballard, responsable de la stratégie et du développement des produits chez Federated Hermes , affirme que le SFDR a, à court terme, probablement augmenté le risque d'écoblanchiment en raison de la manière chaotique dont il a été mis en œuvre et parce qu'il a créé un régime de classification plutôt que d'améliorer simplement la divulgation des données pertinentes (Moreolo et Rust, 2022). À chaque report, comme l'application différée de la RTS au 1er janvier 2023, le délai imparti aux acteurs concernés pour exprimer pourquoi ils pensent qu'ils sont de l'article 8 ou de l'article 9, les a conduits à de ne pas fournir ces informations. L'incomplétude des RTS devient parfois le prétexte de ne pas les utiliser alors qu'ils sont obligatoires sous certaines conditions.

*« Il n'y aurait aucun moyen de savoir si un gestionnaire de fonds a été malhonnête dans la façon dont il a classé un certain fonds. Ce que l'on peut observer, cependant, dit Ballard de Federated Hermes, c'est que certains gestionnaires ont fait des divulgations supplémentaires ou améliorées pour convaincre les gens de leur interprétation du SFDR. » (Moreolo et Rust, 2022).*

De la sorte, jusqu'à présent les gagnants seraient les gestionnaires de fonds tandis que les responsables des industries se concentrent sur la recherche des données pour classifier leurs fonds. Dans un sens, dit-il, jusqu'à présent les gagnants de la SFDR sont les fournisseurs de données et de services similaires, les acteurs de l'industrie semblant se concentrer sur l'obtention des données nécessaires pour classer leurs fonds.

Peut-être que les RTS finales de niveau 2 encore, à venir, et qui prescriront des exigences de déclaration détaillées auxquelles seront confrontés les gestionnaires d'actifs pourraient contribuer à abandonner le traitement des articles 8 et 9 comme des étiquettes de produits. Il en serait de même des directives sur les marchés financiers (MIFID II) de 2018 et qui a remplacé le MIFID pour tenir compte des nouveaux produits financiers (fonds de fonds, options, etc.) qui ont joué un rôle majeur dans l'effondrement du marché hypothécaire de 2008. En effet, pour obliger les entreprises d'investissement et les banques opérant sur les marchés financiers de l'Union européenne à fournir des services d'investissement de

manière transparente et faciliter une concurrence loyale, ces directives catégorisent les niveaux de protection des clients en fonction du niveau de tolérance au risque et des instruments et services financiers. En fonction des MIFID II, différents types de clients doivent recevoir différents types de connaissances financières, et éventuellement différents niveaux de protection, compte tenu de leurs différents niveaux de connaissances financières. Adapté aux ESG, ce principe pourrait également participer à l'abandon du classement en articles six, huit ou neuf de la SFDR.

Il est probablement trop tôt pour savoir si la SFDR freine ou non l'écoblanchiment. Le modèle de divulgation requis par les RTS sera bientôt établi. Il sera certainement intéressant de voir s'il y aura des lacunes dans les divulgations une fois que ces modèles deviendront obligatoires.

## 1.19 Les produits d'investissements bancaires

### 1.19.1 Les Fonds d'investissement

#### 1.19.1.1 Définition

Un fonds est un produit financier collectif, vendu à plusieurs investisseurs et géré par des professionnels, les gestionnaires de fonds. Un fonds peut comprendre différentes classes d'actifs (actions, obligations, SICAV, fonds monétaire). Dans ce cas, le fonds est dit « mixte ». Comme le fonds est géré par un tiers, les investisseurs ne décident pas précisément ce qui le constitue. Cependant ils décident des objectifs du fonds (durabilité, rentabilité, terme, risque) dans la mesure où ils ont le choix entre de nombreux fonds différents. La plupart des fonds sont achetés par l'intermédiaire de banques. (Medirect, 2022)

Les principaux avantages des fonds sont :

- La diversité des actifs qui le constituent : cette diversité permet de diminuer les risques de l'investissement. En effet, il est rare que tous les actifs d'un fonds plongent en même temps ;
- L'accessibilité : comme le fonds est un produit collectif, il n'est pas nécessaire d'y investir d'importants capitaux ;
- La performance sur le long terme : comme le fonds est géré par un tiers, l'investisseur ne doit pas s'occuper des risques de chaque actif à court terme ;
- La facilité de gestion ;

Les fonds d'action sont des fonds constitués surtout par des actions à long terme. Les fonds obligataires sont constitués principalement d'obligations à moyen ou à long terme. Les fonds peuvent aussi être constitués d'autres fonds (SICAV, etc.). On les appelle alors fonds de fonds. Enfin les fonds monétaires ou de trésorerie sont principalement constitués de titres monétaires à court ou à très court terme. On y trouve souvent des obligations qui arrivent à échéance, mais surtout des comptes à terme en devises et des certificats de trésorerie.

Les fonds peuvent également être géographiques, sectoriels et thématiques (durables, technologiques, santé, sécurité, etc.). Les fonds durables sont le plus souvent thématiques en fonction des critères, ESG (Environnement dont par ex. biodiversité, Social dont la santé voire les technologies et la Gouvernance (Jovène, 2022). Un fonds d'investissement peut être ouvert ou fermé. Quand il est provisoirement ou définitivement fermé, il ne permet pas l'entrée de nouveaux investisseurs ou la réalisation de nouveaux investissements par des investisseurs existants. L'objectif des fonds fermés est d'y drainer plus de

capitaux (Economy-pedia, 2022/2). Enfin, les investisseurs peuvent également choisir entre les fonds de capitalisation et les fonds de distribution. Dans le premier cas, les revenus ou dividendes du fonds sont immédiatement recapitalisés dans ce même fonds. Dans le cas des fonds de distribution, les revenus ou dividendes sont redistribués après une période convenue par l'investisseur.

La gestion des fonds est effectuée sur la base de leurs performances passées, des risques encourus lors de ces performances, de la durée de ces performances ainsi que de leurs répétitions. Les organismes de notation donnent une cote de 1 à 5 en fonction de ces paramètres. Toutefois, comme l'indiquent les théories financières, « le marché n'a pas de mémoire » de sorte que l'utilisation de ces paramètres n'est pas à l'abri d'erreurs. La réputation des fonds dépend également de la qualité de leurs gestionnaires qui choisissent les actifs constituant les fonds, gèrent les risques et minimisent les coûts en n'augmentant pas inutilement le nombre de transactions et en contraignant les coûts de fonctionnement et de marketing. (Keytrade bank, s.d.)

#### 1.19.1.2 Les fonds durables hier et aujourd'hui

Selon l'étude ERSIS (Van den broek, et al, 2022), en 2021, 51 % des fonds de placement belges ont été considérés comme durables. En Belgique, les investissements durables ont augmenté de 45 % par rapport à 2020. Cette croissance a surtout concerné les fonds d'investissement qui, en 2021, représentaient plus de 80 % des produits financiers durables sur le marché belge (Van den broek, et al, 2022).

En 2021 et 2022, comme le règlement SFDR était encore incomplet, notamment en attendant la taxonomie pour 2023, sa mise en œuvre était partielle et progressive. Elle l'était d'ailleurs toujours lors de la rédaction de ce mémoire. Néanmoins, selon cette même étude ERSIS, il serait déjà possible d'observer comment les acteurs financiers se positionnent par rapport à la SFDR. Ainsi, 81 % des produits durables concernés par le SFDR, ont été classifiés comme relevant de l'article 8. Les labels de durabilité ont été très utilisés pour garantir la durabilité des fonds. En 2021, 73 % des fonds durables commercialisés en Belgique portaient au moins un label de durabilité (Voir titre 3.4). À la fin du premier trimestre 2022, le bureau d'analyse Morningstar a examiné comment les fonds durables se comportaient en Europe (Van Maldegem , 2022). 27,9% ont été classés dans la catégorie article 8 et seulement 3,9 % dans celle de l'article 9. Ces deux catégories, articles 8 et 9, ont attiré beaucoup de capitaux. Durant le quatrième trimestre de 2022, elles ont représenté 45,6% du montant des capitaux investis dans les fonds européens.

En Belgique, il reste difficile à l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA) de contrôler si la composition des fonds continue à correspondre au contenu des *reporting* [Parce que le contenu des fonds peut changer juste après la date de reporting de ces mêmes fonds].

En attendant la mise en œuvre complète de la SFDR, les gestionnaires de fonds ne risquent que leur réputation s'ils surclassent fallacieusement des fonds. Ainsi, Morningstar lui-même a supprimé 1.600 fonds de sa liste « durables » parce qu'ils étaient surclassés « article 8 », c'est-à-dire qu'il vaut réellement un article inférieur, par ex. l'article 6.

Le "greenwashing" des fonds classés « article 9 » est beaucoup plus faible parce que des objectifs concrets y sont exigés. Les gestionnaires de fonds ne sont pas obligés d'indiquer aux investisseurs la catégorie de leur fonds. Leurs publications doivent seulement indiquer si le fond tient compte des critères ESG ou s'il est classé « article 9 ». Peut-être cela changera-t-il lorsque la mise en œuvre de la SFDR sera complète.

Parmi les fonds classés article 9, les actions sont majoritaires avec près de 66% du total. Les fonds « article 9 » offrent cependant un grand assortiment de sortes de gestion de fonds. Certains fonds classés article 9 sont des *trackers* dits aussi « fonds indiciel » ou ETF, à savoir des fonds cotés en bourse permettant d'investir sur les actions qui composent un indice boursier, par exemple le BEL20, afin de reproduire son rendement. D'autres fonds « article 9 » sont au contraire dits « gérés activement », parce que leurs compositions d'actifs sont fréquemment modifiées par le gestionnaire.

Il existe bien évidemment aussi des fonds mixtes et des fonds thématiques qui sont classés article 9. Cette ventilation des fonds "article 9" est nécessaire pour des raisons de diversification et éviter la constitution d'une bulle spéculative engendrée par la concentration des capitaux sur seulement quelques activités. Aussi sont apparus des fonds spécifiques pour la biodiversité ou encore pour la croissance inclusive qui a pour objectif de combattre les inégalités. Selon Nordea qui gère pour 10 milliards de fonds classés article 9, « L'univers, qui s'agrandit contiendra toujours des actions oubliées et des actions surévaluées. Avec une approche fondamentale disciplinée, il est possible d'éviter l'exposition aux bulles ». (Van Maldegem, 2022).

Certains fonds traduisent les objectifs de durabilité sous forme d'impact, d'autres en précisant des objectifs concrets. Cependant, quand bien même elles ne cesseraient de s'accroître, les quantité et qualité des données relatives aux entreprises ne sont pas suffisantes pour permettre de mesurer l'impact des fonds durables. Les fonds qui annoncent des objectifs concrets excluent des entreprises selon des critères déterminés. Par exemple, chez M&G, les émissions moyennes de CO2 des entreprises de ce genre de fonds « doivent au minimum être 50% inférieures à celles de l'indice de référence. Les entreprises qui dépassent ce seuil doivent correspondre aux objectifs climatiques de Paris et disposer de plans concrets pour réduire leurs émissions » (Van Maldegem, 2022).

L'article de Van Maldegem (2022) semble pourtant alléguer « La facilité avec laquelle il est désormais possible de mesurer l'impact des entreprises individuelles », ce qui permettrait « à de nombreux gestionnaires de produire des rapports sur l'impact global d'un investissement dans leur fonds. » Toutefois, l'auteur fait suivre une critique de ces rapports d'impact en citant notamment Triodos l'agence Bernstein selon laquelle :

*"L'impact est un mot controversé parmi les gestionnaires actifs et les investisseurs. Nous estimons qu'il est impossible de dire qu'un investissement de 100.000 dollars dans l'entreprise X permet de réduire de Y tonnes la quantité de CO2 émise. Ce serait trompeur. Par contre, nous pensons qu'il est possible de mesurer l'impact environnemental ou social de chaque entreprise individuelle. Nous appelons cela l'effet de l'entreprise."* (Van Maldegem, 2022)

En effet, pour Alliance Bernstein, les entreprises peuvent avoir un impact sociétal de deux façons: via leurs produits et via le comportement qu'elles adoptent :

*"Les entreprises peuvent vendre des produits qui aident (vaccins) ou qui nuisent à la société (tabac). Leur comportement peut être positif, comme l'égalité de traitement entre hommes et femmes, ou négatif, comme la corruption. Les entreprises ont donc un impact, mais cela ne signifie pas que les investisseurs ont eux aussi un impact. Si l'investisseur souhaite avoir un impact, il doit s'efforcer de participer et de s'engager activement".* (Van Maldegem, 2022)

Toutefois l'auteur omet d'indiquer ce qu'est un « engagement actif » pour un investisseur. Selon le groupe Candriam, cet engagement consiste à participer aux CA des entreprises. Mais c'est le gestionnaire de fonds qui représente alors les investisseurs. Enfin, l'indice banquier durable montre un rendement respectable de 11,5 % au lieu de 11,7 % pour l'indice banquier standard (Le Soir, 2022).

Ci-dessous, vous trouverez le Tableau 3 reprenant les plus importants fonds durables en Europe (Van Maldegem, 2022) et le graphique 2 exposant ce classement pour la Belgique en 2019 (Ecoconso, 2022).

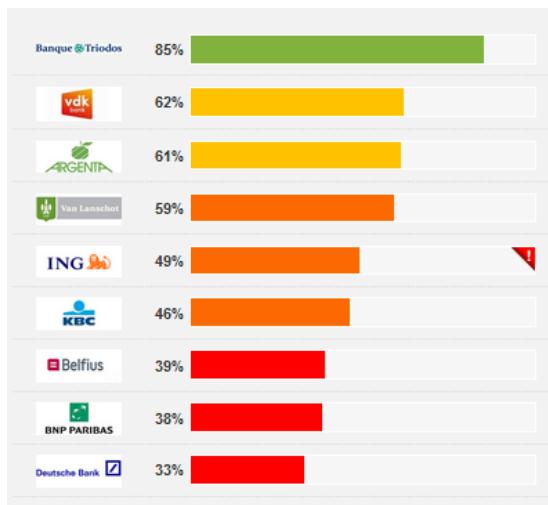
*Tableau 3 (Ersis, 2022)*

**LES PLUS GRANDS FONDS LES PLUS DURABLES\* EN EUROPE**

	Actifs gérés, en milliards d'euros	Gestion active/ passive	Enregistré en Belgique Oui / Non
Pictet-Global Megatrend Selection	<b>12,3</b>	A	O
Nordea 1 - Global Climate and Environment Fund	<b>10,7</b>	A	O
Pictet - Global Environmental Opportunities	<b>8,8</b>	A	O
Pictet-Water	<b>8,7</b>	A	O
BlackRock Global Funds - Sustainable Energy	<b>6,8</b>	A	O
Handelsbanken Global Index Criteria	<b>5,9</b>	P	N
iShares Global Clean Energy ETF USD	<b>5,5</b>	P	O
Pictet-Clean Energy	<b>4,9</b>	A	O
Mirova Global Sustainable Equity Fund	<b>4,9</b>	A	O
iShares MSCI USA ESG Enhanced ETF	<b>4,8</b>	P	O
Handelsbanken USA Index Criteria	<b>3,9</b>	P	N
BNP Paribas Funds Aqua	<b>3,7</b>	A	O
BNP Paribas Aqua	<b>3,6</b>	A	O
BNP Paribas Easy MSCI USA SRI S-Series 5% Capped Track	<b>3,5</b>	P	N
AB Sustainable Global Thematic	<b>3,5</b>	A	O
NN Duurzaam Aandelen Fonds	<b>3,5</b>	A	N
BNP Paribas Funds - Global Environment	<b>3,4</b>	A	O
Carmignac Investissement	<b>3,4</b>	A	O
RobecoSAM Sustainable Water Equities	<b>3,3</b>	A	O
RobecoSAM Smart Energy Equities	<b>3,2</b>	A	O

Source : Morningstar, \*Article 9, selon les règles européennes SFDR

*Graphique 1 : Les banques émettant le plus de fonds durables en Europe (Ersis, 2022)*



Il faut noter que Triodos n'accepte que les fonds classés article 9 (L'Echo, 2022).

On observera également que les banques choisies pour servir d'exemple dans ce mémoire, à savoir la KBC, ING et Belfius, sont dans la moyenne en Belgique, mais que les principales banques belges sont mal classées comme l'indique la couleur orange dans ce dernier graphique.

Morningstar a fait le point sur les fonds relevant des articles 8 et 9 du règlement SFDR pour le troisième trimestre de 2022 (Besses-Boumard, 2022). Selon l'auteur, « certains gestionnaires d'actifs s'adaptent d'ores et déjà aux exigences du deuxième niveau de la SFDR qui entrera en vigueur à partir de janvier 2023 », notamment en dégonflant la catégorie la plus controversée, à savoir les fonds classés article 8. Ceux-ci ont en effet perdu 28,7 Md€ dans un contexte de fortes pressions inflationnistes, de récession mondiale imminente et de risques géopolitiques. En revanche, les fonds SFDR relevant de l'article 9 ont enregistré une collecte de 12,6 Md€, soit le double de celle du deuxième trimestre. Les actifs des fonds classés articles 8 ou 9 ont augmenté de près de 3%, atteignant 53 % du marché à la fin septembre, tandis que les actifs des fonds classés article 6 ont baissé de 9,6%. La grande majorité des produits qui ont changé de statut sont passés de l'article 6 à l'article 8, mais 11 % des fonds reclasés l'ont été de l'article 9 à l'article 8. Selon l'agence, cette tendance devrait se poursuivre.

Quant au *greenwashing*, si 95% des fonds classés articles 8 ou 9 ont été déclarés prendre en compte les PAIs (critères négatifs), moins de la moitié sont composés d'un pourcentage minimum d'investissements durables, et un tiers seulement d'un pourcentage minimum d'investissements alignés sur la taxonomie qui, rappelons-le, est toujours incomplète. Selon Hortense Bloy, directrice mondiale de la recherche sur le développement durable chez Morningstar, les déclassements de l'article 9 à l'article 8 « sont le résultat de nouvelles orientations réglementaires et ne reflètent en aucun cas des changements dans les stratégies. » (Besses-Boumard, 2022).

### 1.19.1.3 Les fonds d'investissement durable proposés par KBC

Selon l'étude ERSIS (Van den Broeck, & al., 2022), en 2021, quant aux parts de marché des fonds durables en Belgique, la deuxième place après BNP Paribas, qui était dévolue à Belfius en 2019, est revenue à KBC en 2021. Pour ce qui est des fonds classés article 8, la part de marché de KBC atteint 43 %. En revanche, sa part de marché est extrêmement faible quant à l'article 9. En 2021, le gestionnaire de fonds KBC AM a connu une croissance des actifs de 58 %.

Après le tabac en 2019 (CBC, 2022), c'est en 2021 que KBC a exclu de ses fonds les entreprises qui utilisent le charbon thermique. Outre le risqué, mais rentable Eco Fund Water (Boursorama, 2022), le KBC Eco Impact Fund est un exemple de fonds thématique. Selon les responsables, "Les trois thèmes principaux du fonds sont l'économie circulaire, la santé et le bien-être, ainsi que l'efficacité énergétique. Le pilier "gouvernance" n'est pas un objectif en soi, mais chaque entreprise est passée au crible pour vérifier si les pratiques de bonne gouvernance sont réellement appliquées." (Van Maldegem, 2022). Quel que soit le risque du fonds durable, il semble que les frais d'entrée (3%), les frais de sortie (5%) et les frais courants (de 1,5 à 2%) soient relativement équivalents. (Boursorama, 2022 ; Trends-tendance, 2022/2)

KBC group publie un rapport annuel de la finance durable depuis 2015. Il faut remarquer que KBC utilise le cadre « Investissement Socialement Responsable (ISR) qu'il aligne ensuite d'abord sur les critères ESG et, depuis 2021, sur le règlement SFDR et la taxonomie européenne. Il en résulte que les fonds ISR sont supposés relever des articles 8 et 9 du SFDR (KBC, 2022(4)/221). Quant à la part des fonds ISR dans la production annuelle de fonds, KBC a dépassé son objectif de 50 %.

Les entreprises impliquées dans l'extraction de charbon et les entreprises qui produisent plus de 25% de l'électricité à partir du charbon thermique sont exclues des fonds même conventionnels à l'exception de ceux qui sont liés à un indice et les fonds structurés (49). Les fonds ISR sont contrôlés par un conseil consultatif indépendant de KBC (52). Ils comprennent des fonds « best in class » dont nous avons vu les faiblesses, mais aussi des fonds thématiques. La méthode « best in class » a surtout été appliquée à partir de 2020 (61). Bien que la date d'application de la SFDR prévue le 1er janvier 2022 a été retardée, KBC analyse l'impact de ce règlement sur les fonds ISR et poursuit l'intégration des données ESG (57). Aujourd'hui 44 % des fonds proposés par KBC et 88 % des fonds qui contribuent aux critères ESG sont qualifiés articles 8 ou 9 (86).

Quant à la gestion des risques climatiques, KBC distingue entre les risques de la transition et les risques physiques, c'est-à-dire les scénarios de crises climatiques. Les risques de transition peuvent conduire à la réévaluation soudaine des actifs, à la volatilité des marchés et au crédit à des pertes résultant du financement de technologies ou d'infrastructures obsolètes alors que le risque physique peut accroître le niveau des réclamations au titre des polices d'assurance fournies par KBC ainsi que la valeur de ses actifs ou garanties (87). Enfin, en 2018, KBC aurait lancé un nouveau fonds d'épargne-pension qui serait le premier fonds à investir exclusivement dans des actions d'entreprises qui suivent les critères ESG (Van Geyte, 2018).

#### 1.19.1.4 Les fonds d'investissement durable proposés par ING

Comme ING n'est pas une banque belge, sa documentation relative aux fonds durables ne correspond pas avec celle que j'ai collecté pour KBC ou Belfius. Ainsi, quoiqu'elle y ait été invitée, ING n'a pas participé aux publications annuelles de ERSIS (Van den Broek, 2022) qui résument les politiques bancaires en matière de durabilité. Contrairement à KBC, ING a une approche secteur par secteur. Ainsi l'approche « Terra » consacrée au développement durable s'est appliquée progressivement à cinq, puis à neuf secteurs. De ces neuf secteurs, l'acier et l'aviation ne sont pas sur la bonne voie parce qu'ils restent impactés par la pandémie du Corona (ING, 2022/6-7). L'objectif d'ING est d'arriver au zéro carbone en 2025 en suivant des scénarios secteur par secteur (5). Dès 2015, ING a promis d'exclure les entreprises utilisant le charbon thermique. En mars 2021, la banque a décidé d'exclure le pétrole et le gaz de ses portefeuilles. Elle a aujourd'hui rempli 80% de cet objectif (23).

À l'instar de KBC, ING distingue les risques de transition des risques physiques (30). ING reconnaît que l'importance des risques peut être supérieure ou inférieure à celle que révèle son analyse. En effet, les données sont basées sur des moyennes par secteur ou géographiques, ce qui limite la précision de l'évaluation des risques (43). Avec l'approche Terra, ING mesure les émissions liées à ses clients actifs dans les secteurs les plus intensifs en carbone et compare les activités de ces clients aux scénarios de décarbonatation. En effet, selon ING, le désinvestissement ne favorisera pas la décarbonatation dans l'économie réelle. C'est pourquoi la priorité consiste à financer ses clients qui veulent décarboner leurs activités (ING, 2022(2) ; ING 2022(1)/48).

Outre Terra qui concerne chacun des neuf secteurs recensés, ING utilise d'autres méthodologies comme PACTA pour les autres secteurs et spécifiquement le ciment, l'aviation et l'automobile ainsi que pour le pétrole et le gaz. Pour le commercial et le résidentiel, elle utilise PCAF, etc. Au cours de l'année 2022, le montant couvert par Terra est passé de 3 623 millions d'euros à 3 138 millions. Cette tendance baissière qu'on observait déjà en 2021 s'explique par des tirages très bas en raison des prix élevés du pétrole et du gaz. Si ce prix diminue, le total du portefeuille pétrolier et gazier demeurera toutefois en dessous du seuil comme l'exigent les objectifs de la banque. Cette poursuite de la réduction de la taille du portefeuille pétrolier et gazier s'aligne sur le taux de réduction de la production mondiale du pétrole et du gaz telle qu'elle est prévue par l'un des scénarios (NZE2050) de la banque (ING 2022(1)/56 à 59).

Le principal moteur de l'amélioration de 2020 à 2021 est le pourcentage plus élevé de véhicules électriques et hybrides. Il faut noter que depuis 2020, le Covid-19 a eu un impact significatif. Par exemple, la pandémie a entraîné une réduction substantielle des émissions absolues pour le secteur de l'aviation, ce qui a contribué à la volatilité et à l'intensité des émissions pour le portefeuille ING. C'est pourquoi celui-ci a été calculé sur la base des émissions qui ont précédé la pandémie (67-68). ING a également élaboré une « carte thermique » pour évaluer les risques physiques de transition à long terme. Les notes sont attribuées en fonction de l'impact financier probable des risques physiques et de transition sur le portefeuille d'ING (85).

ING serait la première au monde à lier le taux d'intérêt d'un fond de capital-investissement à la performance de durabilité de ses portefeuilles ainsi que le premier à sortir un produit dérivé (SWAP) destiné à l'amélioration de la durabilité (ING, 2019).

Enfin, ING publie régulièrement un rapport sur les droits humains combinant des évaluations internes et externes sur la condition des travailleurs, un service des plaintes notamment pour ses clients, avec, éventuellement, des poursuites judiciaires en fonction du pays concerné, l'exclusion de pays où se pratiquent l'esclavage et le travail des enfants (en particulier la République Démocratique du Congo),

ainsi que le combat contre les discriminations sociales, raciales et de genres comprenant l'impossibilité d'ouvrir un compte bancaire (ING, 2022/3).

#### 1.19.1.5 Les fonds d'investissement durables proposés par Belfius

Selon l'étude ERSIS (Van den Broek, et al., 2022), 14 % des placements proposés par Belfius relèvent de l'article 8 du SFDR et 9 % de l'article 9. Cependant, comme le montre le Tableau 4 ci-dessous, quoiqu'elle rattrape son retard, Belfius serait encore derrière KBC en ce qui concerne le nombre de produits durables d'origine belge ou ciblant principalement le marché belge (27). Belfius ne déclare des produits durables que depuis 2018 alors que KBC a commencé en 2015.

*Tableau 4 : produits durables d'origine belge ou ciblant principalement le marché belge* (Ersis, 2022).

Nous avons ajouté les scores de BNP-Paribas qui est le leader en la matière ainsi que de Candriam qui émet des placements distribués par Belfius (L'Echo, 2020).

	2021	2020	2019	2018	2017	2016
<b>BNP-Paribas</b>	192	95	118	90	81	60
<b>KBC</b>	64	66	51	49	51	60
<b>Belfius</b>	49	48	6	3	-	-
<b>Candriam</b>	39	34	24	34	33	24

Il faut noter que l'étude ERSIS ne prend en compte que l'émission des fonds. Les fonds Belfius distribués par Candriam ne sont donc pas retenus.

Dans son rapport sur le développement durable (Belfius, 2022(1)), la banque annonce que plus de 80 % de sa production de fonds relève de l'article 9 de la SFDR (14). En outre, 83 % de cette production dans le cadre des placements « qui ont du sens » (*meaningful investing*) seraient classés article 8 ou 9 (16). Enfin, 66 % de l'encours d'investissement de l'offre active seraient classés article 8 et 13 % article 9. La méthode TAP (Politique d'Accélération de la Transition) qui est utilisée par la banque pour la gestion des risques est déclarée conforme à la SFDR (23).

En 2021, Belfius a lancé *meaninfull investments* (des investissements qui ont du sens) qui comporte des fonds durables en termes climatiques et sociaux ainsi que des investissements philanthropiques nommés « fonds du futur ». Ceux-ci ont augmenté leur part de 28 % en 2021 (3). Belfius a également émis ses premières obligations vertes (9). Quant à la gestion durable des fonds, Belfius a décidé de rendre progressivement l'ensemble de ses fonds plus respectueux des critères ESG, et donc d'abandonner l'ancienne offre non seulement des fonds soumis à examen ESG, mais aussi des fonds traditionnels (22).

Ces fonds sont gérés par *Belfius Investment Partners* (Belfius IP) et son partenaire Candriam. Candriam est présenté comme une référence en matière d'investissement durable parce qu'il a été l'un des premiers gestionnaires à exclure de ses fonds les entreprises de secteurs controversés et à sélectionner les entreprises en fonction des critères ESG. Il est aussi l'un des premiers gestionnaires d'actifs européens à avoir signé l'UNPRI (Principes des Nations unies pour l'investissement responsable) dès 2005 (en 2019 pour Belfius) (22).

« *Tous les fonds de placement (et pas seulement les fonds durables) sont ainsi soumis à un examen ESG beaucoup plus approfondi qu'auparavant.* » (24)

De même que KBC et ING, Belfius pratique l'investissement actif en menant un dialogue avec les entreprises dans lesquelles les fonds investissent et en votant aux AG des sociétés cotées en Bourse. Son partenaire Candriam fait de même et publie un rapport annuel sur ses votes en tant qu'actionnaire («*proxy voting*»).

Belfius est entré en dialogue avec l'OIT (Organisation Internationale du Travail) afin de défendre les droits fondamentaux des travailleurs et déterminer si une action, une obligation ou un fonds doit être exclu de son portefeuille (33). Via son programme *Birdhouse*, Belfius investit dans des start-up novatrices (33). La politique d'accélération de la transition (TAP) par laquelle la banque se prononce sur la durabilité des activités est sectorielle. De même que chez ING, l'examen d'autres secteurs (extraction de pétrole et de gaz conventionnels, production d'électricité, énergie nucléaire) s'effectue avec des critères spécifiques.

*Belfius Investment Partners* (BIP) est une approche pour prendre en compte les risques liés au climat. Les fonds de fonds gérés par une équipe interne alors que les fonds délégués sont gérés en externe par Candriam, *BlackRock Investment Management* et *J.P. Morgan Asset management* (51). Enfin, les « fonds du futur » à but philanthropique sont composés pour 14 % d'aide au développement, 7 % pour le patrimoine, 30 % pour la santé, 15 % d'engagement local, 26 % contre la pauvreté et 8 % d'autres thèmes (73).

## 1.20 Les produits financiers solidaires et socialement responsables (ISR)

Un préalable sémantique est nécessaire, car la plupart des banques assimilent la finance solidaire et les investissements socialement responsables (ISR) associés aux critères ESG. L'ISR combine l'usage des critères ESG avec le but d'un rendement suffisant. En revanche, la finance solidaire fait partie de l'économie sociale et solidaire qui vise avant tout un impact social. Les profits y sont limités, voire inexistant. Les fonds solidaires et l'épargne solidaire investissent dans des thèmes tels que la lutte contre le chômage et contre le mal-logement, l'aide aux handicapés, le développement de l'agriculture biologique, le développement des énergies renouvelables, le développement de l'entrepreneuriat dans les pays du Sud et de l'Est, etc. Ses produits ne sont pas cotés. Toutefois, dans le cadre de l'épargne salariale, les deux approches sont associées tels des fonds ISR solidaires présentant 5 à 10% du portefeuille investi dans des entreprises favorisant l'insertion par l'emploi, le micro-crédit, etc. (Ministère de l'Économie, s.d.). La finance solidaire peut prendre diverses formes, notamment l'épargne solidaire et les fonds solidaires. En 2021, l'encours d'épargne solidaire était de 24,5 milliards d'euros, soit une hausse de 27 % par rapport à 2020. À la fin de 2021, l'épargne salariale représente plus de la moitié de l'encours de l'épargne solidaire (La finance pour tous, 2022).

Il faudra donc rester attentif à l'utilisation de ces termes par les différentes banques. En effet, il s'avère que :

« Une même entreprise peut recevoir un score complètement différent d'une agence de notation ESG à une autre ce qui peut paraître incohérent. » (Van den Broek et al., 2022).

Comment peut-on l'expliquer ? Premièrement, les produits financiers émis ne sont que partiellement composés de valeurs qualifiées ESG. Ensuite, le champ des critères ESG est vaste et regroupe plusieurs thématiques environnementales, sociales et de gouvernance. C'est pourquoi l'ESG est abordé avec une certaine perspective. Il est analysé avec la méthodologie propre à chaque agence, notamment le choix d'indicateurs spécifiques, des grilles de notation issues des hypothèses internes définies par l'indicateur, le choix des sources d'information (publique, questionnaire, etc.), la fréquence de mise à jour des données variables (généralement annuelles) et enfin la compétence et la formation des analystes(Van den Broek et al., 2022/62). Berg , Koelbel et Rigodon (2022) ont particulièrement étudié les mécanismes et causes structurelles de la « confusion globale » qui est née de la divergence des notations ESG.

Le marché des données ESG souffre du manque de transparence des agences sur leur méthodologie, leurs hypothèses et leur traitement de l'information. Le règlement SFDR et la taxonomie européenne améliorent la transparence de la méthodologie. En revanche, l'interprétation et le marché des données manquent de régulation. C'est pourquoi, 2022, l'UE a commencé une consultation sur le marché des notes ESG. Par ailleurs, comme les investisseurs examinent les notes ESG en connaissance de cause, les banques et agences ont réalisé l'intérêt à fournir des données plus transparentes. Toutefois, le problème persiste (64).

« Comment va réagir le marché de la donnée ? Va-t-il évoluer vers plus de transparence des data providers et des entreprises pour plus de confiance des investisseurs ? Les exigences réglementaires vont-elles transformer le marché ? L'avenir nous le montrera.» (Van den Broek & al., 2022/64).

### 1.20.1 Les produits financiers solidaires et ISR proposés par KBC

Dans ses derniers rapports (KBC, 2022(1) ; KBC, 2022(2)), KBC ne développe pas la finance solidaire. Les produits solidaires sont assimilés aux produits relevant de l'ISR. KBC se targue d'avoir été pionnière en émettant un fonds ISR dès 1992 (Notamment KBC, 2002(2) ; Demoustiez, Bayot, 2005 ; KBC, s.d.(2)). En 2003, diverses institutions bancaires, gestionnaires de fonds, des assurances ainsi que de l'économie sociale ont créé le Forum belge pour l'investissement durable et socialement responsable (BELSIF). KBC en est à l'origine avec notamment le label Éthibel, la banque Triodos, le réseau flamand pour l'économie sociale et le Réseau financement alternatif. KBC Asset Management est également le premier organisme financier de Belgique à disposer de son propre département de recherche ISR.

Depuis juin 2021, KBC Asset Management a exclu de tous ses fonds gérés activement (je souligne) les « entreprises de services aux collectivités » qui utilisent le charbon thermique. Les fonds d'investissement responsable de KBC excluent en outre les jeux d'argent, les armes conventionnelles, la fourrure, les cuirs spéciaux, etc. Quant à la rigueur des termes qu'elle utilise, KBC s'interroge également et elle assimile à raison l'investissement responsable et l'investissement ESG, sans oublier

de s'aligner sur la SFDR et la taxonomie « qui réservent le terme "durable" à un certain nombre d'activités et de produits » (KBC Bruxelles, 2022).

Pour l'année 2021, KBC annonce 31,7 milliards d'euros en fonds ISR (KBC, 2022(4)/15-57), dépassant par-là ses prévisions pour 2025. Cependant, les rédacteurs du rapport KBC sur la durabilité utilisent très souvent le syntagme « durable et responsable » assimilé à l'ISR comme partie de la « finance durable » (57). La plupart des exclusions qu'appliquent les fonds KBC ISR ont été étendues à l'ensemble des fonds KBC (49). Selon la banque, ces rejets sont toutefois de 10 % moindres pour les fonds ISR (104).

Il est enfin à remarquer que, en 2001, il est question d'éthique et de solidarité quant à la sicav *KBC click Solidarity* qui garantit le capital sans promettre de profits (Delaminne, I., 2001). Dès 2008, beaucoup de plaintes portaient sur l'hétérogénéité de l'ISR en fonction des gestionnaires (Sandberg, et al., 2008). Aujourd'hui, les produits éthiques et solidaires sont confondus avec l'ISR. L'ISR est alors une partie de la finance durable. Cependant, récemment, KBC Bruxelles a avancé que les nouvelles réglementations européennes réservent le terme "durable" à un certain nombre d'activités et de produits (KBC Bruxelles, 2022). Est-ce à dire que la SFDR résout la confusion des termes en tenant l'investissement durable pour une partie de l'ISR ? Car de fait, et il en sera de même pour ING, KBC AM évolue, semble-t-il, par couche, à partir d'une différence entre la finance solidaire et l'ISR, puis la seule ISR associée aux critères ESG avant d'ajouter sur la couche supérieure les récentes réglementations européennes, la SFDR et la taxonomie.

### 1.20.2 Les produits financiers solidaires et ISR proposés par ING

ING appelle « responsables » tous les investissements basés sur les critères ESG. En revanche, les investissements pour lesquels la durabilité est prioritaire sur le rendement financier sont nommés « investissements d'impact » et non pas « solidaires ». Ces investissements diffèrent également par l'exclusion de certaines activités et conduites. Les investissements d'impact présentent une longue liste d'exclusion. En revanche, les investissements responsables n'excluent que le tabac, le charbon et les armes controversées (ING, 2022(4)). Notons que l'exclusion des mines antipersonnel et des sous-minutions ou munitions inertes et de blindage contenant de l'uranium est exigée par la loi belge du 8 juin 2006 (Bayot, 2016). Pourtant, selon ING, les investissements traditionnels gérés par ING n'excluent que les mines antipersonnel (ING, 2022(4)).

Comme le montrent ses rapports annuels (ING, 2002(1) ; ING, 2022(3)) et quoiqu'elle se présente comme « la banque d'investissement la plus impressionnante pour les institutions financières SRI (= ISR en anglais) » (ING, 2021(1)), ING a tendance à tenir compte des seuls critères ESG assimilés non sans raison à l'ISR et ne fait que mentionner le SFDR (ING, 2021(2)). Depuis 2015, terme « responsable » sert alors à qualifier d'autres choses que ISR (ING, 2022(1) ; ING, 2022(3)) Cela n'a pas toujours été le cas. Bien qu'elle ait reçu dès 2003 le prix britannique « *Bank of the year* » pour sa responsabilité sociale (ING, 2004), cette dernière semble avoir été problématique.

Comme le remarque Tobias Webb (2008), « contrairement à de nombreuses grandes banques, ING se concentre davantage sur l'obtention de résultats que sur la recherche d'une publicité verte. » Cette approche « typiquement néerlandaise » serait plus humble face à la complexité des problèmes sociaux et environnementaux. C'est pourquoi la banque insiste sur les initiatives environnementales et sociales liées à ses employés. La stratégie de ING est sujette à l'interprétation locale dans les pays où la banque est active, en Europe, en Asie et en Amérique.

Quant aux initiatives sociales et environnementales dans le financement de projets, ING s'appuie sur les « principes de l'Équateur » (ING, 2022(1)/5). Lancés en 2003, évalués par ING la même année et mis à jour en 2008, ces principes sont aujourd'hui intégrés à la politique de plus de cinquante institutions financières internationales tels la Société Générale ou le groupe KBC (Demoustiez, 2007 ; APE, 2020 ; KBC, 2022(5)). Ces principes sont à la base de la gestion et de l'évaluation par ING des risques environnementaux et sociétaux. Ils suivent également une approche sectorielle (ING, 2020(1) ; RSE-PED, 2003). ING insiste beaucoup plus que KBC sur cette approche sectorielle. Outre un plan d'action et un système de gestion, leur mise en œuvre est associée à un *reporting* indépendant et des experts externes. Remarquons que la mise en œuvre de l'ISR à partir d'une définition consensuelle a commencé en 2007-2008 (Bayot, 2017 ; Rozet, 2017). Aussi les principes de l'Équateur appliquent-ils originellement d'autres critères sociaux et environnementaux que ceux de l'ISR ou de l'ESG (Demoustiez, 2007).

Reste que les principes de l'Équateur demeurent de l'ordre d'une déclaration d'intention mettant en jeu la réputation de l'institution, quoiqu'ils aient été ensuite intégrés aux critères ESG et au SFDR. Nous en sommes aujourd'hui à sa quatrième mise à jour (APE, 2020). C'est pourquoi ING assimile à présent ces principes à l'ISR et aux critères ESG. Cependant, l'évolution du groupe néerlandais en la matière est intéressante. ING semble s'être heurtée régulièrement à des dilemmes d'ordre éthique ( Webb, 2008) qui ont conduit à de nombreuses critiques (CREDH, 2006 ; Rozet, 2017 ; Barefoot Investor, 2019 ; ) Aujourd'hui encore, la banque précise sa politique par la déclaration suivante :

*« Comme pour les autres risques, plus les risques liés à la durabilité sont élevés, plus on peut s'attendre à une volatilité accrue, ce qui se traduit par une plus grande incertitude sur le rendement financier de l'investissement. Cela ne signifie pas que nous ne retiendrons pas automatiquement un instrument présentant des risques liés à la durabilité élevée, mais cela signifie que cet instrument fera l'objet d'un examen approfondi, c'est-à-dire d'un jugement professionnel des analystes financiers et des « funds analysts » de l'ING Investment Office. »* (ING, 2022(5)).

Il est vrai qu'en 2021, 80% des fonds durables européens détenaient encore des actions de combustibles fossiles (Meager, E., 2021). Depuis 2008, ING semble d'accord avec Joseph L. Badaracco, professeur à la Harvard Business School. Celui-ci a une théorie du développement de l'éthique qu'il nomme « diriger tranquillement » où il s'agit de « prendre des mesures cohérentes, petites et prudentes pour résoudre des problèmes majeurs » plutôt que d'investir dans des réalisations « plus grande que nature » pour des raisons de communication (Webb, 2008).

### 1.20.3 Les produits financiers solidaires et ISR proposés par Belfius

Belfius a lancé des produits financiers durables plus récemment que KBC et Belfius. Aussi la banque fait-elle peu référence à l'ISR comme aux financements solidaires. Comme ING et KBC, Belfius utilise souvent le syntagme « durable et responsable » (Belfius, 2022(2)). Comme elles encore, elle utilise la méthode « best in class » tant décriée aujourd'hui (Trends-tendance, 2022(1)). Belfius a pourtant un argument intéressant en faveur de la méthode best in class, à savoir qu'elle pousse les entreprises « à effet de serre » à se rendre plus écologique comme le prouveraient l'évolution de l'empreinte carbone induite par ses produits bancaires (Belfius, 2020(2)).

Belfius Investment Partners est devenue en 2019 l'une des signataires des Principes pour un Investissement Responsable ou PIR – en anglais PRI. De même qu'ING se base sur les Principes de l'Équateur pour diriger ses investissements responsables, Belfius utilise les PRI. Mais ces principes concernent immédiatement l'utilisation des critères ESG . (Belfius, 2021(3)). En revanche, les fonds durables se basent plus explicitement sur les articles de la SFDR (Belfius, 2022(6)). D'une manière générale, Belfius assimile l'investissement responsable et l'investissement solidaire. Toutefois, celui-ci n'est pas oublié puisque, depuis 2015, la *Belfius foundation* incarne le mécénat solidaire de la banque, à commencer par l'octroi de subsides aux fonctionnements d'une ASBL s'occupant de prêts de microcrédits (Monasbl, 2015).

Considérant sa gestion des risques dus à investissement durable et responsable, Belfius ne se démarque pas fondamentalement des autres banques. Toutefois, à l'instar de KBC, elle présente une réserve quant à l'exactitude des données et espère une amélioration des procédures de calcul (Belfius, 2021(3)).

## 1.21 Les produits financiers labélisés

Selon Van den Broek & al (2022), les labels de durabilité permettent aux produits financiers de gagner une reconnaissance supplémentaire de leur application de certains critères et autres seuils. Sur le marché belge, c'est le label *Towards sustainability* qui a impulsé la création d'autres labels en garantissant un minimum de durabilité. La part des actifs possédant au moins un label est fort variable selon les banques : 33% seulement chez Belfius et jusque 92 % chez Paribas-Fortis (22).

Les labels *Towards Sustainability* et ISR ont beaucoup de succès surtout depuis 2021. On constate depuis lors un accroissement considérable du nombre de produits durables présentant au moins un label. «En outre, on observe une hausse de produits portant plusieurs labels. 70 % de ces produits qui sont labellisés par au moins deux labels portent le label belge *Towards Sustainability* et le label français ISR. » Certains produits ont jusqu'à quatre labels (26). La quasi-totalité des actifs présents sur le marché belge de produits durables propose des produits article 8 SFDR et labellisés.

Les produits labellisés *Towards sustainability* appliquent les critères ESG et des minimaux en ce qui concerne les exclusions (45). Outre l'utilisation des critères ESG et d'exclusion, la stratégie la plus courante se base sur les normes de calcul. Ainsi en est-il pour 84 % des produits. L'approche Best-in-class est utilisé pour 55 %. Les thèmes les plus courants sont la “réduction des émissions de CO2” et “l'efficacité de l'utilisation de l'eau”.

Outre les labels belges, il faut citer trois labels verts (le label français Greenfin, le label Luxflag Climate Finance et le futur label écologique européen) et cinq autres labels axés sur l'ESG (le label autrichien Umweltzeichen, le label français ISR, le label germanophone FNG, le label Luxflag ESG et le label Nordic Swan). Towards Sustainability a quant à lui été développé par Febelfin, l'association des acteurs financiers belges, en 2019. Les fonds qui estiment satisfaire à sa norme minimale doivent présenter une demande et faire l'objet d'une évaluation par un organe composé du Forum Ethibel et des institutions académiques ICHEC et UAntwerpen, puis par l'agence de labellisation indépendante CLA (Central Labelling Agency) (Febelfin, 2022(1)). Le label est évolutif, comme le montre sa révision de 2021 sur la base d'une consultation publique (Febelfin, 2022(2)).

Il existe également des labels spécialisés dans la finance solidaire. Ainsi, le label d'épargne solidaire Finansol a été créé en 1997 pour distinguer les produits d'épargne solidaire des autres produits d'épargne. Il développe un « mécanisme de financement solidaire » par exemple pour les livrets et l'assurance vie. Une partie de l'encours est alors investi dans des activités à forte utilité sociale et environnementale. En

outre, par le « mécanisme de partage des intérêts » l'épargnant peut décider de faire don d'une partie de sa rémunération à des associations bénéficiaires. Il faut à minima utiliser un de ces deux mécanismes pour être éligible au label. Le label entend apporter une double rentabilité, à la fois sociale et financière au moyen d'un « capital patient » qui peut attendre cinq ans le temps que les entreprises concernées forment des bénéfices. On est donc loin de la finance solidaire telle qu'elle a été imaginée au siècle dernier (Ferrere, 2022).

L'ASBL Financité rappelle que certains labels permettent des avantages fiscaux. Toutefois la multiplication des labels peut conduire à la confusion. En outre, le label ISR venu de France serait trop laxiste. La critique principale porte sur l'approche « Best-in-class » qui n'est pas réservée aux labels. La citation suivante remonte cependant à 2017, mais elle reste d'actualité (Trends-Tendances, 2022(1), Fissette, 2020).

*« Concernant l'ISR, plusieurs méthodologies se dessinent pour traduire les considérations ESG en critères opérationnels. Notamment la technique dite du « best-in-class », qui consiste à sélectionner au sein de chaque secteur d'activité les entreprises les plus responsables en se basant sur les critères ESG. Cette stratégie n'exclut donc pas, a priori, des entreprises de certains domaines tels que l'armement, la pornographie, l'alcool, le pétrole, le nucléaire... »* (Financité, 2017).

Aussi Financité plaide-t-il alors pour combattre la multiplicité des définitions de cette norme au niveau international. Les labels peuvent être privés ou publics. Ainsi en est-il en Belgique du label *Towards sustainability* et du label solidaire de Financité/Farfin. En 2014, Financité a lancé son label et est rejoint par Fairfin en 2015 (Lopez et Cayrol, 2017).

### 1.21.1 Les produits financiers labellisés chez KBC

KBC est signataire du label *Towards sustainability* depuis la création de celui-ci. Tous ses produits d'investissement responsable (IR) en Belgique ont ou sont en train d'obtenir ce label (KBC, s.d.(2)). Il y a un an, KBC possédait 27 % du marché des produits labellisés en Belgique (Van den Broek & al., 2022 /22). Les révisions s'opèrent chez KBC en intégrant le SFDR et la taxonomie européenne qui servent à présent de références pour tout label « durable » (KBC, 2022(4)/4). Il en est de même pour les labels « verts » dédiés aux prêts pour l'environnement à un taux préférentiel (86-92)

### 1.21.2 Les produits financiers labellisés chez ING

ING utilise un grand nombre de labels selon le produit et le pays où ils sont émis. Par exemple en 2020, un an après avoir obtenu le label ESG de Luxflag, le fonds *ING Aria-Sustainable Bonds* obtint le nouveau label belge *Towards Sustainability* (ING Luxembourg, 2020). En 2013 déjà, *ING Invest Sustainable Equity* recevait le label français ISR Novethic (AOF, 2013). Sept ans plus tard, plus de 50 % des comptes assurances-vie d'ING était labellisé ISR (ING, 2020).

Quoique ING qualifie le label belge de « le plus rigoureux d'Europe » (ING Luxembourg, 2020), celui-ci, ne l'oubliions pas, se veut minimal. Par ailleurs, si KBC promeut un « investissement responsable » qui couvre les produits durables utilisant les critères ESG, ING s'appuie significativement sur le label français ISR depuis bien avant que les critères ESG ne soient intégrés par les banques européennes.

Certes, l'interprétation des critères ESG diffère selon l'origine du produit financier, mais ce dernier comporte au moins plusieurs éléments : un filtre négatif d'exclusion, un filtre positif d'évaluation, un engagement par le dialogue avec les entreprises concernées, une intégration des risques et opportunités ESG dans les investissements traditionnels, des investissements sur des thèmes liés à la durabilité et des investissements d'impact prédefini avant l'examen des rendements (Franklin Templeton, 2018). L'ISR n'a pas toujours été considéré comme l'exécution des critères ESG. ING semble s'y limiter à une politique d'exclusion et, d'une manière générale, l'utilisation du concept ISR est sujette à de nombreuses controverses. En effet :

*« ...l'ISR opte essentiellement pour des placements sur les marchés côtés et n'écarte a priori aucune entreprise et aucun secteur. Une société liée aux énergies fossiles peut recevoir un investissement labellisé ISR lorsqu'elle limite une de ses externalités négatives. »* (Carbo, 2022(2))

Remarquons qu'il en va de même pour l'approche Best-in-class secteur par secteur. Quant aux produits d'épargnes, l'ISR est dénoncé par certains clients pour avoir développé un marché concurrentiel de l'offre alors que la durabilité devrait se baser sur la demande (France transactions, 2022). En 2017, la signification du sigle ISR manquait singulièrement de précision comme en témoignent les nombreuses critiques qu'ING a essuyé depuis lors (Cayrol, 2017 ; RTBf, 2020). En revanche, dans son rapport climat 2022, ING annonce vouloir clarifier le terme d' « activité circulaire » en vue d'en faire un label à l'horizon 2023 (ING, 2022(3)/29).

### 1.21.3 Les produits financiers labellisés chez Belfius

La banque Belfius est assez discrète sur les labels. Il est vrai que chez Belfius Investment Partners, seuls 33 % des actifs gérés sont labellisés. Outre *Towards sustainability*, en 2019 Belfius a été le premier « bancassureur » à se voir attribuer le label CO2-neutral pour ses efforts de réduction et la compensation de ses émissions résiduelles (Belfius, 2022(2)). Par compensation, il faut entendre par exemple la plantation d'arbres afin de compenser les émissions de CO2.

## 1.22 Les cabinets d'audit externes

### 1.22.1 La politique durable exprimée par les publications des big four en audit externe

#### 1.22.1.1 Généralités

Les big four en cabinets d'audit présents en Europe se nomment Deloitte (Londres, 1840), KPMG (Londres, 1870- 1917), EY (Londres, 1849) et PWC (PricewaterhouseCoopers, Londres, 1849-2017). L'origine de ces noms et anagrammes durant leurs constitutions importe peu. Il est cependant loisible de d'ores et déjà constater que la naissance de ces cabinets d'audit remonte à il y a plus d'un siècle et demi. En outre, quoiqu'ayant tous pris naissance à Londres, les big four sont parfois originellement

internationaux (KPMG est par ex. anglo-néerlando-américano-allemand). Quoi qu'il en soit, ils sont aujourd'hui présents dans une grande majorité des nations du monde.

Ce qui, en revanche, importe beaucoup plus consiste en l'importance accordée à la SFDR par ces quatre cabinets d'audit. Remarquons que ces différences ne se rapportent pas à leur pays d'origine, à savoir le Royaume-Uni, ni au récent Brexit, puisque leur siège social se situe pour tous à Londres. Il n'empêche, pour certains de ces cabinets, le règlement de base concernant la durabilité des produits financiers se trouve être le TCFD (*Task Force on Climate Related Financial Disclosures*) et non l'ESG ou plus récemment la SFDR.

### 1.22.2 Qu'est-ce que le TCFD ?

#### 1.22.2.1 Historique

Suite à l'échec des accords de Paris du 12 décembre 2015, le Groupe de travail sur les informations financières liées au climat (Task Force on Climate Related Financial Disclosures ou TCFD) a été créé à la toute fin de cette même année par le forum intergouvernemental « Groupe des 20 (G20) » et le Conseil de stabilité financière (FSB). Le G20 se compose de dix-neuf des pays aux économies les plus développées et de l'Union européenne. Le FSB est un organisme destiné à surveiller le système financier mondial et à émettre des recommandations à son sujet. Son CA est composé des économies du G20. Financé par la Banque des règlements internationaux, le Conseil est basé à Bâle et constitue une asbl de droit suisse (TCFD, 2023(1)).

Le TCFD est à ce jour présidé par le onzième homme le plus riche du monde et important homme politique démocrate, l'américain Michael Bloomberg (TCFD, 2023(2)). Suivant le TCFD, d'ici 2025, au Royaume-Unis et dans nombre d'autres pays, il deviendra obligatoire pour les entreprises de rendre compte de leur gouvernance, stratégie, gestion des risques ainsi que des mesures prévues et des objectifs attendus en matière climatiques (Trésor de sa Majesté, 2020(1) et 2020(2)). À ce jour, les pays les plus étroitement associés au TCFD en termes de partisans sont dans l'ordre : le Japon, le Royaume-Unis, les USA, l'Australie et la France. En juin 2019, l'Union européenne a intégré le TCFD dans ses Lignes directrices sur la déclaration d'informations liées au climat (Saire, C. & al., 2023 ; Commission européenne, 2019).

#### 1.22.2.2 Les recommandations du TCFD

Les onze recommandations du TCFD sont regroupées en quatre piliers : la gouvernance, la stratégie, la gestion des risques et enfin les mesures et les objectifs (Saire, C., 2023 ; TCFD, 2023(1) ; TCFD, 2017).

Quant à la gouvernance, il est recommandé de divulguer la gouvernance de l'organisation concernant les risques et opportunités liés au climat, c'est-à-dire : 1° de décrire la surveillance effectuée par le conseil des risques et opportunités liés au climat et 2° de décrire le rôle de la direction dans l'évaluation et la gestion des risques et opportunités liés au climat.

Pour ce qui est de la stratégie, il est recommandé de divulguer les impacts réels et potentiels des risques et opportunités liés au climat sur les activités, la stratégie et la planification financière de l'organisation lorsque ces informations sont importantes. Plus précisément, il s'agit 1° de décrire les risques et les

opportunités liés au climat que l'organisation a identifiés à court, moyen et long terme ; 2° de décrire l'impact des risques et opportunités liés au climat sur les activités, la stratégie et la planification financière de l'organisation et 3° de décrire la résilience de la stratégie de l'organisation, en tenant compte de différents scénarios liés au climat, y compris un scénario de 2 °C ou moins.

Il est également recommandé de divulguer sa gestion des risques, à savoir comment l'organisation identifie, évalue et gère les risques liés au climat, et notamment : 1° de décrire les processus de l'organisation pour identifier et évaluer les risques liés au climat ; 2° de décrire les processus de l'organisation pour gérer les risques liés au climat ; 3° de décrire comment les processus d'identification, d'évaluation et de gestion des risques liés au climat sont intégrés dans la gestion globale des risques de l'organisation.

Enfin, il est recommandé de divulguer les métriques et les cibles utilisées pour évaluer et gérer les risques et opportunités pertinents liés au climat lorsque ces informations sont importantes, et notamment : 1° de divulguer les paramètres utilisés par l'organisation pour évaluer les risques et les opportunités liés au climat conformément à sa stratégie et à son processus de gestion des risques ; 2° de divulguer les émissions de gaz à effet de serre (GES) du champ d'application 1 (émissions directes), du champ d'application 2 (émissions indirectes) et, le cas échéant, du champ d'application 3 et les risques associés et enfin 3° de décrire les objectifs utilisés par l'organisation pour gérer les risques et les opportunités liés au climat et les performances par rapport aux objectifs (TCFD, 2023(3) ; Nations Unies, 2020).

#### 1.22.2.3 Les différentes réactions des cabinets d'audit dans leurs publications

Les quatre cabinets d'audit que nous avons retenus ne présentent pas la même évolution (Deloitte, 2021(1,2,3&4) ; EY (2021(1&2) et 2022) ; PWC (2021, 2016-2023(1,2&3), 2017-2023 et 2019-2023 ; KPMG ) . Si tous se réfèrent en premier lieu aux critères ESG, certains se basent sur le TCFD et prévoient un alignement de celui-ci sur le SFDR. Ainsi en est-il notamment de KPMG. Deloitte, en revanche, part du SFDR pour ensuite aligner l'utilisation de celui-ci sur le TCFD. Quant à PWC, il ne fait aucune référence au TFCD. De ces différences, il résulte des offres d'aide différentes. Deloitte insiste sur son offre d'aide pour remplir les obligations du SFDR contrairement à KPMG qui met en avant son offre d'aide pour effectuer les recommandations du TFCD. Quant à EY, il offre conjointement son aide pour répondre aux critères ESG et à la réglementation du SFDR. Les cibles des critiques et opinions formulées par ces quatre différents cabinets diffèrent elles-aussi. Deloitte donne son opinion sur le SFDR dont il s'occupe presque exclusivement. KPMG présente ses opinions sur l'ESG et le SFDR à partir de leur expérience d'aide pour le TFCD. EY formule des critiques vis-à-vis du SFDR et donne son opinion sur le TFCD qu'il n'utilise pour ainsi dire pas. Enfin, PWC, qui se limite aux critères ESG et au SFDR formule des opinions et critiques beaucoup plus générales sur ces deux outils. Les comportements de nos quatre cabinets d'audit vis-à-vis de l'ESG, du SFDR et du TCFD peuvent être résumés par le tableau suivant :

*Tableau 5 : résumé des comportements des cabinets d'audit big four selon leurs publications face au SFDR, à l'ESG et au TFCD*

	DELOITTE	KPMG	EY	PWC
Règlements utilisés	ESG + SFDR + TCFD	TCFD + ESG à aligner sur SFDR	ESG+TCFD+SFDR	ESG+SFDR
Opinions et critiques sur	SFDR critique (Alerta) SFDR	ESG SFDR	TCFD critique SFDR critique	Critique générale des entreprises
Propositions d'aide	ESG	TCFD	ESG	ESG SFDR
	SFDR	SFDR ?	SFDR	
			TCFD	
Contrôle et gestion des risques	Offre	Couplé avec l'ESG	Couplé avec l'ESG	Selon les accords de Paris

#### 1.22.2.4 Deloitte

Dans ses publications, le cabinet Deloitte est très précis dans sa description du SFDR, notamment ses articles 3, 6, 8 et 9. Les procédures à suivre selon les articles 6, 8 et 9 sont détaillées séparément. Comme ces publications couvrent la période 2020-2022, elles n'ajoutent rien de nouveau à la plus récente interview d'un représentant de Deloitte que j'ai réalisée. En revanche, les opinions alors émises par le cabinet peuvent aider à mesurer l'évolution de l'impact du facteur temps sur les considérations des cabinets.

En 2021, l'offre d'aide du cabinet se limitait à donner un cadre pour intégrer les risques de durabilité et à fournir une assurance limitée sur les divulgations dans le but d'orienter les émetteurs vers la conformité au SFDR (Deloitte, 2021(1&2)). Toutefois, Deloitte ne doute pas que le type d'assurance progresse jusqu'à l'assurance raisonnable à mesure que les données deviendront plus cohérentes, comparables et transparentes (Deloitte, 2021(3)).

Il n'est pas encore établi s'il suffit d'exclure les indicateurs défavorables de durabilité (PASI ou PAIS en anglais) pour qu'un fond puisse relever de l'article 8 malgré la simplification et l'alignement des RTS sur d'autres métriques et la simplification de ses indicateurs (Deloitte, 2021(2)). Apparemment, dès 2021 et à l'instar de la FSMA, Deloitte réserve le terme durable aux articles 9 dans la mesure où ceux-ci ont un objectif de développement durable tandis que les articles 8 promeuvent l'environnement ou des caractéristiques sociales selon les critères ESG (Deloitte, 2021(2&3)). Le cabinet constate un alignement des informations des KIID, des rapports périodiques et des sites internet et il note les progrès effectués pour rendre auditables les informations extra-financières (Deloitte, 2021(2)).

Cependant, Deloitte n'hésite pas à déplorer le greenwashing dénoncé par l'article de Morningstar en 2021, non seulement parce que les RTS n'étaient pas encore officiellement adoptés, mais aussi parce que :

*« In the absence of harmonised Union rules on SFDR to end investors, it is likely that diverging measures will continue to be adopted at national level and contrasting approaches in different financial services sectors might persist. Such divergent measures and approaches in disclosure standards are expected to continue to cause significant distortions of competition. »* (Deloitte, 2022)

Étant donné que c'est alors l'incertitude de la classe des articles 9 qui est prépondérante, Deloitte s'attend surtout à un surcroît de travail pour évaluer les risques lors de leur mise en place (Deloitte, 2021(3)). Quant au TCFD, le cabinet a publié des informations claires notamment sur ses quatre piliers : gestion des risques, gouvernance, stratégie et enfin métriques et objectifs (Ey, 2021). En outre, il rapporte les résultats d'un sondage concernant les difficultés pour les entreprises d'intégrer ces recommandations, notamment : de discuter séparément du climat et de la gouvernance, de rendre publiques des données confidentielles en devant informer sur leur stratégie, de distinguer le climat d'une gestion des risques générale et enfin de manquer de métrique normalisée dans certains secteurs comme celui du transport aérien (Deloitte, 2021(4)).

#### 1.22.2.5 KPMG

Contrairement à Deloitte, le cabinet d'audit KPMG considère qu'une relative globalisation peut être effectuée à travers les recommandations du TCFD (KPMG, 2020/9).

*« One of Mr. Hoogervorst's key observations was that “there are simply too many standards and initiatives in the space of sustainability reporting. This leads to a lot of confusion among users and companies themselves.” The Better Alignment Project of the Corporate Reporting Dialogue was launched to address this issue. Its initial findings in September 2019 noted high levels of alignment between participants’ reporting frameworks and the TCFD recommendations, principles and illustrative metrics. The findings indicated the clear and rapid trend, around the globe, to incorporate the TCFD’s recommendations. »* (KPMG, 2020/9)

Il n'est pas muet sur la SFDR, mais il constate que les approches nationales varient au sein même de ce dernier et que le Royaume Uni ne l'appliquera probablement pas (KPMG, 2020/14). Le cabinet offre à ses clients une assurance limitée quant aux recommandations du TCFD (Swiss Re, 2021/119). Aussi plaide-t-il pour une application de la gestion des risques à l'ESG qui puisse servir de lien entre les recommandations du TCFD et le règlement SFDR (Sacarello, J., 2022 ; KMPG, 2020/15-16).

#### 1.22.2.6 EY

De même que KPMG, EY se base sur le TCFD et établit sa gestion des risques via les critères ESG (EY, 2021(1)). Cependant, son offre d'aide inclut le SFDR (EY, 2021(2)). Mais le cabinet émet de sérieuses critiques sur la mise en œuvre du SFDR qui pourrait expliquer la rétrogradation d'un grand nombre de produits financiers « durable » en 2022 (Gordon, 2022).

Selon une récente enquête d'EY, 86 % des gestionnaires d'actifs s'appuient sur le règlement sur la divulgation financière durable (SFDR) pour définir l'investissement durable, ce qui est problématique étant donné que le règlement lui-même n'a pas encore établi de limites claires sur ce qui peut et ne peut pas être considéré durable. (Gordon, 2022)

Seuls 60 % des gestionnaires de fonds ont déterminé les activités qui étaient pour eux durables et 45 % seulement ont exprimé quelles sont les activités qui étaient selon eux non-durable. Dès lors, nombre de gestionnaires ont considéré comme justifiable le recours aux critères ESG alors que la Commission européenne n'a pas précisé si les fonds Paris-Aligned Benchmark (PAB) et Climate Transition Benchmark (CTB) remplissaient automatiquement les critères de durabilité. 86 % des répondants à l'enquête de EY font usage de la classification de l'activité économique traitée par les scores ESG pour déterminer si une entreprise est un investissement durable. Mais selon EY, cela ne suffit pas à définir un investissement durable. Aussi, en raison de l'absence de définition claire, les ETF ESG abritant plus de 50 milliards d'euros ont été volontairement rétrogradés de l'article 9 à l'article 8 avant que le niveau 2 du SFDR entre en vigueur en janvier 2023. Comme l'indique encore Heat (2023), ces rétrogradations sont donc immédiatement issues de l'évolution des règlements et non d'une quelconque nouvelle définition de ce qui est durable ou non.

Il en résulte cet étonnant paradoxe : les règlements et autres critères pour qualifier tels produits ou telles activités de « durables » se multiplient et entrent en concurrence mondiale. Du reste, EY a également produit une critique acerbe du TCFD (EY, 2021(1)). À ce jour il n'existe tout simplement pas de définition européenne de la « durabilité » (sustainability). Jusqu'ici, les définitions de ce qui est durable se basent seulement sur les objectifs des accords de Paris (2015) et de l'UNEP de l'ONU (1992) ainsi que sur les critères ESG. Cependant, en Belgique, aujourd'hui, la FSMA réservera le terme « durable » à l'expression « objectif d'investissements durables » utilisée pour définir l'article 9 du SFDR (FSMA, 2023 & FSMA, 2021) tandis que les produits classés « article 8 » relèveraient des critères ESG (FSMA, 2021/10). Reste que malgré ses nombreuses critiques, EY offre son aide aussi bien pour s'aligner sur le TCFD, l'ESG ou le SFDR, tandis que sa méthode de gestion des risques est associée aux critères ESG (EY, 2021(1), 2021(2) & 2022).

#### 1.22.2.7 PWC

Le passage de l'ESG à la SFDR et leur association ressort explicitement des publications du cabinet PWC (PWC, 2019-2023(1) & (2), 2017-2023, 2016-2023(1)(2)&(3). Cependant, il semble que PWC est en train de mettre à jour son site, car depuis peu, certaines pages de son site demeurent inaccessibles. En 2021, la gestion des risques de PWC était encore basée sur les accords de Paris (PWC, 2021). Les critiques du cabinet ne sont pas dirigées vers les règlements, mais vers les entreprises, notamment parce qu'elles n'établissent pas de scénarios climatiques, le manque de clarté de leurs objectifs et la faiblesse de leurs gouvernances climatiques, quoique « les entreprises intègrent les termes climatiques pertinents dans leurs rapports » (PWC, 2021).

## 1.23 Les limites de la légitimité des cabinets d'audit externes

Selon la personne de KPMG que j'ai interviewée, on n'est pas obligé de croire les entreprises, mais comme on n'a rien pour vérifier, on n'a pas vraiment le choix. Cela n'empêche pas ce même intervenant de plaider pour une assurance raisonnable plutôt que limitée afin d'avoir des audits extra-financiers « aussi sérieux » que les audits financiers. À cet égard, selon le président de l'Institut des Réviseurs d'Entreprises (IRE) Tom Meuleman :

« It is true that assurance will be a good thing on this type of reporting, but it should not be a substitute for adequate internal controls and adequate governance. That is the first step. Next, assurance is there to try to catch the residual risks that remain after all the internal control functions, all the corporate governance set ups, etc. have done their work, or not. It is up to the external auditor to make his or her risk assessment in that respect. » (Meuleman, T., 2022)

Reste que, selon la directive 2014/95/UE, seules certaines entités d'intérêt public doivent communiquer des informations non financières. Aucun contrôle externe légal sur les données communiquées n'est encore obligatoire malgré le fait que, en Belgique et sur une base volontaire, des « Asset Managements » font appel à des cabinets d'audit financier afin d'assurer, de manière limitée pour la quasi-totalité d'entre-elles, la qualité de l'information. En effet, les auditeurs externes semblent les plus capables pour mener ce travail de vérification compte tenu du fait que l'information non financière a fondamentalement, par les connaissances acquises par les auditeurs sur l'entreprise, un lien avec l'assurance raisonnable déjà fournie par ceux-ci sur l'information financière. La vérification externe et les actes législatifs relatifs à la SFDR permettent également de forcer les entreprises à déclarer les données sur des indicateurs parfois négatifs pour eux, ce qui n'aurait pas forcément été le cas dans le cas de déclarations uniquement volontaires.

Dans un premier temps, la forme d'assurance attendue est limitée et donc moindre que l'assurance raisonnable sur les comptes annuels. Cependant, l'objectif de la Commission Européenne est d'atteindre l'assurance raisonnable également sur la déclaration non financière :

« *Cela représente une avancée significative par rapport à la situation actuelle, tout en n'imposant pas, pour l'instant, une exigence d'assurance "raisonnable" (un niveau plus fort et plus exigeant). Une exigence d'assurance limitée est moins coûteuse pour les entreprises et correspond mieux à la capacité et à l'aptitude technique actuelle du marché des services d'audit (assurance). L'assurance raisonnable des rapports de durabilité est difficile à ce stade en l'absence de normes d'assurance de durabilité* » (Commission européenne, 2021(2)).

Concernant plus précisément la loi belge, bien qu'il soit subordonné à l'institut des réviseurs d'entreprises, le cabinet d'audit externe est bien distingué du réviseur ou du cabinet de révision inscrite au registre public des réviseurs d'entreprises :

« Le cabinet de révision est la personne morale ou une autre entité, quelle que soit sa forme juridique, autre qu'une personne physique, inscrite au registre public des réviseurs d'entreprises. Le cabinet d'audit est une entité, autre qu'une personne physique, agréée pour exercer dans un autre État membre la

profession de contrôleur légal des comptes au sens de la directive 2006/43/CE » (Moniteur Belge, 2016a).

Or rien jusqu'à présent ne justifie légalement pourquoi l'audit externe relatif au SFDR devrait être l'apanage des cabinets d'audit plutôt que des cabinets de révision. La loi belge du 11 novembre 2017 ne fait qu'intégrer la directive européenne 2014/95/UE. Quant à savoir quel sera l'instrument de contrôle institutionnel des *reportings* relatifs à la SFDR, comme on le lira dans la deuxième partie de ce travail, à ce jour la loi belge n'est pas plus précise.

## 2 CHAPITRE 2: Présentation et analyse des informations récoltées sur le terrain au moyen d'interviews

### 2.1 Méthodologie

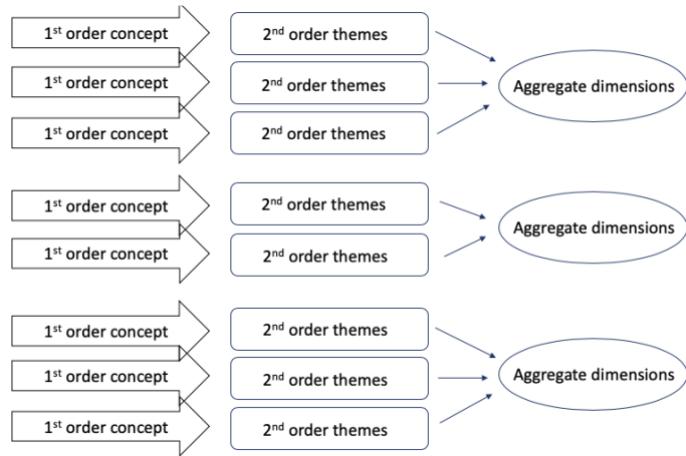
#### 2.1.1 Généralités

Dans le cadre de ce mémoire de recherche appliquée, le but global de la méthode utilisée est d'apporter une contribution d'une enquête de terrain. Mon travail sur les interviews que j'ai effectuées constitue une étude qualitative parce qu'elle peut être définie comme une recherche empirique qui étudie un phénomène contemporain dans son contexte réel (Yin, 1994). Cette méthode a été choisie pour sa faculté à traiter des connexions complexes entre des évènements et leur contexte (Runfola et al., 2017). On a vu en effet que le facteur temps est particulièrement important dans notre cas de l'application d'un nouveau règlement (voire plusieurs) avec les échéances, étapes et retards que cette application induit. L'apparition du SFDR s'est déroulée dans un contexte très changeant, rythmé par l'épisode du COVID 19 et la rétrogradation d'un grand nombre d'« article 9 » en 2022. Ce type d'étude m'a également semblé approprié parce qu'il permet d'évaluer et de croiser diverses sortes de données émanant de sources diverses, notamment des « third parties » qui ne sont pas à proprement parler des cabinets d'audit.

Dans la mesure où, pour la tradition empiriste, la validation et la découverte se constituent mutuellement dans le domaine du management (Locke, K & al., 2016), j'ai suivi la méthodologie Gioia de coding à trois niveaux (Gioia, D., Corley, K. & Hamilton, A., 2012). Enfin, une fois arrivé à la « saturation théorique », c'est-à-dire à la fin du mécanisme de développement des thèmes et concepts du deuxième niveau, le troisième niveau rassemble les interviews déjà rassemblées du deuxième niveau en dimensions agrégées, comme ci-dessous (Tableau 6) (Corley & Gioia, 2004).

Gioia, Corley, et Hamilton (2012) définissent des hypothèses de base. La première hypothèse est que le monde organisationnel est socialement construit. Ainsi, cela permet aux chercheurs de constater les moyens employés par les membres de l'organisation. La deuxième hypothèse déclare que les agents qui créent cette réalité organisationnelle sont des agents compétents. Enfin, la troisième hypothèse suppose que les chercheurs sont compétents, c'est-à-dire qu'ils sont capables de trouver des tendances dans les données et de formuler des concepts en termes théoriques « informants », plutôt que de se baser sur le nombre ou les fréquences d'occurrences.

Figure 2



Il existe différentes méthodes de *coding* (Creswell, 2007). L'*emic coding* utilise des mots qui apparaissent textuellement dans les interviews tandis qu'avec l'*étic coding*, c'est le chercheur qui établit lui-même ses codes. J'ai choisi une méthode de coding hybride. J'ai adopté une approche *emic* dans mon *coding* de premier niveau et puis, pour le deuxième niveau, une approche éthique. Par ailleurs, le *coding* peut être inductif, ou *data-driven*. Ici, comme j'ai utilisé la littérature pour préparer mes questions, le *coding* sera *data-driven*.

### 2.1.2 Élaboration des questions

Les questions posées aux personnes interrogées suivent une méthode semi-ouverte. Cela signifie que, dans la mesure du possible, j'ai tenté de poser les mêmes questions à chaque interview. Toutefois, la diversité des entités auxquelles appartiennent les personnes interrogées m'a conduit à diversifier ces questions. En outre, en fonction de leur caractère semi-ouvert, ce sont les personnes interrogées qui, à mesure de l'avancement des interviews et des sujets adoptés lors de leurs réponses, m'ont mené à poser à chacune d'elles différentes questions. Voir Annexe 10 (questions d'interview)

### 2.1.3 Choix des personnes interrogées

Outre les « big 4 » des cabinets d'audit que sont Deloitte, KPMG, EY et PWC ainsi que de Mazars où j'ai presté mon stage, il m'a paru pertinent d'interroger également des représentants des « third parties » Ethibel et Financité qui ne sont pas à proprement parler des cabinets d'audit. Financité est le principal mouvement reconnu par les autorités belges dont l'objectif consiste à développer la recherche et l'éducation en matière de finance responsable et solidaire. Quant à Ethibel, il s'agit du label international officiellement authentifié par ces mêmes autorités belges. Comme on le verra à l'analyse des interviews, l'ajout de ces deux organismes et la reconnaissance de leurs activités comme faisant partie des audits ont été implicitement acceptés par l'un des big 4.

En outre, il m'a aussi semblé judicieux d'interroger un représentant de l'autorité belge des services et marchés financiers, la FSMA, qui, aux côtés de la Banque Nationale, succède depuis 2011 à l'ancienne Commission bancaire, financière et des assurances pour le contrôle du secteur financier belge. En conséquence, j'ai effectué huit interviews. Par ailleurs, le représentant d'EY a désiré rester anonyme. Les noms, les titres, la durée des entretiens, le nombre de pages et/ou résumés retranscrits des personnes interrogées sont regroupés dans le tableau ci-dessous :

Tableau 6 : *Récapitulatif des personnes interrogées*

Entités	KPMG	Deloitte	EY	PWC	Mazars	Financité	Forum Ethibel	FSMA
Noms Fonctions	Tanguy Legein	Martin Michiels	Anonyme	Anne	Dirk Stagier	Charlaine Provost	Yann Fantoli	Sébastien Wolff
	Exécutive Director, Reviseur d'entreprise	Manager assurance services et Reviseur d'entreprise		Consultante juridique	Reviseur d'entreprise Finance Services	Chargée projet ISR/Liste noire	Research Officer	senior policy officer
Durée interviews	50 min	1h	45 min	40 min	1h	40 min	1h	45 min
Pages/ Résumés /Retranscrits	5	9	7	3	3	6	3	7

#### 2.1.4 Classement des données récoltées

Les données récoltées lors des interviews ont été classées dans un feuillet Excel intitulé «Limites et réussites de la SFDR». Le premier niveau de *coding* est constitué par les extraits d'interviews. Le deuxième niveau de *coding* est composé de deux fois trois parties. Deux fois selon qu'il s'agit de limites ou de réussites de la SFDR (repris par le troisième niveau de *coding*). Trois parties selon qu'il s'agit de :

1° *Pressions mimétiques*, c'est-à-dire la propension à imiter ses pairs ou, à l'inverse, le défaut de cette propension.

2° *Pressions normatives*, c'est-à-dire la tendance ou non à jouer un rôle, par exemple pour éviter le greenwashing ou, à l'inverse, le manque de normes explicites qui définissent les rôles.

3° *Pressions coercitives*, c'est-à-dire la fidélité ou non aux obligations légales, voire le défaut de ces obligations.

Enfin, le troisième niveau de *coding* est constitué de deux parties, l'une située au-dessus en vert correspond aux réussites de la SFDR et l'autre en dessous en rouge correspond aux limites (ou défauts) de la SFDR. Le lecteur trouvera les feuillet Excel aux annexes 8 et 9. La structure générale est résumée par les figures ci-dessous.

Figure 3 : Structure générale du premier feuillet Excel

### Réussites de la SFDR



Figure 4 : Structure générale du premier feuillet Excel

### Limites de la SFDR



## 2.2 Résultats

### 2.2.1 Dimension agrégée : Réussites de la SFDR

#### 2.2.1.1 Pressions mimétiques

Les pressions mimétiques positives sont les suivantes. D'une part, la plupart des cabinets d'audit forment leurs personnels spécialisés en audit extra-financier sur le tas, ce qui leur permet de s'adapter aux changements de la SFDR qui ont eu lieu, aux diverses demandes des clients et à la CRSD qui devrait être appliquée à partir de 2024. D'autre part, leurs personnels sont prêts à changer leurs façons de travailler selon que les autorités compétentes laissent aux soins du marché d'uniformiser les normes européennes ou au contraire adaptent les mêmes politiques partout.

#### 2.2.1.2 Pressions normatives

L'année 2023 semble être un point de bascule favorable à la mise en œuvre de la SFDR. En effet, après le déclassement d'un grand nombre de fonds en 2022 alors que l'on pouvait qualifier n'importe quoi de durable, la FSMA va commencer ses contrôles à la fin de cette année. La SFDR permet de flécher les capitaux et la taxonomie européenne rendue enfin complète permet de définir ce qui est véritablement durable. Par ailleurs, l'objectif de la SFDR comme outil d'une standardisation européenne est enfin précisé de sorte que les autorités de contrôle de différents pays (par exemple la FSMA et l'AMF) se concertent et que les Assets Managers deviennent plus prudents lorsqu'ils qualifient leurs fonds article 9 ou 8. Certains clients demandent s'il est possible aux auditeurs de leur donner une assurance raisonnable notamment en ce qui concerne les 14 PAIs (*Principes adverses impacts*). Nombre d'entre eux demandent au moins une certification ou même une assurance limitée d'un an. Cela montre que l'objectif de transparence des documents grâce à la SFDR a été relativement rempli. La SFDR concerne également les droits humains et le *social « safe »* qui sont enfin définis.

#### 2.2.1.3 Pressions coercives (ou coercitives en bon français)

L'indépendance du client devrait être protégée par une séparation complète des audits financiers et des audits SFDR (on va voir plus loin que ce n'est pourtant pas toujours le cas). La transparence des informations permet enfin à la FSMA de noter un fonds zéro au sens de la taxonomie alors qu'auparavant la documentation n'était que rarement accessible. De même l'AMF, qui est encore plus dure que la FSMA, vient de publier une note d'intention d'interdire les entreprises qui ont des plans d'expansion en énergies fossiles dans les fonds qualifiés article 9. La taxonomie et ses *templates*, les RTS et le DNSH (*Do not significant harm*) considérant les PAIs autorise l'accroissement de ces pressions. Selon une personne que j'ai interrogée, la FSMA ne considérerait comme durables que les articles 9. Toutefois, la FSMA dément cette information. Les auditeurs continuent à séparer leur travail consistant à vérifier si les fonds respectent les informations demandées par la SFDR sans juger de la vérité de ces informations comme le fait la FSMA. Cependant, les auditeurs peuvent dire qu'il manque des informations et lorsque

le client revient avec ces informations, l'auditeur cherche à savoir d'où elles viennent, ce qui est quand même une forme de contrôle du contenu des informations livrées par le client. Les auditeurs contribuent donc à lutter contre le *greenwashing* grâce à la transparence exigée par la SFDR.

## 2.2.2 Dimension agrégée : Limites de la SFDR

### 2.2.2.1 Pressions mimétiques

Certains cabinets d'audit marchent au même rythme que les clients en tentant si possible d'avoir une marge d'avance... ou pas, alors même que le client ne sait pas quoi divulguer dans leurs KPIs. Leur travail demeure alors dépendant du client. En 2022 surtout, les auditeurs attendaient ce que les autres allaient faire. Il en est de même pour les entreprises qui ont alors peur de se lancer jusqu'à se noter article 6 pour ne pas devoir chercher de la documentation. En outre, les gros investisseurs ont les moyens de lire tous les règlements et de se noter une cotation supérieure aux petits investisseurs qui n'ont pas assez d'employés pour faire la même chose.

### 2.2.2.2 Pressions normatives (ou manque de pression normative)

Les auditeurs ne sont pas à l'aise pour savoir s'il s'agit bien d'un article 8 ou 9, ce n'est pas leur travail, de sorte qu'ils se limitent à la transparence des informations. Cependant, chercher la source des informations peut confirmer ou infirmer la qualification article 8 ou 9. Les articles 8 ou 9 ne devraient pas être utilisés comme des labels, mais, bien entendu, il y en a qui mentent. Par ailleurs, la taxonomie se concentre sur les problèmes climatiques et non sur les problèmes sociaux ou de gouvernance. En outre, il n'existe pas de certificat relatif aux audits SFDR en particulier.

Les auditeurs peuvent aussi être en butte au manque de pressions normatives. Primo, certains n'ont pas de stratégie ou du moins pas de stratégie relative à la SFDR de sorte qu'avant même l'audit, un accompagnement du client est nécessaire. Certains auditeurs attendent encore les guidances de la FSMA et l'un se prétend encore incapable d'auditer le « *product level* ». Mais la plupart font fi de ce manque de guidance et travaillent directement à partir des règlements européens. D'autres font l'inverse. D'un autre côté, la FSMA attend la guidance européenne, notamment en ce qui concerne les volets sociaux de la SFDR. Certaines choses comme les émissions de carbone sont quantifiables, mais pas en euros. D'autres choses ne sont pas quantifiables du tout comme les aspects sociaux et de gouvernance de sorte que la norme ISA (3000) n'est pas utilisable dans ces domaines qualitatifs non auditables.

Dans les rapports semi-annuels, il est difficile de vérifier si le fonds continu à suivre les PAIs. Or, cela est bien du ressort des auditeurs et non de la FSMA. Les fonds articles 8 ne sont pas souvent socialement responsables. Par ailleurs, certains fonds sont plus ambitieux que d'autres. Certains ont des prospectus comportant trop de pages pour être lus par le commun des investisseurs et d'autres pas assez de pages pour être assez détaillés.

Il faudrait normaliser une moyenne en cette matière selon la FSMA. Les interprétations nationales de la SFDR ne servent pas à grand-chose notamment parce que certaines banques trichent en émettant des

fonds là où les règles sont plus flexibles comme au Luxembourg. Donc une standardisation européenne est requise, affirme la FSMA. Enfin, la réglementation SFDR avec ses 300 pages est assez indigeste.

### 2.2.2.3 Pressions coercives (ou manque de pression coercive)

Quant à l'indépendance par rapport au client, pour certains auditeurs, comme les *templates* sont mis en annexe des rapports financiers, il y a bien un rapport entre les audits SFDR et les rapports financiers. Certains auditeurs déclarent s'occuper des audits financiers et SFDR d'un même client, mais en changeant les équipes ou de département. D'autres renvoient à la FSMA pour répondre à cette question de l'indépendance par rapport au client ou déclarent ne pas savoir répondre. D'autres encore disent que cela peut évoluer.

D'un point de vue juridique, la vérité des articles 8 et 9 n'a pas d'importance. Si le client voit que le score ESG est proche de zéro pour un article 9, il comprendra qu'il y a un problème et c'est le marché qui décidera. En revanche, certains auditeurs préféreraient plus de précision que celle qui est donnée par l'article 2 para.17 de la SFDR pour la définition de ce qui est durable. Que cet article soit progressivement remplacé par une taxonomie environnementale et puis sociale, car, pour l'instant, il n'y a encore rien sur le travail des enfants dans la partie « *oil and gaz* » de la taxonomie par exemple. Il n'est même pas sûr que ce sera le rôle de la FSMA de vérifier le contenu réel des articles 8 et 9. Ce sera peut-être le rôle de la Banque Nationale, ou on ajoutera un rôle pour les « *Thirds Parties* » comme Ethibel et Financité, ou encore, on laissera faire le marché. Il y a controverse à ce sujet. La FSMA serait en retard pour toutes ces questions, ce qu'elle nie évidemment en arguant qu'elle est elle-même dépendante de décisions politiques. Bref : chacun se renvoie la patate chaude. Il en est de même pour les choses qualitatives non auditables comme celles qui sont relatives au social (voir pressions normatives au point 2.2.2). Enfin, l'analyse d'un fonds serait très difficile parce qu'il n'est pas possible de savoir si quelque chose ne va pas. Il vaut mieux chercher ce qui n'est pas communiqué alors que cela devrait l'être.

### 3 CHAPITRE 3 : Présentation des différents processus d'audit SFDR et tentative d'analyse d'un fonds « durable » controversé

#### 3.1 La diversité des processus d'audit SFDR

Deuxième partie de la réponse à la sous-problématique « Pourquoi les cabinets d'audit ne sont-ils pas prêts à jouer leur rôle dans cette nouvelle pratique qu'est la SFDR ? »

Il est temps à présent de mettre à profit les extraits d'interviews que nous n'avons pas traités dans la partie précédente et que le lecteur pourra trouver en annexe 9 dans le feuillet Excel intitulé « Processus ». Il s'agit des réponses des personnes interrogées à la question : « Comment procédez-vous pour effectuer un audit SFDR ? ». D'une manière générale, l'audit SFDR suit les mêmes phases que tous les audits, à savoir : 1° Une phase de préparation et d'identification ; 2° Une phase d'enquête sur le terrain ; 3° Une phase de conseils avec la remise d'un rapport contenant des recommandations et des informations.

Les différences de l'audit SFDR avec l'audit commun, en particulier l'audit financier, sont les suivants :

1° L'importance primaire accordée à la demande des clients. Par exemple : leurs ambitions en matière de durabilité, si les documents doivent ou non contenir des informations concernant le travail est enfants, ce qu'ils veulent publier dans le document obligatoire concernant leurs engagements, où l'institution financière compte investir de sorte que ces pays-là correspondent aux politiques financières qu'ils déclarent, etc... et, bien entendu, la complétude des informations et documents fournis en fonction des exigences SFDR qu'ils auront eux-mêmes choisis.

2° L'importance secondaire accordée à la méthode de mesure employée par les clients ainsi qu'à leurs contrôles internes des informations ; comment sont-ils sûrs d'avoir toutes les informations ? Quelles procédures ont-ils mises en place pour rassembler ces informations et les vérifier ? Comment les informations sont-elles traitées de A à Z ? Quelles sont les origines des documents rassemblés ? Si la politique de durabilité est complètement comprise dans le prospectus ? Comment les données ESG sont-elles prises en compte ? Si les informations sont cohérentes dans les réponses données aux exigences de la taxonomie.

3° L'importance tertiaire accordée à la vérification des origines des documents rassemblés ; la vérification de la véracité des documents ; l'attention accordée à la « *value chain* », à savoir si les informations sont toujours valables, par exemple si une entreprise change d'activité ; la vérification des chiffres livrés par les clients (notamment pour KPMG) ; vérifier si les entreprises correspondent bien aux critères d'exclusion allégués par le gestionnaire d'actif ; vérifier si les documents fournis sont bien alignés sur la taxonomie.

À la problématique « Pourquoi les cabinets d'audit ne sont-ils pas prêts à jouer leur rôle dans cette nouvelle pratique qu'est la SFDR ? » il est maintenant possible de répondre en résumé :

1° Par manque de pressions mimétiques : chaque cabinet procède à sa manière en fonction du type de ses clients puisque, en fin de compte, c'est le client qui décide.

2° Par manque de pressions normatives, notamment parce que les cabinets d'audit se réfèrent soit directement à l'ESMA, soit à la FSMA qui ne sait pas jusqu'où doit aller la vérification des données livrées par les gestionnaires d'actifs. En particulier, le rôle des « *Third Parties* » n'est pas arrêté alors que les PAIs, le DNSH (*do not significant harm*) et les exigences de la taxonomie européenne rapprochent d'autant plus le rôle des cabinets d'audit des activités d'organisations éthiques comme Ethibel et Financité, notamment en ce qui concerne la composition des fonds.

3° Par manque de pressions coercives, notamment en l'absence de décisions politiques nationales et européennes auxquelles se réfèrent les autorités nationales de contrôle comme la FSMA de sorte que personne ne sait qui doit contrôler quoi, en particulier l'usage des articles 8 et 9 de la SFDR, ni le genre de certification ou d'assurance que peuvent donner les cabinets d'audit à leurs clients, ni les limites de l'indépendance des auditeurs par rapport à leurs clients en fonction de l'effacement progressif constaté de la séparation entre les audits financiers et les audits SFDR.

4° Il en résulte que tout le monde attend la fin de cette année pour être éclairés en fonction du contrôle que devront effectuer les autorités de contrôles, voire 2024-2025 et le début de la CRSD, les décisions politiques à venir ou encore les réactions du marché en fonction des règlements européens.

### 3.2 Tentative de présentation d'un processus d'audit efficient pour la SFDR

Réponse à seconde sous-problématique : quel processus d'audit serait faisable si les cabinets d'audit jouaient leur rôle en matière de SFDR ?

Le présent chapitre se basera principalement sur les réponses des personnes que j'ai interrogées concernant leurs processus d'audit. Le lecteur trouvera ces réponses dans le second feuillet Excel intitulé « Processus » et qui se trouve en annexe 9.

Avant de répondre plus précisément à cette seconde sous-problématique, il est nécessaire de faire les remarques suivantes en fonction des éléments communs aux différents processus d'audit présentés par les personnes interrogées (voir le feuillet Excel « Processus ») ainsi que rappeler la réponse à la première sous-problématique : « Pourquoi les cabinets d'audit ne sont-ils pas prêts à jouer leur rôle dans cette nouvelle pratique qu'est la SFDR ? ».

1° Les cabinets d'audit ne connaissent pas encore bien leur rôle en matière de SFDR à cause de sa nouveauté et des changements passés et futurs qui ont et peuvent encore affecter ce règlement (voir la deuxième partie, en particulier son dernier chapitre ainsi que le premier chapitre de la présente troisième partie).

2° Dans tous les cas, c'est le client, le plus souvent le gestionnaire de fonds, qui décide de l'intensité des recherches à effectuer par le cabinet d'audit (voir le feuillet Excel « Processus » / « Objectif du client », en particulier les lignes 6,7,10,12 et 53 ) et, par conséquent, s'il lui faut un certificat, voire une assurance pour telle ou telle composante de l'audit (voir le feuillet Excel « Limites et réussites de la SFDR », lignes 15, 16, 17, 23, 24, 25 et 48).

3° Quoique la SFDR et la taxonomie constituent un accroissement de la réglementation en matières environnementales, sociales et de gouvernance, personne ne sait encore si cette réglementation va encore s'accroître, notamment quant à sa standardisation européenne ou si, au contraire, les autorités nationales et européennes, et quelles autorités ? - vont laisser les marchés décider de sorte à autoriser les gestionnaires et auditeurs à conserver des imprécisions ou des contradictions dans leurs publications et rapports, d'autant que les opinions sont très diverses à ce sujet (voir le feuillet Excel « Limites et

réussites de la SFDR », lignes 5,12, 31, 32, 44, 66, 68, 73, 74, 77, 80, 86-90, 98-100,103-105,108,114 et115.)

Dans cette mesure, il m'est impossible de présenter un processus d'audit « idéal » de la SFDR. En revanche, il est possible de présenter schématiquement trois sortes de processus d'audit « minimal », « moyen » et « maximal » - selon les désirs des clients et les scénarios suggérés ci-dessus. Comme il est indiqué au point 2°, dans tous ces processus, la première phase consiste à connaître quelle est l'ambition du client, ce qui est « relevant » pour lui, bref : ce qu'il vous demande et désire.

### 3.2.1 Le processus minimal

Si tel est le désir du client, l'auditeur peut lui proposer un processus minimal. Ce processus consiste exclusivement à être conforme au droit. Pour ce faire, dans la mesure où les règles nationales sont plus ou moins flexibles, il est quand même nécessaire de savoir où le client veut émettre son ou ses fonds (Feuillet Excel « Processus », lignes 5, 9, 14 et 15). Ensuite, il convient de l'aider à remplir les *templates*, d'indiquer ses objectifs, ses PAIs, son score ESG et l'article SFDR auquel il prétend. Si le client ment, c'est son affaire et non un défaut du SFDR (ligne 51). Si le client indique que son fonds est article 9 et qu'il n'a qu'1% de score, peu importe, du point de vue du droit. Le client devrait s'en rendre compte et, en fin de compte, c'est le marché qui décide (ligne 50). Si la FSMA dit OK avant la mise sur le marché et que l'auditeur voit qu'il y a un problème, ce dernier va seulement dire à « l'Asset Manager » de faire plus attention la prochaine fois. Mais si la FSMA laisse passer, l'auditeur n'a rien à dire (ligne 53). Il arrive également que le client indique son produit comme relevant de l'article 6 de la SFDR afin d'éviter le travail de recherche et les coûts que demande une classification aux articles 8 ou 9 (ligne 52). C'est son affaire. C'est le marché qui décide en dernière instance.

### 3.2.2 Le processus moyen

Étant donné la relative incertitude des cabinets d'audit quant aux pressions normatives et coercives, malgré quelques différences, le processus moyen est le plus utilisé par les cabinets d'audit. La première phase consiste toujours à interroger le client sur ses objectifs, mais de manière plus précise. Par exemple, faut-il publier dans le KPI des indications sur les émissions de CO2, le travail des enfants, l'économie circulaire, le recyclage des vêtements, etc. afin qu'une feuille de route soit claire en termes d'objectifs jusqu'à trouver des informations confidentielles pour vérifier « s'il y a quelque chose de solide » derrière ces intentions (lignes 8, 11 et 12).

Ensuite : demander au client comment il pratique ces mesures dans toutes les activités composant le fonds (lignes 16-19). Ensuite, rechercher comment le client est sûr d'avoir toutes les informations pertinentes, les vérifie et les traite avant d'arriver dans le *reporting* puis l'auditeur vérifie si les informations que le client dit venir de telle source viennent bien de cette source. L'auditeur commence par une première analyse derrière son pc puis il prépare une liste de question et demande un entretien avec le client ou plusieurs personnes chez le client afin de comprendre le but de ce qu'ils ont fait et de vérifier réellement tout ce qui est mentionné et comment le client transforme ces informations pour les publier clairement. Dans cette mesure, l'auditeur n'effectue pas ses recherches à partir du but déclaré par le client comme dans le processus minimal, mais, à l'inverse, il recherche ce but à partir des documents que le client lui a livrés (lignes 21-29).

L'auditeur examine également quelles, comment le client vérifie les informations en interne, qui les vérifie, selon quelle organisation interne pour d'abord mesurer les informations puis vérifier ces mesures, comment les données sont consolidées et la transparence du fonds (lignes 32-36). Ensuite l'auditeur vérifie lui-même si les chiffres sont corrects et correspondent au jour dit (lignes 37-39).

### 3.2.3 Le processus maximal

Sans perdre de vue que c'est le client qui décide du genre d'audit - Triodos n'est pas Paribas (voir feuillet Xls « Processus », ligne 56), j'entends par processus maximal un audit qui vérifie au maximum la réalité des chiffres et documents livrés par le client. Cela n'entre nullement en contradiction avec la règle selon laquelle l'auditeur n'a pas à juger les décisions du client. En effet, depuis la SFDR, « il y a une demande croissante de la part des clients de faire vérifier leurs informations divulguées » (Feuillet Xls « Limites et réussites de la SFDR, ligne 18). Certains clients demandent aux auditeurs un certificat (16), une assurance limitée (24), voire une assurance raisonnable pour les PAIs (50) ou d'autres indicateurs avec la participation de « *Third Parties* » éthiques comme l'indique la personne que j'ai interrogée chez Deloitte (23). Tous les cabinets d'audit ne sont pas prêts à initier ces vérifications en profondeur (Feuillet « Processus », ligne 54). D'autres, comme on l'a vu au point précédent, en sont plus proches comme, semble-t-il, KPMG (37-40). Bref : certains cabinets d'audit dirigent leurs recherches et vérifications vers le processus qu'emploient des organisations éthiques telles Financité. Pour celle-ci, en effet, son processus est proche de celui que demanderait la taxonomie (55). Bien entendu, il ne s'agit pas d'imiter Financité jusqu'à dresser une liste noire qui, du reste, a précédé l'apparition de la SFDR (42-43). En outre, ce processus maximal paraît difficile à mettre en œuvre notamment pour savoir si les entreprises dans lesquelles le fonds a investi répondent bien aux critères d'exclusion du gestionnaire d'actif (41). Peut-être même est-il impossible de savoir s'il y a un problème lorsqu'on analyse un fonds (Feuillet « Limites et réussites de la SFDR », ligne 108). L'auditeur n'a jamais accès qu'à une partie de l'information de sorte qu'il vaut mieux chercher ce que le gestionnaire ne communique pas (91,109 et feuillet « Processus », ligne 49). Enfin, la participation éventuelle des « *Third Parties* » dont font partie les organisations éthiques n'est pas seulement dépendante des opinions des cabinets d'audit (Feuillet « Limites et réussites de la SFDR », ligne 110), mais surtout de décisions politiques à venir (111-113). Dans cette mesure, la possibilité d'un processus maximal, outre la décision des clients, pourrait aussi bien provenir d'un élargissement des capacités légales des cabinets d'audit que de la légalisation de la participation des « *Third Parties* ». Là encore, il s'agit d'une lutte pour le marché de l'audit.

## 3.3 Remarques finales quant à la diversité des processus

Je voudrais tout d'abord exprimer une remarque préliminaire sur l'indépendance par rapport au client, car, d'après nos entretiens, cette indépendance semble interprétable de sorte qu'elle pourrait être mise en danger (Feuillet « Limites et réussites de la SFDR, lignes 81-85 et 92-95). Enfin, que cela dépende des décisions des clients, des habitudes des cabinets d'audit ou des diverses autorités nationales et internationales, le choix entre ces trois genres de processus dépend comme souvent de l'hégémonie des différents groupes de décideurs selon qu'ils préfèrent laisser faire les lois du marché ou réguler celles-ci. Voilà qui est difficile à prévoir, puisque cette hégémonie dépend quant à elle de la bonne santé des marchés financiers ou de ses crises.

### 3.4 Tentative d'analyse d'un fonds « durable » controversé

BNP PARIBAS EASY ECPI CIRCULAR ECONOMY LEADERS – ISIN LU1953136527

En fonction des chapitres précédents, la tentative suivante d'un fonds durable controversé a été effectuée suivant l'hypothèse d'un processus maximal tel qu'il a été présenté au chapitre précédent (point 3.2.3. de la troisième partie). Bien entendu, cette tentative de processus maximal sera plombée par le manque d'interview des gestionnaires de fonds et du peu de moyens que je possède pour trouver des documents adéquats. J'espère qu'elle contribuera cependant à compléter la réponse donnée à la seconde sous-problématique dans le chapitre précédent.

#### 3.4.1 Les produits durables de BNP Paribas – Fortis

Selon Ersis (2022), en 2021, avec 28 % des parts de marché et 25,6 % pour *Fortis Private Banking*, BNP Paribas était la plus importante banque en Belgique quant aux investissements durables au sens de l'ISR. Il en va de même pour les assurances pension et le nombre de produits labellisés. Toutefois, cette banque occupait la troisième place dans l'offre de produits classés article 9. En ce qui concerne l'évolution du nombre de produits durables, BNP Paribas est passée de 60 en 2016, soit autant que KBC, à 192 en 2021. Quant aux documents publiés par la banque, il faut noter que la page web datant de 2018 et intitulée « *Our social responsibility report* » par bnpParibasFortis.be n'est plus disponible. Les autres documents publiés relatifs aux produits durables de cette banque sont les suivants. En 2023, BNP Paribas entend contribuer à devenir carboneutre, lutter contre la perte de biodiversité, passer à l'économie circulaire et œuvrer pour un monde où chacun a les mêmes chances en avançant avoir investi 43,6 milliards d'euros à cet effet (BNP Paribas Fortis, 2023). Ce document insiste sur les prêts immobiliers verts, les véhicules de déménagement durable tout en affirmant avoir investi en 2021 640 millions d'euros en prêts durables à destination d'autres entreprises et 12,40 milliards d'euros de prêts d'une manière générale.

Un document plus copieux publié par cette banque et relatif à la durabilité au niveau mondial date de 2022 (BNP Paribas, 2022(1)). Quoique son titre comprenne la formule « 2021 report », ce document insiste particulièrement sur des événements survenus en 2022 telles la guerre en Ukraine et l'augmentation subséquente du prix de l'énergie qui leur semble difficile à gérer alors que l'économie mondiale avait rebondi, suite à la crise du covid en 2022. En effet, cette constatation prend à elle seule trois pages sur 37, divisées en deux interviews de hauts responsables. Par ailleurs, ces mêmes responsables citent un nouveau plan intitulé GTS 2025 consistant à consolider leur leadership européen afin d'accélérer la transition écologique en fonction des objectifs de l'ONU. Le tout constitue 10 pages du rapport. Les pages suivantes, consacrées à ce nouveau plan, parlent fort peu de l'économie durable qui est limitée aux critères ESG. Ces critères sont cités deux fois : une première fois dans un schéma et une seconde fois dans un paragraphe consacré à la gestion de la santé mondiale (*wealth management*). Enfin, la SFDR n'est citée nulle part dans le document.

Enfin, le document le plus copieux publié par BNP Paribas (297 pages) et relatif à la durabilité date également de 2022 (BNP Paribas, 2022(2)). Quoique son titre comprenne la formule « *corporate social responsibility* » (la même que le titre du document indisponible de 2018), il concerne expressément un projet relatif aux émissions de carbone, en particulier le CDP (*Carbon disclosure project worldwide*). Présenté sous la forme de questions-réponses, le document est structuré comme suit en fonction de ce qui me paraît important : description de l'organisation interne, nombreux pays sur tous les continents où

la banque est présente, industries dans lesquelles elle investit, gouvernance, mais limitée aux risques climatiques et à ce qui deviendra les PAIS de la SFDR et au calcul des KPI, bonus aux employés au Luxembourg, gestion et calcul des risques financiers et physiques, y compris les risques ESG, opportunités financières climatiques, respect des principes de l'Équateur pour la plupart des projets, données et mesures quantitatives (scores ESG) et informations qualitatives provenant des « *third parties* » (auditeurs), score final ESG intégrant le quantitatif et le qualitatif.

Grandes différences selon les pays, y compris en Europe, lien direct entre les informations données aux clients et les risques climatiques : pas de réponse, insistance sur les risques financiers en fonction d'un maximum et d'un minimum, coûts des réponses aux risques et impacts en fonction des secteurs industriels (32 pages), *Business strategy*, réduction des risques physiques aux risques financiers, alignement sur les 1,5 °C d'augmentation mondiale de la température (accords de Paris de 2015 aujourd'hui dépassés), non investissements dans les compagnies comprenant plus de 10 % d'activités liées au gaz et au pétrole en Antarctique et en Amazonie, projets alignés sur le 0 émission de gaz à effet de serre pour 2050. Buts (estimations), 22 milliards investis dans les fonds pour l'atténuation et l'adaptation des clients relatifs au changement climatique, 23 milliards de prêts.

Réductions des gaz à effet de serre propre au groupe et à ses employés, vérification par les « *Third Parties* » (dont auditeurs) selon l'ISAE 3000, associations commerciales non toujours évalués climatiquement. Question : « Are you able to report a value for the carbon-related assets? ». Réponse : « No, but we plan to assess our portfolio's exposure in the next two years » (173). Pas plus pour le pétrole et le gaz. En revanche, pour le charbon, si et pour leurs propres consommations également. Pourcentage de la valeur du portefeuille composé d'actifs liés au carbone au cours de l'année : 1,3 % pour les prêts, 4,3 % en général.

La biodiversité prise en compte, mais en l'absence d'indicateurs pour les performances (181), 43, 235 milliards de chiffre d'affaires annuel pour la dernière période de *reporting*, allocation marginale d'émission de gaz à effet de serre aux clients, clientèles d'autres entreprises financières pour développer de nouveaux produits et services, dont au moins une est auditee par Deloitte. Forêts et eau : évaluation des risques, portfolios concernant ces risques sauf assurances du moins avant deux ans, identification des impacts pour les affaires de la banque pour les forêts, mais non pour l'eau, pas d'identification des opportunités pour l'eau, quant aux forêts, cela est requis par l'ESG et des informations sont prévues pour fin 2022.

D'une manière générale BNP Paribas Fortis se base encore sur l'ISR et l'ESG. La SFDR n'est citée nulle part. L'ampleur mondiale de la banque peut-elle expliquer cela ? Et, dans ces conditions, classer les fonds de cette banque selon les articles 8 ou 9 de la SFDR a-t-il un sens ? Je tenterai de répondre à ces questions dans le prochain chapitre.

### 3.4.2 Le fonds BNP PARIBAS EASY ECPI CIRCULAR ECONOMY LEADERS – Code ISIN LU1953136527

#### 3.4.2.1 Pourquoi avoir choisi le fonds LU1953136527 ?

J'ai choisi ce fonds pour les raisons suivantes :

1° J'ai constaté que les fonds les plus controversés de BNP Paribas Fortis étaient émis au Luxembourg où les règles écologiques, sociales et de gouvernance sont très flexibles pour les gestionnaires de fonds. Voilà qui s'apparente au genre de tricherie dénoncée par la FSMA (voir point 2.2.1.2. de la deuxième partie). Quoiqu'elle prit assez rapidement une dimension européenne, BNP Paribas Fortis ne posséda aucune banque luxembourgeoise parmi ses ancêtres jusqu'au sauvetage en 2009 de Fortis et, conséquemment, de sa filiale luxembourgeoise BGL suite à la crise financière mondiale de 2008 (BNP Paribas, s.d.).

2° Quoique les documents publiés par BNP Paribas se basent exclusivement sur l'ISR et l'ESG sans nulle part citer la SFDR (voir chapitre précédent), le présent fonds n'est pas moins classé selon les articles 8 & 9 de la SFDR. Or cela me semble ne pas convenir au règlement de la SFDR en Belgique (voir point 2.2.2.3. de la seconde partie). En outre, les différents auditeurs qui ont osé ce classement diffèrent quant à savoir si ce fonds convient à l'article 9 ou à l'article 8. Or, il semble que ce désaccord ne provient pas de la rétrogradation d'un grand nombre de fonds en 2022 puisque l'un de ces auditeurs classe le fonds article 9 en 2023 (voir plus bas au point 3.4.2.7.). Enfin, comment un tel fonds a-t-il pu être classé article 9 ? C'est que, comme son nom l'indique, il est censé être composé d'entreprises et de sous-fonds pratiquant l'économie circulaire, c'est-à-dire qui produisent de manière durable en limitant le gaspillage des ressources et la production des déchets. Tel est donc, en principe, son objectif. Or, comme on l'a vu plus haut au point 1.4. de la première partie, cela s'accorde fort bien à la définition de l'article 9 de la SFDR. Voici donc, une intéressante faille de la SFDR.

4° Suivant les conseils des experts interviewés j'ai choisi un fonds exclusivement d'actions.

Je précise que le présent fonds est un ETF ou « tracker », autrement dit : il réplique les indices boursiers à la hausse comme à la baisse (voir point 1.19.1.2. de la première partie). Il résulte que, en principe, ce type de fonds est moins volatil que les autres. En outre, comme la référence aux indices boursiers est quotidienne, la composition des ETF peut varier.

### 3.4.2.2 Méthode d'analyse du fonds LU1953136527

À défaut d'autres sites comparables et comme la base de données de Financité a été récemment désactivée, j'ai trouvé ce fonds sur le site « Faire fonds » (2022) dont la base de données livre des informations en français, en anglais et en allemand sur des fonds controversés. Cependant, cette dernière base de données a elle aussi été récemment désactivée en anglais et en français, c'est pourquoi son adresse dans la bibliographie se réfère au site en allemand. La désactivation de la base de données de ces différents sites au début de l'année 2023 donne place à diverses interprétations selon l'autorité qui a décidé de cette désactivation : Google ? - il faudrait vérifier avec d'autres navigateurs -, les autorités nationales belges, françaises et anglo-saxonnes ? - puisque la base de données de Fair Fonds est toujours disponible en allemand, ou des groupes de pression influençant ces dernières ? Quant aux motivations présidant à ces désactivations, étant donnée la période durant laquelle se sont effectuées celles-ci, il est fort probable qu'elles ne soient pas étrangères à la protection du marché des audits SFDR. Mais là encore, les raisons peuvent être totalement opposées, soit que le rôle des cabinets d'audit s'élargisse au point de recouvrir des informations livrées par les organisations éthiques, ce qui supposerait une augmentation de la régulation du marché financier et des pressions coercives, soit au contraire parce qu'il est requis de protéger le marché financier contre toutes pressions normatives supplémentaires provenant d'organismes indépendants. Dans ces deux cas, une seule chose est devenue certaine, c'est que les marchés financiers ne sont pas indifférents aux pressions que fournissent les normes environnementales, sociales et de gouvernance pour leurs réputations.

J'ai cherché des documents relatifs à ce fonds et destinés aux investisseurs, que ces documents proviennent de la banque d'émission elle-même ou de sites d'analyse. Ces documents sont les suivants : 1° Le KIID ou KID - *Key Investor Information*, nouvelle appellation, document plus clair et standardisé depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2023 (L'Echo, 2023) et, en français, le DIC ou DICI (Document d'Information Clé pour l'Investisseur). 2° Le prospectus. 3° Le *reporting*, à savoir le rapport annuel, les rapports semi-annuels et les rapports mensuels. 4° Le « *fact sheet* » et plus précisément les « *fund fact sheet* » qui informent sur les engagements du gestionnaire du fonds. Dans ces documents on trouve d'une part le ou les classements SFDR, articles 8 ou 9, d'autre part les données relatives à l'ESG, notamment le ou les scores ESG. 5° Les documents relatifs aux *sub-funds*. 9° Enfin, la composition du fonds. Je n'ai hélas trouvé aucun document exclusivement consacré à l'*active ownership* ni à l'*exclusion policy* mais certaines de ces informations sont comprises dans les documents mentionnés ci-dessus.

### 3.4.2.3 Le KID (ou KIID) et DIC (ou DICI)

Outre leurs présentations, les documents KID et KIID diffèrent quant aux indicateurs de risque : 6 sur 7 pour le KIID et 5 pour le KID. Sans doute diffèrent-il en cela en fonction de leurs dates de publication puisque le document de Paribas non daté est titré *Key Investor Information*, donc KIID (BNP Paribas, s.d.(2)), alors que celui qui est daté de 2023 est titré *Key Information Document*, donc KID (BNP Paribas, 2023). Le KIID et le KID présentent le fonds examiné comme un *subfund* de la sicav BNP Paribas easy dont nous analyserons le prospectus ci-dessous. Mis à part, ces indicateurs de risque, les textes ne diffèrent pas beaucoup et pas du tout quant à ce qui nous concerne. Selon la banque, l'indice suivi par ce fonds ETF ou tracking :

*« is composed of companies related to the opportunities offered by the Circular Economy with positive Environmental, Social and Corporate Governance (ESG) ratings (such as circular supplies, product life extension, recycling, human capital, corporate governance, etc.) »* (BNP Paribas, 2023).

Pour ce qui est de la définition de l'économie circulaire, voir le point 3.4.2.1. de la présente partie. En outre le fonds a comme objectif de réduire les *exposure* au charbon et aux combustibles fossiles non conventionnels (?). Il se base sur l'ESG et le pacte mondial de l'ONU. Sa politique d'exclusion est fondée sur les controverses relatives à l'ESG. Le fonds prend en compte les « *social challenges* ». Enfin, la banque met en garde contre des limitations telles que les risques relatifs aux investissements ESG et aux variations de l'indice. (BNP Paribas, 2023). Il n'est fait aucune mention de la SFDR. Je n'ai pas trouvé de changement signifiant avec la version française, la DIC ou DICI. Reste à savoir pourquoi l'indicateur de risque est moins élevé en 2023.

#### 3.4.2.4 Le prospectus

Les prospectus comprenant le fonds LU1953136527 sont consacrés au fonds BNP Paribas Easy. Ils ont été publiés en français et en anglais. J'ai effectué une comparaison entre le prospectus d'avril 2022 (BNP Paribas Easy, 2022(1)) et celui du 1<sup>er</sup> janvier 2023 (BNP Paribas Easy, 2023(2)). Pour les deux prospectus, le fonds LU1953136527 n'est cité qu'une fois, à la page 61 du prospectus 2022 et à la page 90 du prospectus 2023, comme un élément du "sub-fund" (« compartiment » en français) des fonds *ECPI Circular Economy Leaders*. Le prospectus de 2023 consacre trois pages et demie aux fonds *ECPI Circular Economy Leaders* sur les 727 pages qu'il comprend et autant de pages parmi les 236 que comprend le prospectus de 2022. Ces trois pages et demie sont semblables dans les versions d'avril 2022 et du premier janvier 2023. Dans ces deux versions également, notre fonds LU1953136527 n'est cité qu'une fois au sein des fonds constituant « BNP Paribas Easy ECPI Circular Economy Leaders » (BNP Paribas Easy, 2023(1)/90). Ce dernier est accompagné d'informations sur ce qu'est l'économie circulaire :

« Dans un univers de recherche, ECPI sélectionne les titres en fonction de la définition suivante des Modèles d'affaires circulaires et qui ont une notation ESG positive selon la recherche ECPI, regroupés en cinq thèmes (ou sous-groupes) :

- Chaînes d'approvisionnement circulaires : énergie renouvelable, matériau bio ou 100 % recyclable  
Secteurs industriels : production/équipements d'énergie renouvelable, biocarburants, etc.
- Récupération des ressources : récupération de ressources/d'énergie réutilisable à partir de produits ou de sous-produits mis au rebut.

Secteurs industriels : gestion des déchets, services et équipements environnementaux

- Extension de la durée de vie des produits : prolongement du cycle de vie des produits et des composants à travers la réparation, la mise à niveau et la revente.

Secteurs industriels : vêtements et produits textiles, automobiles, matériaux de construction, etc.

- Plateformes de partage : permettre d'accroître le taux d'utilisation des produits en rendant possible l'utilisation/l'accès/la propriété partagée.

Secteurs industriels : technologie, services partagés

- Produits « as a Service » : offrir un accès aux produits tout en conservant la propriété pour internaliser les avantages de la productivité des ressources circulaires.

Secteurs industrielles : technologie, biens de détail partagés. »

Les considérations suivantes rejoignent les critères ESG et certaines exclusions :

« (...) remplir les critères suivants :

- Avoir une note ESG positive ( $\geq E+$ ) telle que définie par la notation ESG ECPI. »

Cette notation sera examinée un peu plus loin au point 3.4.2.6.

« Les sociétés impliquées dans des violations systématiques du Pacte mondial des Nations unies obtiennent une note ESG négative. (...)

- ne pas être impliqué dans la production d'armes ;
- ne pas générer plus d'un certain pourcentage de ses revenus à partir de la production de tabac, de produits contenant du tabac ou de la vente en gros de ces produits ;
- les sociétés impliquées dans l'extraction de charbon thermique ou dans l'extraction non conventionnelle de pétrole et de gaz sont exclues dès lors que leurs revenus générés à partir de ces activités dépassent un certain pourcentage. »

Rappelons que selon l'article 3 de la SFDR, l'investissement dans la production de tabac ou de charbon thermique est d'office considéré comme non durable et classé article 6. Suit cet avertissement :

« Le produit n'est pas sponsorisé, cautionné, vendu ou promu par ECPI, qui ne prend aucun engagement ni ne donne de garantie, explicite ou implicite, ou décline toute responsabilité quant à l'exactitude ou au caractère exhaustif des documents décrivant ce produit (...) »

Il est à remarquer que, contrairement à la plupart des autres fonds présentés dans le livre II du prospectus, les pages consacrées à BNP Paribas Easy ECPI Circular Economy Leaders dans la version de 2023 ne font aucune référence aux engagements pris à l'annexe 5 du livre I ni au livre III qui sont présentés ci-dessous.

La différence de pages entre les versions de 2022 et 2023 s'explique par l'addition en 2023 d'un livre III constitué en annexe selon une structure questions-réponses et entièrement consacré aux « *informations précontractuelles publiées pour les produits financiers visés à l'Article 8, paragraphes 1, 2 et 2a, du Règlement SFDR et à l'Article 6, premier paragraphe, du Règlement européen sur la taxonomie, ainsi qu'à l'Article 9, paragraphes 1 à 4a, du Règlement SFDR et à l'Article 5, premier paragraphe, du Règlement européen sur la taxonomie.* » En avril 2022, l'*ECPI Circular Economy Leaders* et le fonds LU1953136527 ont été classés article 9 alors qu'en janvier 2023, ils ont été déclassés article 8, participant ainsi au grand nombre de déclassements de fonds effectués en 2022 (voir points 1.18. de la première partie). Mis à part cette addition du livre III, les trois pages et demie qui concernent le fonds LU1953136527 dans les versions d'avril 2022 et de janvier 2023 sont rigoureusement identiques. En revanche, le nombre de fonds classés article 8 et 9 diffère de beaucoup : en avril 2022, on comptait 16 fonds article 9, 23 fonds article 8 et 4 fonds article 8 ou 9 selon Bloomberg ; en janvier 2023, on compte un seul fonds article 9, 42 fonds article 8 et 4 fonds article 8 ou 9. Si l'on compte bien,

15 fonds ont été déclassés article 8 en 2023, trois fonds article 8 ont été ajoutés au même moment, quant aux fonds article 8 ou 9, ce sont les 4 mêmes dans les deux versions.

Ces changements ont été annoncés dans une notice en anglais destinée aux actionnaires et publiée le 30 décembre 2022 (BNP Paribas, 2022(2)). Toutefois, cette notice annonce non pas 15, mais 19 fonds déclassés. Ces 4 fonds supplémentaires annoncés article 8 le 30 décembre 2022, ne sont autres que ceux qui étaient classés article 8 ou 9 non seulement dans le prospectus d'avril 2022, mais aussi deux jours plus tard que la publication de la notice, à savoir dans le prospectus du premier janvier 2023/page4, alors même que cette notice déclare : « *We hereby inform you of the following changes that will enter into force on the 1st of January 2023 and which will be reflected in the next version of the Prospectus dated January 2023.* » Sachant qu'en français le « ou » peut être soit exclusif (l'un ou l'autre, mais pas les deux), soit inclusif (ce qui est parfois noté et/ou pour éviter toute ambiguïté), cette partie de l'information de la notice du 30 décembre 2022 destinée aux actionnaires est donc fausse ou du moins incohérente si l'on considère le « or » de « article 8 ou/or 9 » du prospectus anglophone (2023(2)) comme exclusif, ce qui est le plus souvent le cas en anglais. En revanche, elle est cohérente si cet « or » est inclusif comme on le traduit le plus souvent en français.

En conséquence, je le demande : un cabinet d'audit doit-il relever ce genre de subtilité sémantique d'autant qu'elle peut conduire à discriminer le client selon qu'il soit anglophone ou francophone ? Je n'ai malheureusement pas trouvé l'équivalent de la notice en français. L'incohérence sémantique observée ci-dessus pourrait donc aussi bien s'expliquer par un changement de l'indice entre le 30 décembre 2022 et le premier janvier 2023. Je n'ai hélas pas trouvé de document confirmant cette hypothèse. En revanche, il est plus probable que cette légère incohérence provienne d'un changement d'Asset Manager. En effet, le fonds Energy & Metals Enhanced Roll a non seulement changé d'Asset Manager le 5 janvier 2023, mais a aussi été déclassé article 6 à cette même date (BNP Paribas Asset Management, 2023(1)) de même que Markit iBoxx Global Corporates Liquid 150 Capped (USD Hedged) (BNP Asset Management, 2023(3)) et EPRA/Nareit Developed Europe (BNP Asset Management, 2023(4)), mais non pour le « *fund manager* » de EPRA/Nareit Eurozone Capped (BNP Paribas Asset Management, 2023(2)) qui a pourtant aussi été déclassé article 6 à cette même date du 5 janvier 2023. Tous ces fonds semblent avoir été audités par Morningstar qui prévient :

« *The information (...) is not warranted to be accurate, complete or timely. Neither Morningstar nor its content providers are responsible for any damages or losses arising from any use of this information. Past performance is no guarantee of future results.* »

Cette prévention demeure pourtant inexistante pour Energy & Metals Enhanced Roll. Les caractéristiques environnementales concernant l'empreinte carbone EPRA/Nareit Eurozone Capped sont toutefois expressément dévolues à BNPP AM, mais, comme on l'a vu plus haut, ce fonds dépend d'un autre manager depuis bien plus longtemps, à savoir 2017. Il en résulte que, selon toute probabilité, cet accro sémantique ainsi que le rapide déclassement de ces fonds à partir du 5 janvier 2023 peuvent partiellement provenir d'un changement d'Asset Manager. Par ailleurs, outre les changements opérés par tous les gestionnaires d'actifs à la charnière de 2023, il faut constater que les présents fonds sont tous émis en France, dont l'autorité compétente, l'ESMA, est connue pour sa sévérité. Toutefois, l'observation la plus éclairante, c'est qu'au début 2022, tous ces fonds étaient audités non pas par Morningstar, mais par Sustalytics (Morningstar, 2022(2)(3)(4)&(5)). On peut donc faire raisonnablement l'hypothèse que l'ambiguïté sémantique observée constitue un symptôme indiquant que le déclassement de ces fonds article 8, puis article 8 ou 9 et enfin article 6, ne provient pas seulement d'un changement d'Asset Manager, mais également de cabinet d'audit. Il en résulte que, quoique les cabinets d'audit ne puissent porter de jugement sur les classements SFDR, on peut faire l'hypothèse

qu'ils ont une grande influence sur ces classements, voire qu'ils sont peu ou prou liés avec certains Asset Managers. En effet, comme l'a précisé la personne de PWC que j'ai interrogée, certains gestionnaires de fonds préfèrent classifier leurs produits article 6 afin d'éviter le travail de documentation et ses coûts nécessaires pour les classifier article 8 ou 9 (voir point 2.2.2.1. de la deuxième partie).

Pour en revenir à notre fonds, dans le livre I des deux versions du prospectus relatif à BNP Paribas Easy (BNP Paribas Easy, 2022(1) et BNP Paribas Easy, 2023(1)), les informations d'ordre extra-financier concernant la SFDR et l'ESG commencent à la même page 17 sous le titre général : « *Politique, objectifs, restrictions et techniques d'investissement* ». Toutefois, dans la version d'avril 2022, suite à un paragraphe consacré aux recours collectifs, les politiques et engagements concernant les investissements durables ne prennent que trois quarts de page sous le titre « *Intégration des critères ESG* » et les sous-titres « *Classification SFDR* » qui reprend les définitions des articles 8 et 9 ainsi que « *Intégration des risques liés à la durabilité dans le processus d'investissement des Compartiments concernés* » qui explique la méthode de gestion des « *risques liés à la durabilité* » permettant de constituer un « *indice durable (ou ESG)* » basé sur un « *cadre de notation ESG interne* », une « *liste d'exclusion des sociétés que nous considérons comme étant en violation des principes du Pacte mondial des Nations Unies* » et « *des Principes directeurs des Nations unies relatifs aux entreprises et aux droits de l'homme ou des Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales* » (je souligne N.D.R.).

En revanche, le premier janvier 2023, ces mêmes politiques et engagements qui concernent les investissements durables » comprennent quatre pages et demie divisées en six sous-titres : 1° *Informations extra-financières*, parmi lesquelles on trouve les deux mêmes paragraphes qu'en 2022 : « *Classification SFDR* » et « *Intégration des risques liés à la durabilité dans le processus d'investissement des Compartiments concernés* ». 2° « *Cadre de notation ESG* », où il est expliqué que chaque émetteur commence avec un score de base de 50 et reçoit ensuite un score positif ou négatif selon qu'il est plus ou moins performant que la moyenne de ses pairs dans le même secteur. Il convient de savoir qu'il y a autant de méthodes de calcul du score ESG que d'organismes de scoring, ce qui entraîne de larges disparités. La méthode utilisée par BNP Paribas se rapproche de celle qui est employée par Refinitiv qui tient compte des controverses médiatiques et des émissions carbone (Pierard, A., 2020). Pour ce qui est des évaluations qualitatives qui posent un problème d'auditabilité (voir points 2.2.2.2. et 2.2.2.3. de la deuxième partie), la banque dit tenir compte des implications pour le changement climatique sans précision supplémentaire. Le score final combine les scores quantitatifs et qualitatifs.

Le point suivant : 3° « *Investissements durables selon le Règlement SFDR* » Un investissement est considéré comme durable lorsque la société concernée le seuil d'au moins un des critères énumérés ci-dessous et ne nuit à aucun autre objectif (DNSH et PAIs). BNP Paribas rappelle la définition donnée dans l'article 2 par 17 du Règlement 2019/2088 du Parlement européen et du conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (Union européenne, 2019). Cependant, cette définition comporte des interprétations fortement différentes (Redon, N., 2022). C'est pourquoi nous avons pu déclarer plus haut qu'il n'y avait pas de définition européenne de ce qui est durable. Les critères suivants sont en outre spécifiques à la banque : 1. Si plus de 20 % de son chiffre d'affaires est conforme au Règlement européen sur la taxonomie. 2. Si plus de 20 % de son chiffre d'affaires est conforme aux Objectifs de développement durable des Nations-Unies et moins de 20 % de son chiffre d'affaires est désaligné par rapport à ceux-ci. 3. Si « une société d'un secteur à fortes émissions de gaz à effet de serre fait évoluer son modèle afin de s'aligner sur l'objectif de maintien de la hausse de température mondiale en dessous de 1,5 °C ». Rien n'est indiqué sur l'importance de cette évolution. 4. « Une société qui applique les meilleures pratiques

environnementales ou sociales par rapport à ses pairs dans le secteur et la région géographique concernés. ». Il s'agit de l'approche controversé « best in class » diminuée par la présence d'un critère géographique (voir point 1.9. de la première partie).

4° « *Investissements conformes au Règlement européen sur la taxonomie* ». Outre une succincte présentation notamment des six objectifs de la taxonomie, ce point contient les critères à la base de cette taxonomie. Or ceux-ci sont (encore ?) inexistant. C'est sans doute pourquoi BNP Paribas prévient :

*« Néanmoins, les données d'alignement sur le Règlement européen sur la taxonomie ne sont pas encore largement communiquées ou publiées et les activités de certains émetteurs nécessitent une analyse fondamentale supplémentaire pour être prises en compte et ne sont donc pas intégrées par les données de taxonomie que nous utilisons. BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT améliore actuellement sa collecte de données d'alignement sur le Règlement européen sur la taxonomie pour garantir l'exactitude et l'adéquation de sa publication d'informations en matière de durabilité dans le cadre du Règlement européen sur la taxonomie. Des mises à jour ultérieures du prospectus seront effectuées en conséquence. »* (BNP PARIBAS Asset Management, 2023 (1)).

5° « *Transparence concernant les incidences négatives sur la durabilité* » (PAIs) sous lequel on trouve les « *indicateurs obligatoires applicables aux entreprises* », les « *indicateurs volontaires applicables aux entreprises* » et les « *Indicateurs obligatoires applicables aux actifs souverains* ».

6° Enfin, les quatre pages et demie sont conclues par un court paragraphe sur les « *Limites méthodologiques* » qui concernent particulièrement les critères ESG puisque, comme il est indiqué plus haut, il existe un grand nombre de méthodes de calcul des scores ESG.

Enfin, le livre III exclusif à la version de 2023 et présentée en annexe, est constitué de modèles d'informations précontractuelles (*templates*) publiées pour les produits financiers visés à l'Article 8, paragraphes 1, 2 et 2a, du Règlement SFDR et à l'Article 6, premier paragraphe, du Règlement européen sur la taxonomie, ainsi qu'à l'Article 9, paragraphes 1 à 4a, du Règlement SFDR et à l'Article 5, premier paragraphe, du Règlement européen sur la taxonomie (BNP Paribas Easy, 2023(1)).

### 3.4.2.5 Les rapports (reporting)

#### 3.4.2.5.1 Le Rapport annuel du 31/12/2022

Notre fonds ECPI Easy Circular Economy Leaders est mentionné aux pages 88 et 89 de ce rapport annuel. Ces pages exposent la composition du fonds (voir ci-dessous au point 3.4.2.8 du présent chapitre). J'ai toutefois été étonné de constater qu'à la table des matières de ce rapport, la page 88 ne correspond pas au fonds ECPI Easy Circular Economy Leaders (LU1953136527), mais au fonds ECPI Circular Economy Leaders qui possède un autre code ISIN, à savoir LU1953136790 et qui est mentionné aux pages 17, 26, 232-233 et 254, mais non aux pages 88-89 du document. Par ailleurs, ce rapport annuel est intitulé BNP Paribas Easy SICAV alors que notre fonds LU1953136527 n'est pas une SICAV, mais un ETF depuis le 24/4/2019 (Sicavonline, 2023). Il existe en effet des différences entre les SICAV et

les ETF. L'achat d'une SICAV se fait directement auprès du gestionnaire du fond. Quand le fond est acheté en bourse, on ne peut effectuer qu'une seule transaction par jour, qui se réalisera au cours de clôture de la journée. En revanche, les ETF permettent de créer des parts de fonds tout au long de la journée et sont donc cotés en continu. En outre, les SICAV et les ETF suivent les indices boursiers. Mais tandis que le gestionnaire d'une SICAV va tenter de faire mieux que l'indice, le gestionnaire d'une ETF se contente de suivre l'indice de référence de manière automatisée. Enfin, du fait de leur comportement passif nécessitant moins de gestion humaine, les ETF ont des coûts bien moindres que les SICAV. De plus ces derniers ne se sont pas encore affranchis de certains frais tels que les droits d'entrée ou les frais courants (Tanguy, C., 2015). Enfin, ce rapport annuel est accompagné d'un rapport d'audit effectué par PWC aux pages 11 à 15, concernant le rapport financier, mais non l'annexe extra-financière dont le contenu n'apporte rien de nouveau et qui demeure non auditée. Reste qu'un audit n'évite pas nécessairement les erreurs que j'ai relevées ci-dessus.

#### 3.4.2.5.2 Le Rapport semi-annuel du 30/06/2022

À l'exception des numéros de pages, ce rapport semi-annuel présente les mêmes erreurs que le rapport annuel 2022. En revanche, la composition du fonds diffère avec 28 entreprises américaines au lieu de 26 (Trane technologies PLC & Nextera Energy Inc ont été retirées entre le 30/06 et le 31/12/2022), 5 entreprises françaises au lieu de 8 ( Essilorluxottica, LVMH & Thomson Reuters Corp ont été ajoutées entre le 30/06 et le 31/12/2022) et 6 entreprises japonaises au lieu de 5 (Honda Motors Co Limited a disparu de la liste entre le 30/06 et le 31/12/2022). Le nombre d'entreprises constituant le fonds demeure le même malgré ces changements. En revanche, il n'est plus fait mention de la finance durable ou de la SFDR ni d'un audit effectué par PWC (BNP Paribas SICAV, 2022).

#### 3.4.2.5.3 Le Rapport mensuel ou *Fund Factsheet* du 31/03/2023

Contrairement aux rapports précédents, celui-ci fait référence à l'ISIN LU1953136527. Ce court document indique les principales entreprises qui composent le fonds ainsi que leurs pays d'origine et leurs secteurs. Il classe le fonds article 8 de la SFDR. Il indique également la méthode de calcul du score ESG tel qu'il est décrit dans le prospectus de la même année. Il ajoute cependant que :

« La contribution environnementale (E) regroupe entre autres le rapport au changement climatique, la gestion du risque environnemental et l'utilisation des ressources naturelles. La contribution sociale (S) prend en compte entre autres la gestion des ressources humaines, la qualité du dialogue social et le respect de la diversité. La contribution de gouvernance (G) s'appuie entre autres sur la transparence sur la rémunération des dirigeants, la lutte contre la corruption et l'égalité homme femme. » (BNP Paribas Asset Management, 2023(5))

Ce qui me paraît en retrait du prospectus du premier janvier 2023. Enfin, il n'est fait aucune mention de notre fonds dans le rapport sustainability de 2022 (BNP Paribas Asset Management, 2022(2)).

### 3.4.2.6 Scores et documents ESG et extra financiers

Le prospectus du premier janvier 2023 a précisé quelle était la méthode de calcul des scores ESG pour BNP Paribas Easy. Je vais maintenant m'atteler à montrer leurs applications pour notre fonds LU1953136527. Un premier document de 2023 publié par Morningstar estime que la « contribution de durabilité de l'Entreprise » atteint 100 % (Morningstar, 2023(1)). Cette cote est expliquée comme suit :

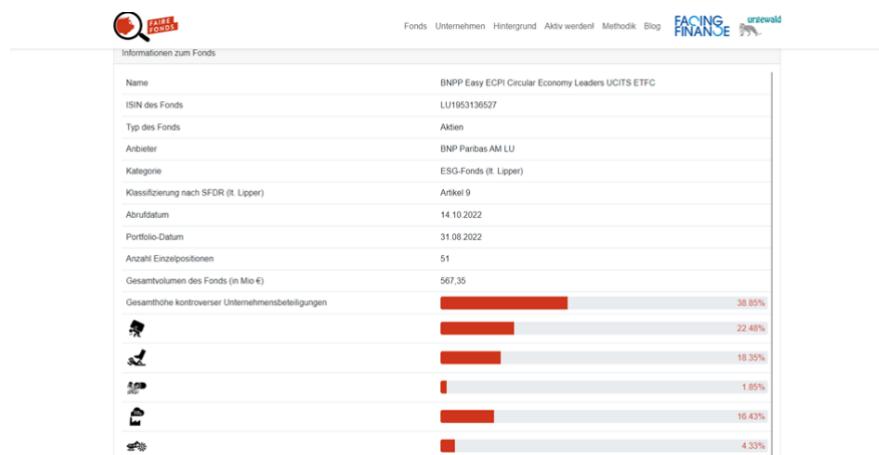
« La note de la durabilité de Morningstar (Morningstar Sustainability Rating) mesure la manière dont les sociétés en portefeuille gèrent les risques ESG par rapport aux portefeuilles de la catégorie correspondante. Le score historique moyen (Morningstar Historical Sustainability Score) est la moyenne pondérée au cours des 12 derniers mois de la note de durabilité attribuée par Morningstar. Les scores historiques de portefeuille ne sont pas équipondérés. Les portefeuilles les plus récents ont une pondération plus élevée que les portefeuilles plus anciens. Sur la base du score historique moyen, les fonds se voient attribuer un classement absolu et relatif au sein de leur catégorie Morningstar. La note de durabilité Morningstar d'un fonds est liée à la distribution normale de son score et de son classement par rapport à sa catégorie. Une note élevée signifie qu'un fonds a, en moyenne, plus d'actifs investis dans des entreprises qui présentent un risque ESG faible, tel que défini par Sustainalytics. »

Cette explication me semble peu claire. C'est pourquoi je vais tenter de l'élucider à partir d'un document Morningstar datant (quand même) de 2016. La cote de durabilité est figurée par un certain nombre de globes. Ici, le fonds a droit à cinq globes, c'est-à-dire le maximum. Cette figure correspond à la deuxième étape de la notation (rating) ESG : l'attribution d'une note par rapport à la catégorie du fonds avec la graduation suivante : faible, inférieur à la moyenne, égal à la moyenne, supérieure à la moyenne et élevé. La note finale est exprimée sous forme d'un nombre de globes (de 1 à 5) avec 5 globes pour les fonds les mieux notés (Morningstar, 2016). Ces catégories ont récemment été arrêtées le 5 mai 2023 relèvent et du pays d'émission, du secteur, de la taille de capitalisation, si c'est un fonds « écologie », etc.(Morningstar, 2023(2)). Notre fonds fait partie de la catégorie Sicavonline "Actions Internationales Grandes Caps » (BNP Paribas Easy, 2023(2)), plus exactement aux "Actions Internationales Grandes Caps mixte » (Les Echos Investir, s.d.) qui comprend des fonds extrêmement variés et non comparables en termes de durabilité (Sicavonline, 2023(2)). Dans cette mesure, il n'est pas étonnant que notre fonds LU1953136527 reçoive une cote de durabilité de cinq globes et une contribution à la durabilité de 100 %. Quant à son score de durabilité basé sur les risques ESG, il est plus moyen : 18,28 / 50 (Morningstar, 2023(1)). Les autres documents vont dans le même sens (Trackingside, 2023), notamment avec un score de risque carbone de 7,38/100 (Finanzen.net, 2023). Toutefois, j'ai trouvé un rapport extra financier de 2021 indiquant un score ESG de 63,60/100 et une contribution ESG de + 6,17 pour l'environnement, + 5,28 pour le social et 2,15 pour la gouvernance, ainsi qu'un impact carbone de 103,1 tonnes contre 66,6 de référence, qui sont des chiffres bien inférieurs à ceux de 2023.

### 3.4.2.7 Articles 8 ou 9 ?

Étant donnée, la définition donnée par l'UE de l'article 9 comme comprenant des investissements dont l'objectif consiste en un développement durable (voir point 1.3 de la première partie) et comme l'économie circulaire (voir point 3.4.2) fait en effet partie de ces objectifs, il n'est pas étonnant que notre fonds BNP Paribas Easy ECPI Circular Economy Leaders - ISIN LU1953136527 ait été classé article 9 en 2022. Toutefois, ce même fonds a été rétrogradé de l'article 9 à l'article 8 au début de l'année 2023. Diverses raisons sont possibles : soit une ou plusieurs entreprises dans lesquelles investit ce fonds n'effectuent aucune économie circulaire, soit elles le font, mais en désavantageant d'autres activités reconnues comme durables et, par conséquent, violent le principe DNSH.

La démonstration de cette rétrogradation ne s'est pas faite sans mal. En effet, j'ai indiqué plus haut que la base de données de Faire Fonds avait disparu début 2023 sauf en langue allemande. En outre la classification par Faire Fonds de LU1953136527 comme article 9 selon Lipper en 2022 a elle aussi disparu. J'avais cependant enregistré le fichier concerné dès 2022, mais, bien entendu, ce téléchargement ne montre pas l'adresse en ligne. Toutefois, le lecteur en trouvera une capture d'écran ci-dessous :



Le fonds LU1953136527 est aujourd'hui absent de la liste publiée par le site Faire Fonds. Néanmoins, et c'est assez étonnant, sous son ancienne adresse (Faire Fonds, 2022) il réapparaît en tant que « ISINs weiterer Anteilsklassen » (ISIN des autres classes d'action) du fonds BNPP Easy ECPI Circular Economy Leaders Track Cl C – ISIN LU1953136790 qui est, quant à lui, classé article 8. J'ai envoyé un courriel à Lipper qui a classifié notre fonds afin d'avoir plus de précisions, mais sans suite. Il convient également de noter que l'Asset Manager s'occupant de ces fonds a changé depuis le premier mai 2023 (BNP Paribas Asset Management, 2023(6)). Contrairement à la liste de Faire Fonds, l'ISIN LU1953136527 n'a pas disparu sur les documents datés de 2023. Dans deux de ces documents, il est classé article 8 (Paribas Asset Management, 2023(6)) et, dans un de ces deux documents, chose étonnante, il change de nom pour BNPP Easy ECPI Circ EcoLead UE EUR Acc (Quantalys, 2023). Les autres documents omettent prudemment de classer LU1953136527 selon les articles 8 ou 9 de la SFDR. Ces curiosités témoignent, je pense, du forcing opéré par les gestionnaires, auditeurs et même les organisations éthiques depuis début 2023 dans la mesure où des contrôles seront certainement effectués à la fin de cette année par les autorités nationales (ou réviseurs) ou européennes compétentes.

Je n'ai trouvé ni *Active ownership* ni *Exclusion policy* en dehors des documents déjà mentionnés.

### 3.4.2.8 Composition du fonds

Pour des raisons compréhensibles de longueur de ce travail et parce que je pense que ces exemples devraient suffire, je me limiterai ici à 7 des 19 entreprises controversées par Faire Fonds en 2022 lorsque LU1953136527 était encore classé article 9 par Lipper. Pour les raisons techniques que j'ai expliquées plus haut, je me vois contraint de les rappeler ainsi que leurs motivations dans le corps du texte.

Fonds: Unternehmen: Hintergrund: Aktiv werden! Methodik: Blog: FACING FINANCE urwald				
ISIN	Einzelposition im Fonds	Unternehmen	Konflikte	Gewichtung im Fonds
US0091581069	Air Products and Chemicals Inc ORD	Air Products And Chemicals Inc		2.09%
DE0005190000	Bayernische Motoren Werke AG ORD	Bayernische Motoren Werke Aktiengesellschaft (BMW)		1.92%
US1491231015	Caterpillar Inc ORD	Caterpillar Inc		2.04%
US17275R1023	Cisco Systems Inc ORD	Cisco Systems Inc		2.00%
US1912161007	Coca-Cola Co ORD	Coca-Cola Co		1.90%
IE0001827041	CRH PLC ORD	CRH plc		2.08%
JP3481800005	Dakin Industries Ltd ORD	Dakin Industries, Ltd		2.13%
FR00000120644	Danone SA ORD	Danone SA		1.90%
US3453708600	Ford Motor Co ORD	Ford Motor Company		2.61%
FR00000121485	Kering SA ORD	Kering SA		1.96%
FR00000121014	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE ORD	LVMH Moet Hennessy - Louis Vuitton		2.07%
NL0009434992	LyondellBasell Industries NV ORD	LyondellBasell Industries		1.85%
JP3898400001	Mitsubishi Corp ORD	Mitsubishi Corp		2.24%
US655339F1012	NextEra Energy Inc ORD	NextEra Energy Inc		2.04%

Fonds: Unternehmen: Hintergrund: Aktiv werden! Methodik: Blog: FACING FINANCE urwald				
FR00000121014	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE ORD	LVMH Moet Hennessy - Louis Vuitton		2.07%
NL0009434992	LyondellBasell Industries NV ORD	LyondellBasell Industries		1.85%
JP3898400001	Mitsubishi Corp ORD	Mitsubishi Corp		2.24%
US655339F1012	NextEra Energy Inc ORD	NextEra Energy Inc		2.04%
US6541061033	Nike Inc ORD	Nike		1.96%
US87612E1054	Target Corp ORD	Target		2.12%
US8825081040	Texas Instruments Inc ORD	Texas Instruments		2.08%
US8725401090	T.J.X. Companies Inc ORD	The T.J.X. Companies		2.07%
US9182041080	V.F. Corp ORD	V.F. Corp		1.79%

Diese Webseite und Datenbank dienen nicht der Empfehlung für oder gegen ein Produkt, sondern stellen Informationen über bestimmte kontroverse Beteiligungen von Investmentfonds zur Verfügung. Die Entscheidung über den Abschluss oder die Auflösung eines Vertrags bleibt bei Ihnen. Sie sollten sich daher zu den Kosten, den Chancen sowie den Risiken eines Produktes genau erkundigen.

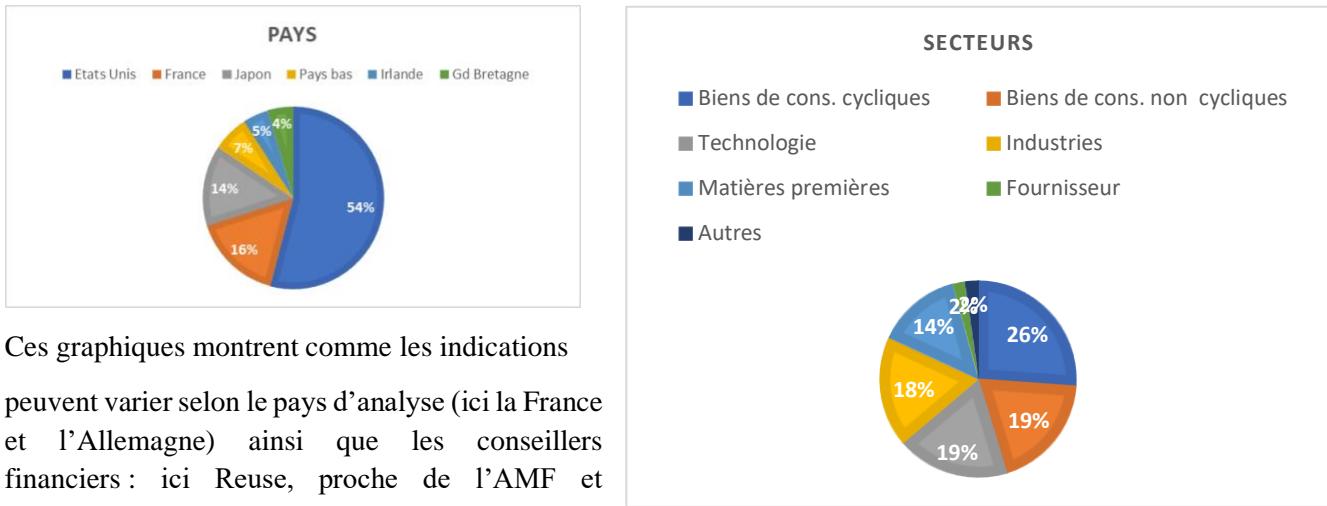
Wir möchten auch noch einmal darauf hinweisen, dass insbesondere Fonds, deren Belastung mit 0% angegeben ist, dennoch in kontroverse Unternehmen investiert sein können, da unsere Quellen derzeit nicht abdecken.

Außerdem: Die Zusammensetzung der Fonds kann sich seit unserer letzten Aktualisierung verändert haben. Bitte beachten Sie dazu das jeweilige Portfolio-Datum!

Und schließlich: Wenn Sie eine Frage oder eine Anmerkung zu einer der aufgeführten Portfolio-Positionen haben, wenden Sie sich bitte an [info@faire-fonds.info](mailto:info@faire-fonds.info), gerne überprüfen wir diese dann!

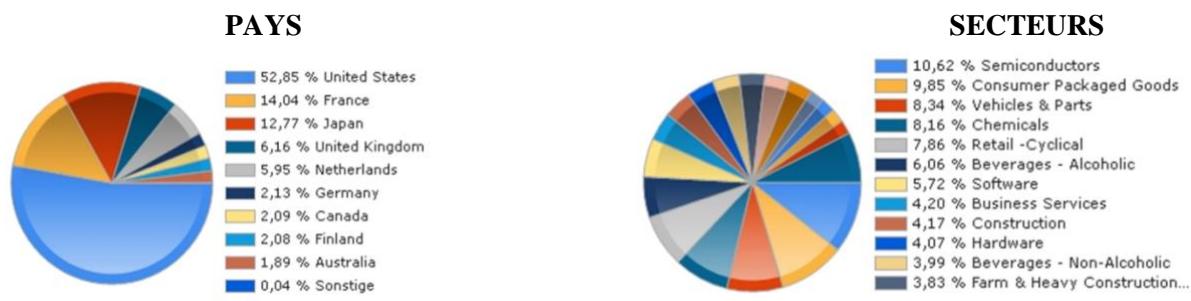
Parmi ces 19 entreprises controversées en 2022, trois ont disparu avant le 18 avril 2023. Il s'agit de Bayerische Motoren Werke AG ORD (BMW), LyondellBasell Industries NV ORD et Mitsubishi Corp ORD (Cbonds, 2023). Mais avant d'examiner plus précisément 7 entreprises sur les 16 restantes, il n'est pas intéressant de constater les différentes interprétations concernant les secteurs et les pays où a investi LU1953136527 sans le confondre avec son petit frère LU1953136790.

*Graphiques 2 et 3 : Situation en mai 2023 selon JustETF (2023)*



Ces graphiques montrent comme les indications peuvent varier selon le pays d'analyse (ici la France et l'Allemagne) ainsi que les conseillers financiers : ici Reuse, proche de l'AMF et Finanzen.net proche de la Baader Bank AG (Finanzen.net, 2023(3)).

*Graphiques 4 et 5 : Situation au 5 mai 2023 selon Finanzen.net (2023(2))*



### 3.4.3 Analyse de 7 entreprises controversées sur les 16 encore présentes dans le fonds en 2023

#### 3.4.3.1 Air products and chemicals Inc.



Cette figure dénonce l'extraction de charbon qui est un PAIs. L'entreprise française « Air products » est le leader mondial de la production et de la distribution d'hydrogène. Elle produit également des produits chimiques et est active dans la raffinerie du pétrole (Air Products, 2022). En 2019, elle était citée comme globalement excellente par l'index de durabilité Ethibel (United States Index securities and exchange commission, 2019). En 2022, la société disposait d'un bon score ESG par rapport à son secteur, d'après Refinitiv (Zonebourse,2023).En revanche, à cette date, elle n'était plus française, mais américaine. Elle est également connue pour sa gazeification du charbon qu'elle avait initiée avec Shell en 2018 (Rais, 2018). Le 23 mars 2023, la société a confirmé son retrait de la gazeification du charbon en Indonésie (Cision, 2023).

### 3.4.3.2 Caterpillar Inc.



Ces deux figures dénoncent la production d'armes controversées et de gaz à effet de serre. Quant aux armes controversées, les documents sont contradictoires. Un site comme les investisseurs (2023) masque ses scores ESG et sa participation dans la production d'armes controversées. SomOfus s'offusque de la vente d'armes à Israël via Axa Bank pour la répression des Palestiniens, mais ses documents datent au mieux de 2019 (SomOfus, 2019). Quant aux émissions de gaz à effet de serre, force est de constater qu'elles ont diminué jusqu'en 2021 et que l'entreprise continue sur cette lancée (Statista, 2023).

### 3.4.3.3 Cisco System Inc.



Cette figure désigne une exploitation unacceptable des employés. Cette compagnie produisant des composants électroniques en association avec Intel et sécurisant aujourd'hui des flux d'informations numériques est notamment présente au Costa Rica où, en 2007 et selon l'OIT, ses salariés bénéficieraient d'un niveau de revenus plus élevé que la moyenne du pays (OIT, 2007/101). Il est cependant possible que Cisco soit lié à l'extraction du cobalt et du lithium par des mineurs et dans des conditions inavouables en République populaire du Congo. Hélas, les sites qui semblent mentionner ces activités sont contaminés par des virus de sorte que mon antivirus m'interdit d'y accéder.

### 3.4.3.4 Coca-Cola Co



La deuxième figure indique la participation de la société à des régimes qui violent les Droits de l'Homme. Selon une source, en 2014, Coca Cola Co violerait les droits du travail et les droits syndicaux, en Colombie (Centre Europe-Tiers Monde, 2014). Plus récemment, en 2022, Coca Cola s'adonnerait au blanchiment d'argent par le sport (Worden, 2022). Selon la FGTB Horval de 2018 : « Les violations des droits humains se multiplient chez The Coca-Cola Company - au sein de ses opérations en propre en Irlande, et au sein de son système d'embouteillage en Haïti, Indonésie, aux Philippines et aux États-Unis. » (FGTB Horval, 2018). De nombreuses autres sources publient des informations de la même farine. Certaines, plus anciennes accusent la firme d'avoir soutenu des régimes militaires au Mexique, en Amérique latine et des groupes paramilitaires d'extrême droite pour éliminer des syndicalistes (Reymond, 2006). Fin, Coca ola Co possède un haut risque ESG (Sustalytics, 2023). De son côté, Coca Cola Co assure respecter les Droits de l'Homme (Coca Cola, s.d.).

### 3.4.3.5 CRH PLC



Je n'ai trouvé aucun document négatif concernant cette compagnie. CRH PLC informe au contraire sur sa politique pour réduire la pollution, mais ces documents sont loin d'être récents (par ex. Singh, 2015). Selon Sustanalytics (2023), le risque ESG de cette entreprise est moyen.

### 3.4.3.6 Daikin Industries Ltd



Cette entreprise japonaise spécialisée dans la climatisation et la réfrigération possède également un important département chimique qui produit notamment des composés fluorés de l'extrêmement persistant dans l'environnement et le corps humain en occasionnant des dommages au système immunitaire, une augmentation du taux de cancer et des problèmes de fertilité féminine.

### 3.4.3.7 Danone SA



Je n'ai trouvé aucun document attestant la collaboration de Danone avec des régimes dictatoriaux ou violant les Droits de l'Homme à l'exception peut-être de la Chine puisque, selon l'entreprise elle-même, malgré son bras de fer avec le géant chinois Mengniu qui l'a conduit à lui retirer ses parts, Danone compte bien rester dans ce pays (Le Monde, 2021). Danone est par ailleurs reconnu pour son attitude éthique dans le domaine social (Mougin, F. & al., 2005). En revanche, l'entreprise a été récemment assignée en justice par de nombreuses ONG pour son utilisation abusive du plastique (L'Echo, 2023(2)). Il est vrai que le nombre impressionnant de filiales de l'entreprise rend difficile l'examen de toutes ses activités.

Ces quelques exemples d'examens éthiques de la composition d'un fonds controversé me semblent suffisants pour inciter les auditeurs qui seraient candidats à un processus maximal à redoubler de prudence en l'absence d'enquête approfondie et de document dûment vérifié.

## 4 CHAPITRE 4 : extra pour terminer le mémoire

### 4.1 L'audit des états financier

#### 4.1.1 Définitions

##### 4.1.1.1 Les états financiers

D'une manière générale, on nomme « états financiers » la représentation de la situation et de la performance financières d'une entité. Toutefois la définition d'un état financier diffère selon les pays (Procomptable, 2022) et les normes en usage (IBR-IRI, 2020/8). Selon une définition académique de la Haute école de Commerce (HEC),

« Un état financier est un document comptable qui renseigne sur la situation financière d'une entreprise à un moment précis. Ainsi, en communiquant des informations sur sa structure financière, la composition de son patrimoine ou l'évaluation de ses performances, les états financiers synthétisent les différents événements par lesquels est passée l'organisation au fil de son existence. » (Delacauw, 2022)

Suit une liste semblable des « composantes des états financiers » (Economy-pedia, 2022) ou des « principaux états financiers » (Delacauw, 2022), à savoir : le bilan, le compte du résultat<sup>1</sup>, l'état des flux de trésorerie, l'état des bénéfices non répartis et celui des variations des capitaux propres. Cette liste demeure ouverte et permet l'évolution de la définition des états financiers. Pour l'agence d'audit Mazars chez qui j'ai presté mon stage, les états financiers (*Financial statements*) « désignent l'ensemble constitué d'un compte de résultat, d'un bilan, d'un tableau des flux de trésorerie et d'un tableau de variations des capitaux propres. » (Mazars, 2022)

Étant donné ces variantes, il a pu sembler pertinent de définir les états financiers à partir du concept de « document comptable ». En effet les états financiers donnent lieu à un document comptable et fait partie d'un « système comptable ». Or il y a deux types de documents comptables : d'une part les rapports qui ne sont pas diffusés à l'extérieur et ont pour fonction l'aide à la prise de décision et le contrôle interne et d'autre part les états financiers (Cerrada, K. et al. 2014).

À la liste des états financiers « les plus importants » (Delacauw, 2022), Cerrada & al. (2014) ajoutent les « autres documents requis par la réglementation applicable ». Voilà qui laisse ouverte une liste où pourraient prendre place tous les documents requis pour un audit externe sur les obligations des entreprises en matière de développement durable, que ces obligations soient issues du CFDR pour les industries ou du SFDR pour les entreprises financières. Or, ces informations ne sont pas seulement d'ordre financier. Elles doivent en outre renseigner sur la contribution de l'entreprise au développement

---

<sup>1</sup> Il équivaut à l'équation « Produits – Charges = Bénéfice net ». Lorsque vous êtes en possession du bilan de votre entreprise et de son compte de résultats, vous pouvez réaliser une « balance de vérification », pour savoir si vous n'avez pas commis d'erreur d'écriture. Votre débit devra être égal à votre crédit.

durable à travers un classement de ses produits en fonction des articles 6 à 9 du SFDR et des entreprises qui en bénéficient suivant la taxonomie européenne et le calcul des incidences négatives.

Pour le reste, quant au SFDR, les avantages des états financiers restent les mêmes. Ils peuvent servir à la planification de l'avenir de l'entreprise. Les investisseurs ainsi que d'autres intervenants utilisent également les états financiers pour évaluer la santé et la liquidité de l'entreprise et prendre des décisions à son égard (BDC, 2021). Ils sont utilisés peu ou prou par les mêmes intervenants : investisseurs, actionnaires, direction, conseils, clients, employés... Il en résulte qu'un audit sur la conformité aux règlements SFDR et ses impacts financiers constitue bien un audit des états financiers d'une entreprise.

#### 4.1.1.2 Les audits ou révisions

Selon Alain Mikol (1999), un audit financier est « un examen critique destiné à vérifier que l'activité de l'entreprise est fidèlement traduite dans les comptes annuels conformément à un référentiel comptable identifié ». En ce sens étroit du moins, l'audit SFDR n'est pas un audit financier. Les quatre étapes classiques d'un audit financier : prise de connaissance, évaluation du contrôle interne, examen des comptes financiers, opinion et rapport (Pignon, 2022) diffèrent fortement du travail que m'ont décrit les professionnels avec lesquels je me suis entretenu. En outre, chez Mazars, l'équipe qui s'occupe du SFDR ne fait pas partie du département financier de l'entreprise d'audit (voir plus bas Entretien 1).

Cependant, la définition d'un audit financier peut être plus large. Selon Raffegeau et al. (1994), un audit financier constitue « un examen critique qui permet de vérifier les informations données par l'entreprise et d'apprécier les opérations et les systèmes mis en place pour les traduire ». Cette définition inclut le contrôle interne de l'entreprise. Cet élargissement de la définition d'un audit financier est à mettre en rapport avec l'apparition de l'« audit environnemental ». Le terme est apparu aux États-Unis au milieu des années septante. L'audit environnemental est, quant à lui, rigoureusement défini par le Conseil de l'Europe (règlement CEE n°1836/93). Il consiste en :

« une évaluation périodique et systématique, documentée et objective de l'organisation, des systèmes de gestion et de la performance des équipements mis en place pour assurer la protection de l'environnement. » (Carbo, 2022)

Si par ailleurs « une entreprise qui effectue un audit environnemental s'assure de la conformité de ses pratiques par rapport aux réglementations nationales et internationales qui l'incombent » (Carbo, 2022), il ne fait plus aucun doute que l'audit SFDR soit un audit environnemental. Or, selon Renaud, A. (2017), l'audit environnemental constituerait une sorte d'hybride rassemblant différentes logiques, notamment une logique financière à laquelle s'ajoutent les contraintes du marché et une logique environnementale promue par les pouvoirs publics et qu'accompagne une « logique de légitimité » (Renaud, 2017/33). Prenant exemple sur l'entreprise industrielle de pneus *Frenchtype*, Renaud, (2017) constate que ces différentes logiques se reflètent dans l'organisation interne des acteurs de l'audit :

« Pour répondre aux différentes contraintes, l'entreprise réalise régulièrement des vérifications environnementales. Pour cela, elle s'est dotée d'une démarche d'audit qui s'appuie sur trois acteurs essentiels : le manager opérationnel qui est responsable de l'identification et de la maîtrise des risques de son entité dans le respect des standards, les services spécialisés (ex. service environnement et prévention, service financier, service juridique...) qui analysent les risques de leur domaine, définissent les standards, animent et contrôlent leur mise en œuvre, et les auditeurs internes qui vérifient l'efficacité des mesures de maîtrise

des risques lors des missions d'audit. L'ensemble de la démarche est pilotée et coordonnée par un responsable, le risk manager. Ces différents acteurs font l'objet de notre étude empirique. »

L'audit environnemental constituerait dès lors « un dispositif de gestion caméléon » (28) dont on peut constater « l'ambiguïté » (35). Mais l'audit environnemental serait aussi, pour cette même raison, une « réponse à la complexité institutionnelle » (37). L'audit de conformité réglementaire est effectué par des experts externes, notamment des juristes, qui collaborent avec responsables environnement de chaque usine (46). Cette étude date de 2017, mais elle est encore valable aujourd'hui. Elle montre comment des contraintes exercées par des logiques différentes donnent lieu à un « polymorphisme organisationnel ». L'audit environnemental comprend une logique financière, mais elle n'est pas à proprement parler un audit financier. Selon Renaud, (2017), cette hybridation aurait un impact direct sur l'organisation des audits. Nous verrons plus loin ce qu'il en est pour Mazars.

#### 4.1.1.3 Cadre législatif

Le cadre législatif principal pour les auditeurs et réviseurs d'entreprises est résumé par le Code des sociétés et associations (IBR-IRI, 2019). Parmi les réformes récentes, on peut citer :

- La loi du 17.12.08 instituant notamment un comité d'audit dans les sociétés cotées et dans les entreprises financières (Toussaint, B., 2009)
- La loi du 07.12.2016 portant sur organisation de la profession et de la supervision publique des réviseurs d'entreprises. (CMS, 2017)
- La législation européenne concernant le contrôle des états financiers d'une entreprise, notamment la réforme de l'audit effectué par l'UE en 2014 (Commission européenne, 2022/2)
- La loi du 23 mars 2019 introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses. (CNC, 2019)

Enfin, la loi établit les normes comptables en fonction du type d'audit, c'est-à-dire de la mission de l'auditeur. Nous examinerons ces normes au point 4.1.1.4.3

#### 4.1.1.4 Le rôle du réviseur d'entreprise

##### 4.1.1.4.1 Types de missions

La loi du 20 septembre 1948 institue un « réviseur assermenté » à la demande du Conseil d'entreprise. Le rôle du réviseur d'entreprise se limite alors à la vérification des comptes. Toutefois, le rôle du réviseur d'entreprise sera élargi par la loi du 22 juillet 1953 créant un Institut des réviseurs d'entreprises. En effet, cette loi donne comme fonction au réviseur d'entreprise :

*« ...d'exécuter toutes les missions dont l'accomplissement est réservé par la loi ou en vertu de celle-ci aux Réviseurs d'entreprise, et d'une façon générale, toutes les missions de révision d'états comptables d'entreprises, effectuées en exécution de la loi ou en vertu de celle-ci. »* (IBR-IRR, 2022/1)

Le rôle du réviseur est là encore limité à ses missions légales. Mais la tendance à l'élargissement de son rôle permet aujourd'hui au réviseur de convenir avec ses clients de réaliser des missions contractuelles qui ne sont pas exigées par la loi. Il existe en effet pour le réviseur trois types de missions :

- **Les missions légales permanentes** telles que l'audit des comptes annuels et sa certification auprès du Conseil d'entreprise. La mission du réviseur d'entreprise consiste à émettre une opinion sur la fidélité à la réalité des comptes annuels ou des comptes consolidés. Le cadre légal impose aux grandes entreprises et structures non marchandes de nommer un réviseur d'entreprises en tant que commissaire pour faire rapport à l'AG chargée d'approuver les comptes (IBR-IRE, 2022/2 ; Marbaix & Co, 2022).
- **Les missions légales occasionnelles**, c'est-à-dire les révisions dans des cas non régulièrement récurrents tels que les fusions ou scissions, dissolutions ou transformations des entreprises, d'apport en nature, de modification de l'objet ou de la forme juridiques de l'entreprise, etc.
- **Les missions contractuelles** durant lesquelles l'auditeur et son client conviennent des tâches à accomplir, des modalités de publication des résultats et autres convenances à leur gré.

Placer l'audit SFDR dans ce classement ne va pas de soi. D'un côté le SFDR impose une sorte de révision légale. D'un autre côté, le réviseur n'est pas tenu par la loi d'effectuer cette révision de sorte que la relation avec son client demeure contractuelle. Il s'agit alors d'une aide, pas d'une révision légale. Le SFDR exige une publication certifiée dans un cadre légal. Il ne s'agit pas d'un document interne ou dont on peut décider les modalités de publication. Cependant, seules les modalités de transparence, de publication et d'usage des méthodes obligatoires sont exigées, il ne s'agit absolument pas de vérifier des comptes. Par ailleurs, c'est le client qui va vers le cabinet d'audit pour demander le rapport d'assurance. Quant au SFDR, jusqu'ici, les contrats ne durent qu'un an et ne sont pas confirmés pour plusieurs années comme c'est le cas pour les audits financiers. C'est pourquoi il est préférable aujourd'hui de considérer que les audits SFDR constituent des missions contractuelles, ainsi que le confirme le cabinet d'audit EY (Voir feuillet Excel « Limites et réussites de la SFDR » division : pression coercive).

#### 4.1.1.4.2 Assurance et opinion

La tâche principale du réviseur d'entreprises est de fournir une assurance quant à la fiabilité des informations en les évaluant au regard de critères définis, afin de renforcer la confiance des utilisateurs dans ces informations. Aussi doit-il assurer un certain degré de fiabilité des informations financières. Il en est ainsi pour les **missions d'assurance** qui sont à distinguer des **services connexes** proposés par l'auditeur et qui ne donnent pas lieu à une opinion sur la fiabilité des comptes. L'assurance absolue n'existe pas à cause des limites inhérentes à un audit. En effet, nécessairement, la plupart des éléments probants sur lesquels se base le réviseur d'entreprises pour fonder son opinion ne sont pas certains (IBR-IRE, 2022/3). On utilise alors des concepts tels que le « caractère significatif », le « sondage » et l'« évaluation des risques » en fonction des données recueillies (CCE, 1998).

Il existe deux degrés d'assurance : l'**assurance raisonnable** et l'**assurance limitée**. Dans les deux cas, la probabilité que le réviseur d'entreprises exprime un jugement erroné sur les informations en question est « réduite à un niveau technique suffisamment faible pour être acceptable, compte tenu des circonstances de la mission » (IBR-IRE, 2022/4). Cependant, la probabilité d'une erreur significative est plus élevée dans le cas d'une assurance limitée. Dans le cas d'une assurance raisonnable, le réviseur

exprime son opinion positive par la formule « Les états financiers donnent une image fidèle... » ou « Les informations sont présentées de manière sincère ». En revanche, dans une assurance limitée, la conclusion du réviseur est formulée de manière à exprimer que rien n'a porté le réviseur d'entreprises à croire que l'information comporte une ou plusieurs anomalies significatives.

« Pour avoir du sens, le niveau d'assurance obtenu par le professionnel doit permettre d'élever la confiance de l'utilisateur dans l'information, objet de la mission, à un niveau qui n'est pas insignifiant. » (IBR-IRE, 2022/5)

C'est pourquoi le réviseur utilise alors une formulation négative telle que : « Nous n'avons pas relevé de fait qui laissent à penser que... »

#### 4.1.1.4.3 Les normes comptables

Les normes comptables nationales ou internationales varient en fonction du type de missions et du genre d'assurance. Ainsi, les normes internationales ISA (*International Standards of Auditing*), les seules qui soient obligatoires en Belgique, sont utilisées pour toutes les missions d'assurance raisonnables, c'est-à-dire les missions d'audit légales permanentes. En revanche, les normes internationales ISRE (*International standards of Review Engagement*) sont utilisées lors des missions d'assurance limitée, notamment pour les missions légales occasionnelles. Ces deux forment ce qu'on appelle les « missions financières historiques » (IBR-IRE, 2022/5).

Toutefois il existe des **missions d'assurance qui ne constituent pas des missions financières historiques**. Pour de telles missions qui peuvent offrir des niveaux d'assurance raisonnables ou limités, c'est la norme internationale ISAE (*International Standards on Assurance Engagement*) qui est utilisée. Elle n'est toutefois pas (encore ?) obligatoire en Belgique.

Enfin, à côté des missions d'assurance, l'auditeur offre également des **services connexes** et d' « autres missions », c'est-à-dire des conseils. Les missions connexes sont réparties en « **missions de procédures convenues** » et « **missions de compilation** » (IBR-IRE, 2017).

Dans les missions de procédures convenues, le client et les utilisateurs déterminent la nature, l'étendue et le champ d'application des procédures à appliquer par le réviseur d'entreprises. La norme internationale en vigueur est alors l'ISRE 4400. En revanche, la norme ISRE 4410 est utilisée pour les missions de compilation qui consistent à aider l'organe de gestion à collecter des informations et à présenter ces informations conformément aux termes de la mission (IBR-IRE, 2022/5).

La mission SFDR fait partie des « autres missions d'assurance » que les missions financières historiques. En effet, le cadre légal du règlement et l'obligation de transparence permettent au réviseur d'exprimer son opinion selon une assurance raisonnable ou limitée. En conséquence, un audit SFDR devrait utiliser la norme ISAE 3000. Toutefois, les normes ISAE ne seront pas obligatoires dans notre pays avant le 15 décembre 2023. Aussi dans de nombreux cabinets, y compris les plus importants, les auditeurs financiers utilisent la norme IFRS (*International Financial Reporting Standards*) et *Belgian Gaab* (norme comptable belge) conformément à la législation belge.

Le tableau de l'annexe VII, issu de l'Institut des Réviseurs d'Entreprise (IBR-IRE, 2017) résume les différentes missions du réviseur d'entreprise en fonction des normes internationales. L'arbre de décision à l'annexe VIII présente un raisonnement pour classer les missions (IBR-IRE, 2022/5).

## Conclusion

Au terme de ce travail, il convient d'insister sur les constatations suivantes concernant l'impact de la SFDR sur les cabinets d'audit.

A. Les cabinets d'audit ne sont pas prêts à jouer leur rôle dans cette nouvelle pratique qu'est la SFDR, et ce pour de nombreuses raisons.

1° La nouveauté de cette pratique, les retards européens quant à l'élaboration des deux parties de la SFDR, de la taxonomie et des RTS ont incité les gestionnaires de fonds et les cabinets d'audit dont ils sont les clients à persévérer pendant près de deux ans dans les pratiques plus connues de l'ESG, à l'exception des PAIs dont la liste des exclusions fut plus vite adoptée. Les raisons de ces retards ne constituent pas l'objet de ce travail. On peut néanmoins supposer qu'elles ne sont pas étrangères à des luttes politiques et à l'influence de groupes de pression au sein de l'Union Européenne.

2° La SFDR est une réglementation propre à l'Union Européenne. Or, le marché financier est mondial de même que la politique financière des grandes banques, de sorte que les cabinets d'audit les plus importants en Europe n'ont pas choisi la même évolution pour aligner leurs anciennes pratiques (ESG ou TCFD) sur la SFDR (Voir tableau 5, page 36).

3° Comme il est montré dans la deuxième partie de ce travail, les cabinets d'audits et en particulier les Big 4 ont manqué ou au contraire ont eu trop de pressions mimétiques, normatives et coercives.

a.Qquant aux pressions mimétiques, les cabinets d'audit ont progressé au même rythme que leurs clients et sont donc restés longtemps dépendant de l'évolution de tels ou tels clients, que ceux-ci diffèrent par leurs tailles ou par leurs politiques financières. À l'inverse, ces clients ont attendu d'observer le comportement de leurs concurrents avant de se lancer dans l'adaptation à la SFDR.

b.Quant au manque de pressions normatives, lorsque les gestionnaires de fonds possédaient une stratégie, ils ne voyaient pas comment celle-ci pouvait s'intégrer à la SFDR. De la sorte, avant de répondre aux désirs de leurs clients, les cabinets d'audit ont dû souvent mettre en place un système d'accompagnement pour que la stratégie de leurs clients s'accorde avec la SFDR. Par ailleurs, les cabinets d'audit comme leurs clients ont attendu les guidances de la FSMA avant de se lancer, par exemple, dans la partie de la SFDR consacrée aux entreprises. Enfin, comme certains fonds et clients sont plus ambitieux que d'autres sur les plans financiers ou environnementaux, les cabinets d'audit doivent adapter leurs interprétations de la SFDR à ceux-ci. Or l'interprétation de la SFDR dépend conjointement des autorités de contrôle national et européen. Cependant l'autorité de contrôle belge, la FSMA a du mal à se positionner et attend les décisions de l'autorité de contrôle européenne, l'ESMA. C'est pourquoi les cabinets d'audit se plaignent des retards et du manque de guidances de la FSMA, quitte à mal interpréter ses textes, par exemple pour ce qui est de la définition d'un investissement durable. Il en a résulté que l'année 2022 fut une année d'essai qui a vu de nombreuses rétrogradations de fonds article 9 à l'article 8 dès lors que l'année 2023 s'est annoncée comme plus sérieuse en la matière avec un contrôle à la clé. Enfin, comme l'interprétation de la SFDR diffère selon les autorités nationales, certains gestionnaires « trichent » en émettant des fonds là où les règles sont plus flexibles plutôt que dans leurs pays d'origine, ce qui pose la question de la nécessité, ou non, d'une standardisation des règles européennes.

c.Quant au manque de pressions coercives, nul ne sait encore si ce sera la FSMA qui va contrôler l'application de la SFDR en Belgique. Cela pourrait aussi bien être la Banque Nationale. Cela dépend d'une décision politique qui n'a pas encore eu lieu. De même, pour ce qui est des retards dans la guidance de la FSMA, celle-ci répond qu'elle attend des décisions politiques belges qui, selon tous les acteurs concernés, ne sont pas rapides. En résumé, tout le monde se repasse la patate chaude, si bien qu'un des cabinets d'audit préfère se référer directement à l'ESMA. Le manque de pression coercive s'observe également dans la possibilité, ou non, pour les cabinets d'audit de livrer un certificat, voire une assurance limitée ou même raisonnable au moins pour les PAIs et le DNSH comme leur demandent certains de leurs clients. Là aussi, c'est à la FSMA et, par conséquent, au politique belge de décider. Enfin, l'indépendance des cabinets par rapport à leurs clients qui repose sur la séparation des audits financiers et extra-financier pose question selon les réponses des personnes interrogées. Ici encore, chacun se réfère à la FSMA et, au-delà, au monde politique. Tout le monde espère qu'on y verra plus clair peu après la fin de l'année 2023 lorsque les banques devront publier leurs résultats extra-financiers qui seront ensuite contrôlés par l'autorité nationale de contrôle (FSMA ?). Beaucoup attendent également le CSDR qui doit entrer en vigueur en 2024 et correspond à la SFDR pour les entreprises.

#### B. Il n'y a pas de processus idéal d'un audit SFDR

En effet, les trois phases principales d'un audit SFDR sont, par ordre d'importance : 1° La demande et les ambitions du client ; 2° La méthode de mesures utilisée par le client et son système de contrôle interne ; 3° La vérification de l'origine des documents rassemblés par le client, leurs validités chronologiques et, éventuellement, la vérification des chiffres et des documents avec la réalité. Toutefois cette dernière est du ressort des organisations éthiques plutôt que des cabinets d'audit. Toutefois, lorsque le client (par exemple Triodos) réclame un certificat ou une assurance, le travail des cabinets d'audit peut se rapprocher de celui des organisations éthiques.

Il en résulte la possibilité de trois genres de processus :

1° Le processus minimal qui se fonde uniquement sur la loi et se limite à vérifier si les publications obligatoires du client sont formellement en accord avec la SFDR de sorte à apparaître comme transparents. Le contenu importe peu, de même que les éventuelles contradictions tant que la FSMA laisse passer. De toute façon, c'est le marché qui décide.

2° Le processus moyen qui semble être le plus utilisé et consiste à creuser l'origine, la complétude et la pertinence des documents ainsi qu'à éviter les contradictions dans les publications.

3° Le processus maximal qui se rapproche du travail des organisations éthiques en tentant de vérifier la réalité des chiffres et des documents jusqu'à, éventuellement, faire des recherches sur la composition du fonds. C'est le maximum de régulation.

Enfin, j'ai tenté d'analyser un fonds controversé de BNP Paribas qui, précisément, est émis au Luxembourg afin d'éviter la sévérité de l'autorité de contrôle français : l'AMF. La lecture des documents suivants : le KID, le prospectus, les notices aux actionnaires, les rapports annuels, semi-annuels et mensuels, les scores ESG et autres documents extra-financiers ainsi que l'évolution de la classification du fonds comme article 8 ou 9, a fait apparaître certains dysfonctionnements, contradictions, changements soudains de politique et d'Asset Management, particulièrement au début de l'année 2023.

J'ai ensuite essayé d'analyser quelques entreprises composant le fonds, qui sont controversées par une organisation éthique en voie de restructuration ou de disparition. Comme je n'ai pas accès aux documents confidentiels ni participé de près ou de loin aux enquêtes de terrain, mes documents se sont limités aux articles de presse. Il s'est avéré que certaines entreprises controversées semblaient « propres » et que d'autres non, mais que, relativement à mes informations, l'organisation éthique exagérait la

nocivité des entreprises. Cette tentative m'a également appris qu'il était extrêmement difficile, voire impossible, d'analyser la composition d'un fonds.

En fonctions de nos deux sous-problématiques, la conclusion de ce travail a l'air plutôt négative. Pourtant, par rapport au récent passé, la SFDR telle qu'elle est appliquée en 2023 constitue un réel progrès. L'avenir de la SFDR est encore incertain. Il serait nécessaire de réaliser un nouvel examen au début de 2025 (contrôle du CSDR). Entre-temps, l'avenir de la SFDR est entre les mains des institutions politiques et financières nationales et internationales.

## Limites et recul critique

Ce chapitre est consacré au nécessaire recul critique qui suit la production de tout travail ainsi qu'à la constatation de ses limites.

Comme ce mémoire a été réalisé à la charnière de deux années qui a également constitué un point de bascule dans le processus dynamique d'élaboration et de pratique de la SFDR, les documents qui ont été utilisés et les entrevues qui ont été effectuées diffèrent selon leurs moments de compilation d'exploitation et d'exécution, ce qui revêt une certaine importance en particulier durant les premiers mois de 2023. J'ai tenté d'affaiblir cet obstacle en recherchant si certains documents n'avaient pas été partiellement ou totalement remaniés, mais nul ne peut être à plusieurs endroits en même temps ni réaliser l'impossible lorsque des délais lui sont imposés.

Je n'ai entamé ce travail qu'après le seul stage que j'avais entrepris chez Mazars. C'était là ma seule expérience au sein d'un cabinet d'audit. Or, il s'est avéré que les différents cabinets d'audit avaient des politiques fort diverses, voire parfois contradictoires, notamment selon leurs types de clientèle, leurs histoires et l'envergure des territoires dans lesquels ils sont présents dans le monde. Dans cette mesure, j'aurais sans doute dû approfondir l'examen de ces différences et la recherche de leurs causes, mais là encore, le nombre de pages et les délais qui m'avaient été impartis m'ont empêché de le faire.

La problématique générale qui est formulée dans le titre s'est révélée beaucoup trop large non seulement pour un travail aussi court, mais aussi parce que la dynamique actuelle de la SFDR en interdit une réponse arrêtée. C'est pourquoi j'ai dû limiter mes recherches dans le but de répondre à deux sous-problématiques non seulement moins ambitieuses, mais qui pouvaient sembler approcher son objet d'un point de vue trop critique, voire désabusé et sceptique. Cela n'était ni mon intention, ni l'inspiration de mes réponses, que j'ai voulues objectives et ouvertes, notamment dans ma conclusion.

Dans un même ordre d'idée, le choix du business case a été au premier abord influencé par l'interview que j'ai effectuée d'un cadre de la FSMA m'entretenant notamment des possibilités de « triches » lorsqu'un gestionnaire émet certains fonds dans un pays où les réglementations sont plus flexibles. Il m'a paru en outre judicieux de choisir un fonds issu d'une grande banque dont je n'avais pas encore parlé, qui plus est d'un fonds controversé afin d'examiner les changements qui devaient probablement être effectués dans sa documentation entre 2022 et 2023. Les dysfonctionnements et contradictions qui sont peu à peu apparus dans ces documents n'étaient pas du tout prévus.

Si j'ai choisi un fonds controversé par le site Faire Fonds, c'est faute de mieux. En effet ce site peut sembler émettre des jugements quelque peu arbitraires sans donner de références renvoyant à des documents appropriés. Mon premier choix aurait été de collecter un fonds intéressant sur Ethibel ou Financié qui sont tous deux des organismes plus reconnus par les autorités. Cependant, Ethibel ne

possède aucune base de données, quant à celle de Financité, elle a semble-t-il disparu au tout début de cette année pour des raisons qu'il s'agirait sans doute de rechercher plus tard.

La documentation que j'ai pu glaner pour analyser les entreprises controversées du fonds que j'avais choisi s'est avérée tout à fait insuffisante en raison du manque d'accréditations, de temps et de crédits nécessaires pour effectuer des enquêtes plus poussées, notamment sur le terrain. C'est pourquoi je me suis limité à sept entreprises sur seize, dans la mesure où, selon moi, leur diversité suffisait à représenter une moyenne s'approchant probablement d'une certaine objectivité qui me protège contre les préjugés idéologiques qui pouvaient influencer les jugements de Faire Fonds.

Enfin, pour ne pas augmenter considérablement la partie théorique de ce travail, j'ai omis de développer le contexte politico-économique national, européen et mondial dans lequel prenaient place la conception, la réalisation et la pratique de la SFDR.

## Recommandations et futures recherches

Lire le présent travail comme un bilan serait, malgré son titre, fort erroné. L'élaboration de la SFDR constitue une dynamique qui a pris du temps et en prendra sans doute encore, car rien n'indique que les textes ne seront pas une fois de plus transformés. Dans cette mesure, il serait pertinent de réitérer cette recherche sur l'impact de la SFDR au milieu de l'année 2024, lorsque tous les documents exigés seront publiés, que la FSMA les aura contrôlés et que les cabinets d'audit auront acquis un savoir-faire spécifique en matière de SFDR. De plus, jusque-là, nul ne saura encore exactement quelle sera l'autorité de contrôle et le rôle des *third parties*. Enfin, les premières applications du CSDR devraient influencer la pratique de la SFDR. Ces travaux pourraient montrer quel chemin aura été parcouru en termes de type de processus adopté, de pression coercive politique et de résultats réels non seulement dans le domaine environnemental, mais également dans les domaines sociaux et de gouvernance qui, jusqu'ici, n'ont pas été les plus réglementés.

Par ailleurs, il serait également judicieux de replacer la présente problématique au sein des contextes économico-politiques nationaux et internationaux. Un examen approfondi des histoires, évolutions et relations des cabinets d'audit avec leurs clientèles serait également pertinent, de même qu'une recherche sur le marché de l'audit, des alliances entre cabinets et gestionnaires et des positions spécifiques de ceux-ci. Il conviendrait également d'examiner si les règlements économico-financiers ont tendance à être standardisés ou au contraire laissés aux jeux de la libre concurrence non seulement en Europe, mais également au sein des économies dominantes mondiales. Enfin, il ne serait sans doute pas inutile d'examiner la fréquence et l'importance des contradictions et dysfonctionnements qui ont été constatées dans les documents publiés par BNP Paribas sur le fonds que j'ai choisi ou si celui-ci constitue un cas des plus rares et particulier.

## Conclusion personnelle

Ce mémoire m'a permis d'aborder un genre de thème qui, pour moi, est inhabituel. En effet, je suis plutôt spécialisé dans le maniement des chiffres et je laisse souvent de côté les contextes juridiques, réglementaires et politiques qui les surplombent ou les accompagnent. Quoique je ne prévoie pas de changer ma spécialité, je serai dorénavant conscient de la dépendance de celle-ci à des événements et structures que je ne maîtrise pas, ce qui devrait me conduire à m'informer plus souvent à leurs sujets.

## Bibliographie

### En ligne

AHLSTRÖM, Hannah & MONCIARDINI, David, (2021), *The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance: Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms*, Journal of Business Ethics (2022) 177:193–212. En ligne : [https://www.academia.edu/69677331/The\\_Regulatory\\_Dynamics\\_of\\_Sustainable\\_Finance\\_Paradoxical\\_Success\\_and\\_Limitations\\_of\\_EU\\_Reforms](https://www.academia.edu/69677331/The_Regulatory_Dynamics_of_Sustainable_Finance_Paradoxical_Success_and_Limitations_of_EU_Reforms)

AHLSTRÖM, Hannah & MONCIARDINI, David, (2022), *The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance: Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms*, Journal of Business Ethics volume 177, pages 193–212 (2022). En ligne : <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-021-04763-x>

AIR PRODUCTS, (2022), *Air Products fournit le gaz et la station-service mobile pour la première démonstration de poids-lourds hydrogène en France*. En ligne : <https://www.airproducts.be/frbe/company/news-center>

AMF (Autorité des marchés financiers), (2019), *Présentation des principales dispositions du projet de RTS en cours de consultation lié au règlement Disclosure*. En ligne : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/consultations-publiques/consultation-publique-sur-le-projet-de-rts-lie-au-reglement-disclosure>

AOF, (2013), *ING Invest Sustainable Equity reçoit le Label ISR Novethic*. En ligne : <https://www.zonebourse.com/actualite-bourse/ING-Invest-Sustainable-Equity-recoit-le-Label-ISR-Novethic--17269838/>

APE (Association des Principes de l'Équateur), (2020). *Les principes de l'Équateur EP4*, En ligne : [https://equator-principles.com/app/uploads/EP4\\_French.pdf](https://equator-principles.com/app/uploads/EP4_French.pdf)

BAHGAT, Sanjai, (2022), *An Inconvenient Truth About ESG Investing*, Harvard Business Review du 13 mars 2022. En ligne : <https://hbr.org/2022/03/an-inconvenient-truth-about-esg-investing>

BANQUE DE FRANCE, (2021), *La finance solidaire*. En ligne : <https://abc-economie.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/finance-solidaire.pdf>

BAREFOOT INVESTOR, (2019), *ING n'est pas éthique*. En ligne : <https://www.barefootinvestor.com/articles/qna/ing-is-not-ethical>

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, (2022), *Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks*, BIS. En ligne : <https://www.bis.org/bcbs/publ/d532.pdf>

BASELLI, Valerio, (2022), *En octobre, les fonds européens ont subi 47 milliards de décollecte*, Morningstar, novembre 2022. En ligne : <https://www.morningstar.fr/fr/news/229575/en-octobre-les-fonds-europ%C3%A9ens-ont-subi-49-milliards-de-d%C3%A9collecte.aspx>

BAYOT, Bernard, (2017), *L'investissement socialement responsable en Belgique, rapport 2016*, Financité. En ligne : [https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/rapport\\_isr\\_2016\\_red.pdf](https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/rapport_isr_2016_red.pdf)

BDC, (2021), *États financiers*. En ligne : <https://www.bdc.ca/fr/articles-outils-boite-outils-entrepreneur/gabarits-documents-guides-affaires/glossaire/etats-financiers>

BELFIUS, (2021) (2), *Investir durablement dans les pays émergents*. En ligne : <https://www.belfius.be/retail/fr/produits/epargner-investir/informations-publications/publications/vos-investissements/2021-10/investir-durablement-marches-emergents/index.aspx>

BELFIUS, (2021) (3), *Responsible Investment Policy Belfius Investment Partners SA*. En ligne : [https://www.belfius.be/common/FR/multimedia/MMDownloadableFile/belfius-investment-partners/fr/20210630\\_ResponsibleInvestmentPolicy.pdf](https://www.belfius.be/common/FR/multimedia/MMDownloadableFile/belfius-investment-partners/fr/20210630_ResponsibleInvestmentPolicy.pdf)

BELFIUS, (2022) (1), *Rapport sur le développement durable 2021*. En ligne : <https://www.belfius.be/about-us/dam/corporate/investors/ratios-en-rapporten/belfius-reports/fr/Rapport%20sur%20le%20d%C3%A9veloppement%20durable%202021.pdf>

BELFIUS, (2022) (2), *Rapport annuel 2021*. En ligne : <https://www.belfius.be/about-us/dam/corporate/investors/ratios-en-rapporten/belfius-reports/fr/2021%20Rapport%20Annuel.pdf>

BELFIUS, (2022) (3), *Quel est l'impact du règlement SFDR sur les fonds durable ?*. En ligne : <https://www.belfius.be/retail/fr/produits/epargner-investir/informations-publications/publications/vos-investissements/2021-10/impact-reglement-sfdr-sur-fonds-investissement-durables/index.aspx>

BELFIUS, (2022) (4), *Les fonds les plus populaires en 2022*. En ligne : <https://www.belfius.be/retail/fr/produits/epargner-investir/investir/fonds-sicav/top-5/index.aspx>

BELFIUS, (2022) (5), *Le portefeuille Belfius select sustainable medium*. En ligne : <https://towardssustainability.be/products/belfius-select-portfolio-sustainable-medium>

BELFIUS, 2022(6), *Investir durable et de manière responsable*. En ligne : <https://www.belfius.be/retail/fr/produits/epargner-investir/investir/sustainable-finance-disclosure-regulation/index.aspx>

BENGO, I., BONI, L., SANCINO, A., (2022), *EU financial regulations and social impact measurement practices: A comprehensive framework on finance for sustainable development*, Wiley online library. En ligne : <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/csr.2235>

BERG, F., KOELBEL, J. F., & RIGOBON, R. (2022). *Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings*. Review of Finance, 26(6), 1315-1344.

BESSES-BOUMARD, Pascale, (2022), *Fonds articles 8 et 9 du règlement SFDR : peut mieux faire*, Gestion et fortune. En ligne : <https://www.gestiondefortune.com/gestion-d-actifs/9228-fonds-articles-8-et-9-du-reglement-sfdr-peut-mieux-faire.html>

BIOY, Hortense, (2022), *SFDR : bilan 2021 des articles 8 et 9*, Morningstar. En ligne : <https://www.morningstar.be/be/news/220720/sfdr--bilan-2021-des-articles-8-et-9.aspx>

BLACK ROCK, (2019), *Que sont les labels ISR et Greenfin ?* En ligne : <https://www.blackrock.com/fr/intermediaries/themes/investissement-durable/obtaining-a-label>

BNP PARIBAS FORTIS, (2018), *Our corporate social responsibility* (indisponible). En ligne : <https://www.bnpparibasfortis.be/local/errors/default.html?errorinfo=ID4988981980098424476>

BNP PARIBAS, (2022) (1), *Briging you new solutions for a sustainable world. 2021 report*. En ligne : <https://invest.bnpparibas/en/document/2021-integrated-report>

BNP PARIBAS, (2022) (2), *Corporate social responsability. 2022 climate change information request. Carbon disclosure project.* En ligne : [https://cdn-group.bnpparibas.com/uploads/file/bnpparibas\\_cdp\\_climate\\_change\\_questionnaire\\_2022.pdf](https://cdn-group.bnpparibas.com/uploads/file/bnpparibas_cdp_climate_change_questionnaire_2022.pdf)

BNP PARIBAS, s.d.(1), *Source d'Histoire*. En ligne : <https://histoire.bnpparibas/au-service-de-nos-clients-depuis-2-siecles/> et liens apparentés.

BNP PARIBAS, s.d.(2), *Key investor information (KIID)*. En ligne : <https://xtbcom-new-production.s3.amazonaws.com/RTS27/kid/EMEC.DE.pdf>

BNP PARIBAS, (2023), *LU1953136527 Key investor documentation (KID)*. En ligne : <https://docfinder.bnpparibas-am.com/api/files/e26ef534-9995-465e-90b8-6e2996329671/1024>

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, (2022) (1), *BNP Paribas Easy Sicav*. En ligne : [https://api.fundinfo.com/document/c7bddd531b37ce81bde57ecc50a2295\\_4143659/AR\\_FR\\_en\\_LU1953136527\\_YES\\_2020-12-31.pdf](https://api.fundinfo.com/document/c7bddd531b37ce81bde57ecc50a2295_4143659/AR_FR_en_LU1953136527_YES_2020-12-31.pdf)

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, (2022) (2), *Extra financial report, Towards a sustainable transition, 2022 sustainability report*. En ligne : <https://docfinder.bnpparibas-am.com/api/files/20B0B5A3-B05F-4CD1-B7E5-2F2536D52581>

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, (2023) (1), *Energy & Metals Enhanced Roll*. En ligne : <https://www.bnpparibas-am.lu/private-investor/fundsheets/alternatives-other/bnp-paribas-easy-energy-metals-enhanced-roll-ucits-etf-eur-c-lu1291109616/?tab=overview>

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, (2023) (2), *EPRA/Nareit Eurozone Capped*. En ligne : <https://www.bnpparibas-am.lu/private-investor/search/?search=EPRA%2FNareit+Eurozone+Capped+asset+manager+2023>

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, (2023) (3), *Markit iBoxx Global Corporates Liquid 150 Capped (USD Hedged)*. En ligne : <https://www.bnpparibas-am.lu/private-investor/fundsheets/fixed-income/bnp-paribas-easy-markit-iboxx-global-corporates-liquid-150-capped-usd-hedged-track-classic-c-lu1291094917/?tab=overview>

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, (2023) (4), *EPRA/Nareit Developed Europe*. En ligne : <https://www.bnpparibas-am.lu/private-investor/fundsheets/equity/bnp-paribas-easy-ftse-epra-nareit-developed-europe-ucits-etf-qd-d-lu1291091228/?tab=overview>

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, (2023) (5), *BNP Paribas Easy Circular Economy Leaders, Fund Factsheet*. En ligne : <https://docfinder.bnpparibas-am.com/api/files/a9f5db68-6da7-4bfa-910d-9eb7383bfaa9/512>

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, (2023) (6), *BNP Paribas easy ECPI circular economy leaders*. En ligne : <https://www.easy.bnpparibas.fr/investisseur-individuel-particulier/fundsheets/actions/bnp-paribas-easy-ecpi-circular-economy-leaders-ucits-etf-c-lu1953136527/?tab=overview>

BNP PARIBAS EASY, (2022) (1), *Prospectus* (en français). En ligne : <https://doc.morningstar.com/Document/5b90045a2d7ae65ba8506255e32b1f04.msdoc/?key=b05a919a07a386bce442eaa8871226b5d9abeb3119f1b77f578e757692c2f1e0>

BNP PARIBAS EASY, (2022) (2), *Notice to shareholders*. En ligne : <https://docfinder.bnpparibas-am.com/api/files/f65572dc-156a-49b4-8a1e-ef6ad9065c6f/512>

BNP PARIBAS EASY, (2023) (1), *Prospectus* (en français). En ligne : <https://doc.morningstar.com/Document/e1b323d2452840bec80c78e5afacdd03.msdoc/?key=b05a919a07a386bce442eaa8871226b5d9abeb3119f1b77f578e757692c2f1e0>

BNP PARIBAS EASY, (2023) (2), *BNP Paribas Easy ECPI Circular Economy Leaders UCITS ETF Cap - LUI1953136527, Sicavonline*. En ligne : <https://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=fiche&code=0000X026220#:~:text=Sur%203%20ans%2C%20la%20SICAV.Sicavonline%20%22Actions%20Internationales%20Grandes%20Caps>

BNP PARIBAS EASY ECPI Circular Economy Leaders, (2021) , *Rapport extra financier*. En ligne : <https://docfinder.bnpparibas-am.com/api/files/2462d84a-0162-45a5-bab3-e4e30fc94f1a/512>

BNP PARIBAS EASY SICAV, (2022), *Rapport semi-annuel du 30/6/2022*. En ligne : <https://docfinder.bnpparibas-am.com/api/files/e421f9b9-0f65-4faf-8d2d-4e78988f0f00/512>

BNP PARIBAS EASY SICAV, (2023), *Rapport annuel 2022*. En ligne : <https://docfinder.bnpparibas-am.com/api/files/601adc65-39ff-4582-8bcd-92c59f5ce3e5/512>

BNP PARIBAS FORTIS, (2023) (4), *Working towards a sustainable futur*. En ligne : <https://www.bnpparibasfortis.com/positive-banking/sustainable-world>

BRACALONI, Sylvia, (2021), *Rapport final sur les normes techniques de réglementation (RTS) par les autorités européennes de surveillance*, Lexgo. En ligne : <https://www.lexgo.lu/fr/actualites-et-articles/10744-rapport-final-sur-les-normes-techniques-de-reglementation-rts-par-les-autorites-europeennes-de-surveillance>

BOURSORAMA, KBC Eco Fund Water. En ligne :  
<https://www.boursorama.com/bourse/opcvm/cours/0P0000NAY/>

BRUTOUT, Lucas, *L'évolution réglementaire du reporting non financier et son impact sur la théorie de l'agence au sein des entreprises de l'Union européenne*, mémoire à l'ICHEC, Bruxelles. En ligne :  
[https://cataloguebibliotheque.ichec.be/doc\\_num.php?explnum\\_id=312](https://cataloguebibliotheque.ichec.be/doc_num.php?explnum_id=312)

CARBO academy, (2022) (1), *Pourquoi et comment faire un audit environnemental ?*. En ligne :  
<https://www.hellocarbo.com/blog/calculer/audit-environnemental/>

CARBO academy, (2022) (2), *Banque verte : les 3 actions pour faire le bon choix*. En ligne :  
<https://www.hellocarbo.com/blog/communaute/banque-verte/>

CARMIGNAC risk manager, (2020), *SFDR : guide pratique pour les investisseurs*. En ligne :  
[https://carmidoc.carmignac.com › SRISFDR\\_FR\\_fr](https://carmidoc.carmignac.com › SRISFDR_FR_fr)

CAYROL, Annika, (2017), *Syngenta, Mizrahi thafot bank, Ryanair, Exxon mobil, Volkswagen : des entreprises « socialement responsables » ?* En ligne :  
[https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/ces\\_entreprises\\_sr.pdf](https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/ces_entreprises_sr.pdf)

CBC/KBC, (2022), *Approche de durabilité de KBC AM*. En ligne : <https://www.cbc.be/private-banking/fr/a-propos-de-nous/actualite/20220316-durabilite-donne-ton.html>

CBC, (2022), *La durabilité donne le ton. Banque privée*. En ligne : <https://www.cbc.be/private-banking/fr/a-propos-de-nous/actualite/20220316-durabilite-donne-ton.html>

CBONDS, (2023), *BNP Paribas Easy ECPI Circular Economy Leaders Ucits ETF, Acc (EUR) (REUSE, LU1953136527)*. En ligne : <https://cbonds.fr/etf/8953/>

CCE (Cour des Comptes Européens), (1998), *Lignes directrices européennes concernant l'application des normes de contrôle*. En ligne : [https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/GUIDELINES/GUIDELINES\\_FR.PDF](https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/GUIDELINES/GUIDELINES_FR.PDF)

CENTRE EUROPE-TIERS MONDE, (2014), *Violations des droits humains commises par Coca Cola en Colombie*, Le club de Mediapart, Blog. En ligne : <https://blogs.mediapart.fr/pizzicalaluna/blog/260614/violations-des-droits-humains-commises-par-coca-cola-en-colombie>

CERCLE (Le), (2022), *"ESGwashing" : retour sur 25 ans de pratiques*, Les Echos, Tribune, publié le 7 mars 2022. En ligne : <https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/opinion-investissement-socialement-responsable-et-esgwashing-retour-sur-25-ans-de-pratiques-1391806>

CERRADA, Karine & al., (2014), *Comptabilité et analyse des états financiers. Principes et applications*, De Boeck. En ligne :  
<http://bibliotheque.pssfp.net/livres/COMPTABILITE ET ANALYSE DES ETATS FINANCIERS.pdf>

CISION, (2023), *Responding to Media Reports, Air Products Confirms Withdrawal from Indonesia Coal Gasification*. En ligne : <https://www.prnewswire.com/news-releases/responding-to-media-reports-air-products-confirms-withdrawal-from-indonesia-coal-gasification-301780327.html>

CNC (Commissaire aux comptes), (2019), *Le contrôle légal des comptes annuels et des comptes consolidés des sociétés dotées de la personnalité juridique*. En ligne : <https://www.cnc-cbn.be/fr/node/2393>

CLOOT, Amandine, (2019), *En Belgique, l'investissement «durable» pèse 15% du marché*, Le Soir 17/11/2019. En ligne : <https://www.lesoir.be/258995/article/2019-11-07/en-belgique-linvestissement-durable-pese-15-du-marche>

CMS, (2017), *La réforme de l'audit en Belgique*. En ligne : [https://www.cms-lawnow.com/earlers/2017/02/belgian-audit-reform?sc\\_lang=fr](https://www.cms-lawnow.com/earlers/2017/02/belgian-audit-reform?sc_lang=fr)

COCA COLA Co (The), s.d., *Politique des Droits de l'Homme chez The Coca-Cola Company*. En ligne :  
<https://www.coca-colacompany.com/content/dam/journey/us/en/policies/pdf/human-workplace-rights/human-rights-principles/human-rights-policy-pdf-french-france.pdf>

COMMISSION EUROPÉENNE, (2014), *Directive 2014/95/UE du Parlement Européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes*. JO L 330 du 15.11.2014, p. 1-9. Récupéré de <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=EN>

COMMISSION EUROPÉENNE, (2018), *Plan d'action: financer la croissance durable*. En ligne : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=CELEX%3A52018DC0097>

COMMISSION EUROPÉENNE, (2019), *Lignes directrices sur l'information non financière: Supplément relatif aux informations en rapport avec le climat (2019/C 209/01)*. En ligne : [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620\(01\)&from=IT](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620(01)&from=IT)

COMMISSION EUROPÉENNE, (2021) (1), Règlement délégué (UE) .../... de la Commission du 4.6.2021 complétant le règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil par les critères d'examen technique permettant de déterminer à quelles conditions une activité économique peut être considérée comme contribuant substantiellement à l'atténuation du changement climatique ou à l'adaptation à celui-ci et si cette activité économique ne cause de préjudice important à aucun des autres objectifs environnementaux. En ligne : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R2139&from=EN>

COMMISSION EUROPÉENNE, (2021) (2). *Questions and Answers : Corporate Sustainability Reporting Directive proposal*. En ligne : [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda\\_21\\_1806](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_21_1806)

COMMISSION EUROPÉENNE, (2022) (1), *Taxonomie verte : mode d'emploi !*. En ligne : [https://france.representation.ec.europa.eu/informations/taxonomie-verte-mode-demploi-2022-01-13\\_fr](https://france.representation.ec.europa.eu/informations/taxonomie-verte-mode-demploi-2022-01-13_fr)

COMMISSION EUROPÉENNE, (2022) (2), *Contrôle des états financiers des entreprises*. En ligne : [https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/auditing-companies-financial-statements\\_fr](https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/auditing-companies-financial-statements_fr)

CONSTANTIN, G., (2003), *La gestion des risques financiers par les entreprises. Explications théoriques versus études empiriques*, Revue d'économie financière, n°72, 2003. Les aspects financiers de l'élargissement européen. pp. 243-264. En ligne : [https://www.persee.fr/doc/ecofi\\_0987-3368\\_2003\\_num\\_72\\_3\\_4882](https://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2003_num_72_3_4882)

CONT, Rama, (2009), *Risques financiers : quelle modélisation mathématique?*, Pour la science n° 375. En ligne : <http://rama.cont.perso.math.cnrs.fr/pdf/PourLaScienceDec08.pdf>

CORLEY, K. & GIOIA, D. (2004). *Identity Ambiguity and Change in the Wake of a Corporate Spin-off*, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 49, No. 2 (Jun., 2004), pp. 173-208. Published by Johnson Graduate School of Management, Cornell University. En ligne : <http://www.jstor.org/stable/4131471>

CORLEY, Kevin & GIOIA, Dennis, (2004), *Identity Ambiguity and Change in the Wake of a Corporate Spin-off*, *Administrative Science Quarterly* 2004 49: 173. En ligne : <https://www.jstor.org/stable/4131471>

CREDH (Centre de ressources sur les entreprises et les Droits de l'homme), (2006), *ING Group of Netherlands pulls out of controversial papermill while World Bank postpones loans following critical review of environmental impact studies [Uruguay]*. En ligne : <https://www.business-humanrights.org/fr/derni%C3%A8res-actualit%C3%A9s/doc-ing-group-of-netherlands-pulls-out-of-controversial-papermill-while-world-bank-postpones-loans-following-critical-review-of-environmental-impact-studies-uruguay/>

CRESWELL, J. (2007). *Qualitative inquiry and research design: Choosing among five traditions* (2éd.). London : Sage Publications. En ligne : [https://www.academia.edu/33813052/Second\\_Edition\\_QUALITATIVE\\_INQUIRY\\_and\\_RESEARCH\\_DESIGNChoosing\\_Among\\_Five\\_Approaches](https://www.academia.edu/33813052/Second_Edition_QUALITATIVE_INQUIRY_and_RESEARCH_DESIGNChoosing_Among_Five_Approaches)

DAIKIN global, (2023), *Positively innovative*. En ligne : <https://www.daikinchemicals.com/>

DECHERT, (2022), *Dechert sur l'ESG : se préparer au SFDR*. En ligne : [https://www.dechert.com/knowledge/onpoint/2021/1/dechert-on-esg--preparing-for-sfdr.html?utm\\_source=vuture&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=onpoint](https://www.dechert.com/knowledge/onpoint/2021/1/dechert-on-esg--preparing-for-sfdr.html?utm_source=vuture&utm_medium=email&utm_campaign=onpoint)

DELACAUW, Fanny, (2022), *Que sont les états financiers d'une entreprise, et pourquoi est-il important de savoir les analyser ?*, HEC Liège. En ligne : <https://www.hecexecuteschool.be/blog/que-sont-les-etats-financiers>

DELAMINNE, Isabelle, (2001), *Un placement solidaire, éthique et sûr*, La libre. En ligne : <https://www.lalibre.be/economie/entreprises-startup/2001/02/17/un-placement-solidaire-ethique-et-sur-QSWDOCBOBHLBMG7V6CIZHENU/>

DELOITTE, (2021) (1), *Sustainable Finance Disclosure Regulation - Article 6 Funds. What to consider when integrating sustainability risk into the investment decision making process?* En ligne : [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ie/Documents/Audit/IE\\_SustainableFinanceDisclosureReg\\_FIN\\_AL.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ie/Documents/Audit/IE_SustainableFinanceDisclosureReg_FIN_AL.pdf)

DELOITTE, (2021) (2), *Sustainable Finance Disclosure Regulation - Article 8 Funds or "Light Green Funds". What to consider for Article 8 Funds based on the draft regulatory technical standard issued by the European Supervisory Authorities ("ESAs") on 4 February 2021.* En ligne : [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ie/Documents/Audit/IE\\_SustainableFinanceDisclosureReg\\_Article8Funds.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ie/Documents/Audit/IE_SustainableFinanceDisclosureReg_Article8Funds.pdf)

DELOITTE, (2021) (3), *Sustainable Finance Disclosure Regulation - Article 9 Funds or "Dark Green Funds" What to consider for Article 9 Funds based on the draft regulatory technical standard issued by the European Supervisory Authorities ("ESAs") on 4 February 2021?* En ligne : [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ie/Documents/Audit/IE\\_SustainableFinanceDisclosureReg\\_Article9.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ie/Documents/Audit/IE_SustainableFinanceDisclosureReg_Article9.pdf)

DELOITTE, (2021) (4), *Au cœur de la TCFD. Comment anticiper la préparation de votre prochain reporting climatique ?* En ligne : [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/fr/Documents/events/Webinar-Deloitte-TCFD-20-07\\_VDEF.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/fr/Documents/events/Webinar-Deloitte-TCFD-20-07_VDEF.pdf)

DELOITTE, (2022), *Deloitte Banking Alert. April 2022.* [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ro/Documents/Alerta\\_SFDR.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ro/Documents/Alerta_SFDR.pdf)

DEMOUSTIEZ, Alexandra & BAYOT, Bernard, (2005), *L'investissement socialement responsable*, Courrier hebdomadaire du CRISP, 2005 n°1 – 1866, 5 à 49. En ligne : <https://www.cairn.info/revue-courrier-hebdomadaire-du-crisp-2005-1-page-5.htm>

DEMOUSTIEZ, Alexandra, (2007), *Les principes de l'Équateur, Financité.* En ligne : <https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/224.pdf>

DETLEF, Glow, (2022), *Will SFDR reshape the investment landscape?*, Refinitiv. En ligne : <https://www.refinitiv.com/perspectives/market-insights/will-sfdr-reshape-the-investment-landscape/>

DÉVELOPPEMENT DURABLE en Belgique, *L'épargne et l'investissement durable en Belgique progressent.* En ligne : <https://www.developpementdurable.be/fr/news/lepargne-et-linvestissement-durables-en-belgique-progressent>

DUMAS, Christelle, (2022), *ESG – les ESA clarifient les aspects du SFDR niveau 2 RTS.* En ligne : <https://www.simmons-simmons.com/en/publications/ckqwickkvy1ftw0917bgh6w6qp/sfdr-commission-delays-level-2-rts-to-1-july-2022-an-update->

ECOCONSO, (2022), *Épargne éthique : 4 idées durables pour son argent.* En ligne : <https://www.ecoconso.be/fr/content/epargne-ethique-4-idees-durables-pour-son-argent>

ECONOMY-PEDIA, 2022(1), *états financiers.* En ligne : <https://economy-pedia.com/11038299-financial-statements>

ECONOMY-PEDIA, (2022) (2), *Fonds d'investissement fermé*. En ligne : <https://economy-pedia.com/11034210-closed-investment-fund>

ENGELBORGHS, Arthur, (2022), *Comment l'adoption et l'évolution des réglementations de la taxonomie européenne et de la Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD, impacteront-elles le métier d'auditeur ?, mémoire à l'ICHEC, Bruxelles.* En ligne : [https://cataloguebibliotheque.ichec.be/doc\\_num.php?explnum\\_id=410](https://cataloguebibliotheque.ichec.be/doc_num.php?explnum_id=410)

EUR-LEX, (2019) : *Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers*, Journal officiel de l'Union européenne, 09.12.2019. En ligne : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=fr>

EY, (2021) (1), *Towards TCFD compliance. Observations on reporting trends.* En ligne : [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_uk/topics/assurance/ey-towards-tcfd-compliance-observations-on-reporting-trends-may-2021.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_uk/topics/assurance/ey-towards-tcfd-compliance-observations-on-reporting-trends-may-2021.pdf)

EY, (2021) (2), *SFDR: March 2021 and beyond. New disclosure requirements for financial market participants and financial advisers.* En ligne : <file:///H:/dl/ey-sustainable-finance-disclosure-regulation.pdf>

EY, (2022), *ESG et durabilité.* En ligne : [https://www.ey.com/en\\_gl/assurance/esg-sustainability](https://www.ey.com/en_gl/assurance/esg-sustainability)

FAIRE FONDS, (2022), *Base de données LU1953136527.* En ligne : <https://datenbank.faire-fonds.info/funds/LU1953136527>

FALAVIGNA, Greta, (2008), *Nouveaux instruments d'évaluation pour le risque financier d'entreprise*, Ceris-Cnr, WP N° 1/2008. En ligne : [https://www.academia.edu/73863848/Nouveaux\\_instruments\\_d\\_%C3%A9valuation\\_pour\\_le\\_risque\\_financier\\_d\\_entreprise](https://www.academia.edu/73863848/Nouveaux_instruments_d_%C3%A9valuation_pour_le_risque_financier_d_entreprise)

FEBELFIN, (2022) (1), *Comment reconnaître un investissement durable ?* En ligne : <https://www.febelfin.be/fr/dossiers/comment-reconnaitre-un-investissement-durable#:~:text=Lorsqu'un%20fonds%20arbore%20le,dans%20une%20perspective%20de%20durabilite%C3%A9.9.>

FEBELFIN, (2022) (2), *Révision de la norme de qualité "Towards Sustainability" par le biais d'une consultation publique.* En ligne : <https://www.febelfin.be/fr/dossiers/revision-de-la-norme-de-qualite-towards-sustainability-par-le-biais-dune-consultation>

FERRERE, Chloé, (2022) , *Epargne : ces placements qui vous permettent vraiment d'investir dans le solidaire*, Money vox. En ligne : <https://www.moneyvox.fr/placement/actualites/90593/epargne-ces-placements-qui-vous-permettent-vraiment-investir-dans-le-solidaire>

FGTB Horval, (2018), *Pétition: Coca-Cola: multirécidiviste des violations des droits humains.* En ligne : <https://www.horval.be/fr/international/uita/petition-coca-cola-multirecidiviste-des-violations-des-droits-humains>

(LA) FINANCE POUR TOUS, (2020), *Qu'est-ce que la finance solidaire ?* En ligne : <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/finance-et-societe/finance-durable/finance-solidaire/quest-ce-que-la-finance-solidaire/>

FINANCIERE DE L'ECHIQUIER, (2020), *L'histoire de l'ISR.* En ligne : <https://www.lfde.com/fr-be/203-actualites-isr-fr-be/lhistoire-de-lisr/>

FINANCITÉ, (2017), *Labels pour les produits financiers...Que nous apprennent-ils vraiment ?* En ligne : [https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/labels\\_pr\\_les\\_prodfin\\_que\\_ns\\_apprn-t-ils\\_vraiment\\_1\\_def.pdf](https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/labels_pr_les_prodfin_que_ns_apprn-t-ils_vraiment_1_def.pdf)

FINANZEN.NET, (2023) (1), *BNP Paribas Easy ECPI Circular Economy Leaders ETF.* En ligne : <https://www.finanzen.net/etf/nachhaltigkeit/bnp-paribas-easy-ecpi-circular-economy-leaders-etf-lu1953136527>

FINANZEN.NET, (2023) (2), *BNP Paribas Easy ECPI Circular Economy Leaders ETF*. En ligne : <https://www.finanzen.net/etf/bnp-paribas-easy-ecpi-circular-economy-leaders-etf-lu1953136527#kennzahlen>

FINANZEN.NET, (2023) (3), *Finanzen.net zero Test und Erfahrungen*. En ligne : <https://www.finanzen.net/online-broker-vergleich/finanzen-net-zero#:~:text=%22finanzen.net%20zero%22%20fungiert,f%C3%BCr%20mehr%20als%20800.000%20Wertpapiere>

FISSETTE, Florine, (2020), *Sustainability in Belgium : Role of the banking sector. Application to NewB cooperative*, Louvain School of Management, UCL. En ligne : [file:///H:/dl/FISSETTE %2031101800 2020%20\(1\).pdf](file:///H:/dl/FISSETTE %2031101800 2020%20(1).pdf)

FLUVIUS, (2022), *Prime label EPC pour la rénovation énergétique (via Fluvius)*. En ligne : <https://www.vlaanderen.be/epc-labelpremie-bij-energierenovatie-via-fluvius>

FRANCE TRANSACTIONS, (2022), *Investissement Responsable (IR) / labels ISR : le scepticisme devient majoritaire, les épargnants veulent des preuves tangibles des effets*. En ligne : <https://francetransactions.com/actus/news-epargne/investissement-responsable-ir-labels-isr-le-scepticisme-devient-majoritaire-les.html>

FRANKLIN TEMPELTON, (2018), *Une approche intégrée des risques et opportunités ESG*. En ligne : <https://global.beyondbullsandbears.com/wp-content/uploads/pdfs/24638.pdf>

FSMA, s.d.(1), *Les labels privés*. En ligne : <https://www.fsma.be/fr/les-labels-prives>

FSMA, s.d.(2), *Les labels publics*. En ligne : <https://www.fsma.be/fr/les-labels-publics>

FSMA, (2021), *Entrée en vigueur du règlement européen 2019/2088 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers. « SFDR », communication*. En ligne : [https://www.fsma.be/sites/default/files/legacy/content/FR/circ/2021/fsma\\_2021\\_06\\_fr.pdf](https://www.fsma.be/sites/default/files/legacy/content/FR/circ/2021/fsma_2021_06_fr.pdf)

FSMA, (2022), *Rapport annuel 2021*. En ligne : [https://www.fsma.be/sites/default/files/media/files/2022-06/fsma\\_ra2021\\_fr.pdf](https://www.fsma.be/sites/default/files/media/files/2022-06/fsma_ra2021_fr.pdf)

FSMA, (2023), *Questions – réponses (« Q&A's ») concernant l'entrée en vigueur du Règlement Délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement SFDR par des normes techniques dans le domaine de la gestion d'actif, circulaire.* En ligne : [https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/questions\\_-\\_reponses\\_qas\\_concernant\\_lentree.pdf](https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/questions_-_reponses_qas_concernant_lentree.pdf)

GIIRS ratings & analytics, (2012), *About GIIRS*. En ligne : <https://giirs.org/about-giirs/about>

GIOIA, Dennis, A. CORLEY, Kevin G. & HAMILTON Aimee L., (2012), *Seeking Qualitative Rigor in Inductive Research: Notes on the Gioia Methodology*, *Organizational Research Methods* 00(0) 1-17. En ligne : [https://www.researchgate.net/publication/258174099\\_Seeking\\_Qualitative\\_Rigor\\_in\\_Inductive\\_Research](https://www.researchgate.net/publication/258174099_Seeking_Qualitative_Rigor_in_Inductive_Research)

GOLIER, Jean-Marc & FLAMENT, Simon, (2021), *Le règlement « Disclosure » entre en vigueur le 10 mars 2021*, Eubelius. En ligne : <https://www.eubelius.com/fr/le-reglement-disclosure-entre-en-vigueur-le-10-mars-2021#:~:text=Les%20acteurs%20des%20march%C3%A9s%20financiers,pourquoi%20ils%20ne%20prennent%20pas>

GOMEZ, Jean-Pierre, (2022), *SFDR / Taxonomie – Réglementation de la « finance verte »*, Société Générale. En ligne : <https://www.securities-services.societegenerale.com/fr/insights/views/news/sfdr-taxonomie-reglementation-finance-verte#:~:text=SFDR%20%2FTaxonomie%20%E2%80%93%20R%C3%A9glementation%20de%20la%20%22Finance%20Verte%22&text=La%20r%C3%A9glementation%20de%20la%20%22Finance,lutte%20contre%20le%20r%C3%A9chauffement%20climatique.>

GOODSEL, Dave, (2021), *Investissements ESG : un mouvement de fond. Mais pour quels résultats ? Natixis*. En ligne : <https://www.im.natixis.com/fr-ch/recherche/esg-investing-survey-insights-report#:~:text=Le%20dernier%20trimestre%20de%20l,de%2020196%20lancements%20de%20produits.>

GORDON, Jamie, (2022), Les problèmes de mise en œuvre du SFDR affligen les gestionnaires d'actifs, selon une enquête d'EY,ETF stream. En ligne : <https://www.etfstream.com/articles/sfdr-implementation-issues-plague-asset-managers-ey-survey-finds>

GREEN-GOT, (2019), *Label ISR : pourquoi est-il tant décrié ?* En ligne : <https://green-got.com/articles/label-isr-pourquoi-est-il-tant-decrie>

HAHN, Tobias & al., (2018), A Paradox Perspective on Corporate Sustainability: Descriptive, Instrumental, and Normative Aspects, Journal of Business Ethics 148(2):235-248. En ligne : [https://www.researchgate.net/publication/317011582\\_A\\_Paradox\\_Perspective\\_on\\_Corporate\\_Sustainability\\_Descriptive\\_Instrumental\\_and\\_Normative\\_Aspects](https://www.researchgate.net/publication/317011582_A_Paradox_Perspective_on_Corporate_Sustainability_Descriptive_Instrumental_and_Normative_Aspects)

HAMAYON, Stéphane & LEGROS, Lorence, (2008). *La gestion stratégique d'actifs d'un fonds de réserve face au risque financier*, Revue d'économie financière, numéro hors-série : Crise financière : analyses et propositions, 205-217, Association Europe-Finances-Régulations. En ligne : [https://www.academia.edu/29890252/LA\\_GESTION\\_STRAT%C3%89GIQUE\\_D\\_ACTIFS\\_D\\_UN\\_FONDS\\_DE\\_R%C3%89C3%89SERVE\\_FACE\\_AU\\_RISQUE\\_FINANCIER](https://www.academia.edu/29890252/LA_GESTION_STRAT%C3%89GIQUE_D_ACTIFS_D_UN_FONDS_DE_R%C3%89C3%89SERVE_FACE_AU_RISQUE_FINANCIER)

HEATH, Ian, (2023), 'It's a huge challenge': Why there were so many SFDR downgrades in 2022, Citywire sector. En ligne : <https://citywire.com/selector/news/it-s-a-huge-challenge-why-there-were-so-many-sfdr-downgrades-in-2022/a2405473>

HERRBACH, Olivier, (2000), *Le comportement au travail des collaborateurs de cabinets d'audit financier : une approche par le contrat psychologique*, Thèse à l'université des sciences sociales de Toulouse. En ligne : [https://auditsocial.world/wp-content/uploads/2014/10/These\\_Audit.pdf](https://auditsocial.world/wp-content/uploads/2014/10/These_Audit.pdf)

IBR-IRE (Institut des Réviseurs d'Entreprises), (2017), *Avez-vous déjà pensé à un professionnel ? Le réviseur d'entreprises : que peut-il faire pour vous et que pouvez-vous attendre de lui ?*, Tableau : comparaison entre les missions du réviseur d'entreprise. En ligne : <https://www.ibr-ire.be/fr/actualites/news-detail/avez-vous-d-j-pens-un-professionnel-le-r-viseur-d-entreprises-que-peut-il-faire-pour-vous-et-que-pouvez-vous-attendre-de-lui>

IBR-IRE (Institut des Réviseurs d'Entreprises), (2019), *Code des sociétés et des associations*. Préparé par Camille Luxen. En ligne : <https://www.ibr-ire.be/docs/default-source/fr/Documents/actualites/nouveau-CSA/Nouveau-CSA-compilation-textes.pdf>

IBR-IRE (Institut des Réviseurs d'Entreprises), (2020), *Norme complémentaires (version révisée 2020) aux normes internationales d'audit (ISA) applicables en Belgique – Le rapport du commissaire dans le cadre d'un contrôle légal de comptes annuels ou consolidés et autres aspects relatifs à la mission du commissaire*. En ligne : <https://www.ibr-ire.be/docs/default-source/fr/Documents/reglementation-et-publications/normes-et-recommandations/normes/projet-norme-complem-loi-rep-CSA-pour-approbation.pdf>

IBR-IRE (Institut des Réviseurs d'Entreprises), (2022) (1), *Missions et tâches de l'IRE*. En ligne : <https://www.ibr-ire.be/fr/l-institut/a-propos-de-nous/mission-et-taches>

IBR-IRE (Institut des Réviseurs d'Entreprises), (2022) (2), *Missions légales permanentes*. En ligne : <https://www.ibr-ire.be/fr/notreprofession/missions/missions-legales-permanentes>

IBR-IRE (Institut des Réviseurs d'Entreprises), (2022) (3), *Notre mission : créateur de confiance*. En ligne : <https://www.ibr-ire.be/fr/notreprofession/missions/notre-mission-createur-de-confiance>

IBR-IRE, (2022) (4), *Projet de norme relative à la mission réviseur d'entreprises dans le cadre d'une dissolution et d'une liquidation*. En ligne : [https://www.ibr-ire.be/docs/default-source/fr/documents/reglementation-et-publications/normes-et-recommandations/normes/20221028-prj-nrm-apr-cp-dissolution.pdf?sfvrsn=d71d6cd4\\_5](https://www.ibr-ire.be/docs/default-source/fr/documents/reglementation-et-publications/normes-et-recommandations/normes/20221028-prj-nrm-apr-cp-dissolution.pdf?sfvrsn=d71d6cd4_5)

IBR-IRE, (2022) (5), *Quelle mission pour quels besoins ? Identifier le bon cadre de référence pour exécuter les mission*. En ligne : <https://www.bakertilly.be/sites/default/files/inline-files/quelle-mission-pour-quels-besoins.pdf>

IBR-IRE, (2022/6), *Norme internationale de services connexes 4400. Missions de procédures convenues relatives aux informations financières*. En ligne : <https://www.ibr-ire.be/docs/default-source/fr/Documents/reglementation-et-publications/Doctrine/communications/ISRS-4400---FR-v4.pdf>

IMPACT FRONTIERS, (2021), A shared logic for managing impacts on people and the planet. En ligne : <https://impactfrontiers.org/norms/five-dimensions-of-impact/#data-categories>

ING, (2004), *The ING group : CSR policy and practices*. En ligne : <https://www.somo.nl/wp-content/uploads/2004/11/CSR-policy-and-practices-FS-Research-Report.pdf>

ING, (2019), *ING crée le premier financement de fonds d'amélioration de la durabilité au monde*. En ligne : <https://www.ing.com/Newsroom/News/Introducing-the-worlds-first-sustainability-improvement-derivative.htm>

ING, (2020), *ING enrichit son offre d'assurance-vie commercialisée avec Generali pour atteindre plus de 50% d'unités de compte labellisés ISR*. En ligne : <https://newsroom.ing.fr/ing-assurance-vie-isr/>

ING, (2021) (1), *La banque d'investissement la plus impressionnante pour les institutions financières SRI/Green Capital Market – ING*, En collaboration avec GlobalCapital. En ligne : <https://www.globalcapital.com/article/28wquei50w17nghqq6xa8/polls-and-awards/most-impressive-investment-bank-for-financial-institution-sri-green-capital-markets-ing>

ING, (2021) (2), *The Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)*. En ligne : <https://www.ing.be/fr/retail/investing/invest-at-ing/sustainable-finance-disclosure-regulation>

ING, (2022) (1), *Climate report 2022*. En ligne : [file:///H:/dl/2022-ING-Climate-Report%20\(1\).pdf](file:///H:/dl/2022-ING-Climate-Report%20(1).pdf)

ING, (2022) (2), *Approche Terra*. En ligne : <https://www.ing.com/Sustainability/Sustainable-business/Terra-approach.htm>

ING, (2022) (3): *Human rights review 2021/2022*. En ligne : [file:///H:/dl/2022-ING-Human-Rights-Report%20\(1\).pdf](file:///H:/dl/2022-ING-Human-Rights-Report%20(1).pdf)

ING, (2022) (4), *Directive d'investissement responsable*. En ligne : <https://www.ing.be/en/retail/investing/our-investment-products/rigmain>

ING, (2022) (5) : *Politique d'ING et informations sur les risques et les catégories liés à la durabilité*. En ligne : <https://www.ing.be/Assets/nuid/documents/ing-policy-sustainability-FR.pdf>

ING Luxembourg, (2020), *Le fonds ING Aria-Sustainable Bonds*. En ligne : <https://www.corporatenews.lu/fr/archives-shortcut/archives/article/2020/03/le-fonds-ing-aria-sustainable-bonds-obtient-le-nouveau-label-towards-sustainability>

INVESTISSEURS (LES), (2018), *Caterpillar (CAT.US, US1491231015)*. En ligne : [https://www.devenir-rentier.fr/bourse\\_cat.us](https://www.devenir-rentier.fr/bourse_cat.us)

IRIS+ SYSTEM, (2022), *About IRIS+*. En ligne : [https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/IRIS\\_2-Pager.pdf](https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/IRIS_2-Pager.pdf)

JOVENE, Jocelyne, (2022), *Les fonds thématiques toujours en vogue*, Morningstar. En ligne : <https://www.morningstar.fr/fr/news/220523/les-fonds-th%C3%A9matiques-toujours-en-vogue.aspx>

JUST ETF, mars (2023) (?), *BNP Paribas Easy ECPI Circular Economy Leaders UCITS ETF EUR ISIN LU1953136527, Ticker REUSE*. En ligne : <https://www.justtf.com/fr/etf-profile.html?isin=LU1953136527#overview>

KBC, s.d., *5 mythes sur les investissements durables*. En ligne : <https://www.kbc.be/corporate/fr/articles/investir/investissements-durables.html>

KBC, s.d.(2), *Investissement durable*. En ligne : <https://www.kbc.com/fr/durabilite-de-l-entreprise/limiter-notre-impact-negatif/investissements-durables.html>

KBC, (2022) (1), *Rapport Responsible Investing*. En ligne : <https://www.kbc.be/particuliers/fr/placements/fonds-de-placement/reporting/responsible-investing/be6208726479.html>

KBC, (2022) (2), *Rapport à la société 2021*. En ligne : <https://www.kbc.com/content/dam/kbccom/doc/sustainability-responsibility/PerfRep/2021/csr-vas-2021-fr.pdf?zone=footer-2>

KBC, (2022) (3), *Rapport annuel 2021*. En ligne : <https://www.kbc.com/content/dam/kbccom/doc/investor-relations/Results/jvs-2021/jvs-2021-grp-fr.pdf>

KBC, (2022) (4), *Sustainability Report KBC Group 2021*. En ligne : <https://www.kbc.com/content/dam/kbccom/doc/sustainability-responsibility/PerfRep/2021/csr-sr-2021.pdf>

KBC, (2022) (5), *Principes de l'Équateur*. En ligne : <https://www.kbc.com/fr/durabilite-de-l-entreprise/limiter-notre-impact-negatif/principes-de-l-equateur.html>

KBC Bruxelles, (2022), *L'investissement responsable*. En ligne : <https://www.kbcbrussels.be/particuliers/fr/placements/investissements-responsables.html?zone=topnav>

KELLY, Sarah, (2011), *ING propose des portefeuilles d'allocation d'actifs socialement responsables*, PlanSponsor. En ligne : <https://www.plansponsor.com/ing-to-offer-socially-responsible-asset-allocation-portfolios/>

KEYTRADE BANK, s.d., *Qu'est-ce qu'un fonds d'investissement ?*, Moneystore, En ligne : <https://moneystore.be/2013/finance-questions/quest-quun-fonds-dinvestissement>

KPMG, (2020), *Delivering sustainable finance*. En ligne : <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/09/delivering-sustainable-finance.pdf>

LES ECHOS INVESTIR, s.d., *BNPP E ECPI Circular Economy Ldrs ETFCap*. En ligne : <https://investir.lesechos.fr/cours/opcvm/bnpp-e-ecpi-circular-economy-ldrs-etfcap-lu1953136527>

L'ECHO, (2020), *Belfius et Candriam renouvellent leurs vœux de mariage au moins jusqu'en 2025*. En ligne : <https://www.lecho.be/entreprises/banques/belfius-et-candriam-renouvellent-leurs-v-ux-de-mariage-au-moins-jusqu-en-2025/10203408.html>

L'ECHO, (2022), *Belfius Sustainable Medium C*. En ligne : <https://www.lecho.be/les-marches/fonds/belfius-sustainable-medium-c.60125508.html>

L'ECHO, (2023), *Le KIID devient un KID*. En ligne : <https://www.lecho.be/les-marches/fonds/general/le-kiid-devient-un-kid/10435829.html>

L'ECHO, (2023) (2), *Des ONG assignent Danone en justice pour pollution au plastique*. En ligne : <https://www.lecho.be/entreprises/alimentation-boisson/des-ong-assignent-danone-en-justice-pour-pollution-au-plastique/10439185.html>

L'EXPRESS, (2014), *La fausse alerte au botulisme coûte 280 millions à Danone*. En ligne : [https://www.lexpress.fr/economie/entreprises/la-fausse-alerte-au-botulisme-coute-280-millions-a-danone\\_1449563.html](https://www.lexpress.fr/economie/entreprises/la-fausse-alerte-au-botulisme-coute-280-millions-a-danone_1449563.html)

LE MONDE, (2021), *Danone prêt à céder ses parts dans le groupe chinois Mengniu*. En ligne : [https://www.lemonde.fr/economie/article/2021/03/01/danone-pret-a-ceder-ses-parts-dans-le-groupe-chinois-mengniu\\_6071544\\_3234.html](https://www.lemonde.fr/economie/article/2021/03/01/danone-pret-a-ceder-ses-parts-dans-le-groupe-chinois-mengniu_6071544_3234.html)

LE SOIR, (2006), *Belfius: il faut exiger autre chose d'une banque publique (Financité)*. En ligne : <https://www.lesoir.be/426490/article/2022-02-25/belfius-il-faut-exiger-autre-chose-dune-banque-publique-financite>

LE SOIR, (2021), *Les critères du label "Towards Sustainability" alignés sur la réglementation européenne -2*. En ligne : <https://www.lesoir.be/375692/article/2021-06-02/update-les-criteres-du-label-towards-sustainability-alignes-sur-la>

LE SOIR, (2022), *Investir dans des placements durables : rentable pour vous et pour la planète*, présenté par ING. En ligne : <https://www.lesoir.be/184084/article/2018-10-12/investir-dans-des-placements-durables-rentable-pour-vous-et-pour-la-planete>

LOPEZ, Dison & CAYROL, Annika, (2017) (1), *Quels labels sociétaux pour les produits financiers ?*, Financité. En ligne : [https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/quels\\_labels\\_societaux.pdf](https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/quels_labels_societaux.pdf)

LOPEZ, Dison & CAYROL, Annika, (2017) (2), *Labels pour les produits financiers...Que nous apprennent-ils vraiment ?* En ligne : [https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/labels\\_pr\\_les\\_profin\\_que\\_ns\\_apprn-t-ils\\_vraiment\\_1\\_def.pdf](https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/labels_pr_les_profin_que_ns_apprn-t-ils_vraiment_1_def.pdf)

MÄHÖNEN, J. (2020). *Comprehensive approach to relevant and reliable reporting in Europe : À Dream impossible?*. Sustainability, 12(13), 5277. <https://doi.org/10.3390/su12135277>

MARBAIX & Co, 2022, *Les missions légales permanentes.* En ligne : <http://reviseursmarbaix.be/index.php/missions-legales-permanentes/#:~:text=Notre%20r%C3%B4le%20dans%20les%20missions%20l%C3%A9gales%20permanentes&text=La%20mission%20du%20r%C3%A9viseur%20d%C3%A9finitivement%20appel%C3%A9e%20%20%C2%AB%20audit%20%C2%BB>.

MARVAKOVA, Desislava, (2022), *Les AES publient une clarification sur le SFDR RTS*, Cleversoft. En ligne : <https://fr.clever-soft.com/post/esas-publish-clarification-on-sfdr-rts>

MAZARS, (2022), *États financiers.* En ligne : <https://www.mazars.fr/Accueil/Services/Financial-Advisory/Glossaire-Definition/E/Etats-financiers>

MEAGER, Elisabeth, (2021), *SFDR est-il en panne ? Huit fonds « durables » sur dix en Europe détiennent des actions de combustibles fossiles*, Capitalmonitor. En ligne : <https://capitalmonitor.ai/institution/government/is-sfdr-failing-eight-in-ten-sustainable-funds-in-europe-hold-fossil-fuel-stocks/>

MEDIRECT, (2022), *Comprendre les fonds d'investissement en 4 questions*, Le soir. En ligne : [https://www.lesoir.be/371810/article/2021-05-12/comprendre-les-fonds-dinvestissement-en-4-questions#:~:text=Un%20fonds%20d'investissement%2C%20c.valeurs%20mobili%C3%A8res%20%C2%BB%20\(OPCVM\)](https://www.lesoir.be/371810/article/2021-05-12/comprendre-les-fonds-dinvestissement-en-4-questions#:~:text=Un%20fonds%20d'investissement%2C%20c.valeurs%20mobili%C3%A8res%20%C2%BB%20(OPCVM))

MEULEMAN, Tom, (2022), interviewé le mardi 25 janvier 2022 par la professeure Ann Jorissen, modérateur d'une table ronde numérique-discussion sur le thème : *Cadre de reporting de l'information non-financière*, dans Tax, audit & accountancy, n°74. En ligne : <https://www.icci.be/docs/default-source/nl/Documents/publicaties/tijdschrift-taa/TAA-74-def>

MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique (FR), (2014), *L'investissement socialement responsable*. En ligne : <https://www.economie.gouv.fr/facileco/linvestissement-socialement-responsable#>

MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE, de la finance et de la relance, s.d., *Toutes vos questions*. En ligne : <https://www.lelabelisr.fr/faq/quel-est-le-rapport-entre-lisr-et-la-finance-solidaire/>

MONASBL, (2015), *Belfius foundation : dédiée au mécénat de solidarité.* En ligne : <https://www.monasbl.be/info/belfius-foundation-dediee-au-mecenat-de-solidarite>

MONCIARDINI, D., MÄHÖNEN, J. T. & TSAGAS, G. (2020). *Rethinking non-financial reporting: A blueprint for structural regulatory changes.* Accounting, Economics, and Law: A Convivium, 10(2). <https://doi.org/10.1515/ael-2020-0092>

MONITEUR BELGE, (2017), Loi relative aux infrastructures des marchés d'instruments financiers et portant transposition de la Directive 2014/65/UE. En ligne : [https://etaamb.openjustice.be/fr/loi-du-21-novembre-2017\\_n2017014203.html](https://etaamb.openjustice.be/fr/loi-du-21-novembre-2017_n2017014203.html)

MOREOLO, Carlos Svaluto & RUST, Susanna, (2022), *Regulation: SFDR put to the test*, IPE magazine, novembre 2022. En ligne : <https://www.ipe.com/special-reports/regulation-sfdr-put-to-the-test/10058321.article>

MORNINGSTAR, (2016), *Comment comprendre le Morningstar sustainability rating ?* En ligne : <https://www.morningstar.be/be/news/149055/comprendre-le-morningstar-sustainability-rating.aspx/?lang=fr-BE>

MORNINGSTAR, (2020), *Sustainable analytics, Company BNP Pribas Fortis, ESG risk ratings*. En ligne : <https://www.sustainalytics.com/esg-rating/vicinity-centres/bnp-paribas-fortis-sa-nv/1008418232>

MORNINGSTAR, (2022) (1), *Belfius Sustainable - Low C Cap.* En ligne : <https://www.morningstar.be/be/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR04PBF&tab=1>

MORNINGSTAR, (2022) (2), *Belfius Select Portfolio - Sustainable Medium C Cap.* En ligne : <https://www.morningstar.be/be/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F00000ZVQX&lang=fr-BE>

MORNINGSTAR, (2022) (3), *EPRA/Nareit Developed Europe.* En ligne : <https://www.morningstar.nl/nl/etf/snapshot/snapshot.aspx?id=0P00017F4I&InvestmentType=FE>

MORNINGSTAR, (2022) (4), *En ligne :* <https://www.morningstar.no/no/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F00000WXEX>

MORNINGSTAR, (2022) (5), *EPRA/Nareit Eurozone Capped.* En ligne : <https://www.morningstar.be/be/etf/snapshot/snapshot.aspx?id=0P0000TFBD&lang=fr-BE>

MORNINGSTAR, (2023) (1), *BNP Paribas Easy ECPI Circular Economy Leaders UCITS ETF Cap (EUR).* En ligne : <https://www.morningstar.be/be/etf/snapshot/snapshot.aspx?id=0P0001HPLJ&InvestmentType=FE>

MORNINGSTAR, (2023) (2), *Performances des catégories Morningstar.* En ligne : <https://www.morningstar.fr/fr/tools/categoryoverview.aspx>

MORNINGSTAR, (2023) (3), sustainable analytics, *Company BNP Pribas Fortis, ESG risk ratings.* En ligne : <https://www.sustainalytics.com/esg-rating/vicinity-centres/bnp-paribas-fortis-sa-nv/1008418232>

MOUGIN, Frank & BENENATI, Benedikt, (2005), *Danone se raconte des histoires.*, École de Paris. En ligne : [file:///H:/dl/JEPAM\\_055\\_0008.pdf](file:///H:/dl/JEPAM_055_0008.pdf)

NATIONS UNIES, (2020), *Information financière ayant trait au climat dans les rapports généraux des entités : pratiques exemplaires et principales difficultés.* Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement. Conseil du commerce et du développement. Commission de l'investissement, des entreprises et du développement. Groupe de travail intergouvernemental d'experts des normes internationales de comptabilité et de publication. En ligne : [https://unctad.org/system/files/official-document/ciiisard94\\_fr.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/ciiisard94_fr.pdf)

NATIONS UNIES, (2021), *Principes pour l'investissement responsable.* En ligne : <https://www.unpri.org/download?ac=10965>

NDOUMBE NDEDI, Serge Olivier, (2020), *Audit comptable, audit financier : une différence à tout prix ?* En ligne : <https://fr.linkedin.com/pulse/audit-comptable-et-financier-une-diff%C3%A9rence-%C3%A0-tout-ndoumbe-ndedi>

NÉLIS, Léa, (2022), *Les facteurs ESG dans la Corporate governance, sous l'angle du reporting non financier,* Master en droit, Université de Liège. En ligne : <https://matheo.uliege.be/bitstream/2268.2/13988/4/L%C3%A9a%20N%C3%A9lis%20.pdf>

NEWSMANAGERS, (2013), *L'AFG et le FIR donnent une nouvelle définition à l'ISR.* En ligne : <https://www.boursorama.com/bourse/actualites/l-afg-et-le-fir-donnent-une-nouvelle-definition-a-l-isr-7b9a4fd7c8cf2466e003dfc0e21a4d46>

NORTON, Leslie (2021), *L'investissement durable fonctionne,* Morningstar. En ligne : <https://www.morningstar.com/articles/1058428/sustainable-investing-works>

OIT (ORGANISATION INTERNATIONALE DU TRAVAIL), (2007), *La production des composants électroniques pour les industries des technologies de l'information: évolution des besoins de main-d'œuvre dans une économie mondialisée.* En ligne : [https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed\\_dialogue/---sector/documents/meetingdocument/wcms\\_161174.pdf](https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_dialogue/---sector/documents/meetingdocument/wcms_161174.pdf)

OBSERVATOIRE DE LA FINANCE DURABLE, (2021), *Qu'est-ce que la finance durable ?* En ligne : <https://observatoiredefinanceurable.com/fr/presentation/la-finance-durable/>

PIERARD, Arnaud, (2020), *Analyse algorithmique de méthodes d'attribution de scores ESG*, Louvain School of Management (UCL). En ligne : [file:///H:/dl/Pierard\\_66381800\\_2020.pdf](file:///H:/dl/Pierard_66381800_2020.pdf)

PIGNIN, Julien, (2022), *Méthodologie d'audit : prise de connaissance, évaluation, rapport*. L'expert comptable. En ligne : <https://www.l-expert-comptable.com/a/529542-la-methodologie-d-audit.html>

PROCOMPTABLE (Tunisie), *Chapitre cinq : Présentation des états financiers*. En ligne : <https://pdf4pro.com/amp/view/chapitre-5-pr-233-sentation-des-233-tats-financiers-2f0b61.html>

PWC, (2021), *Wie sich Klimarisiken einschätzen lassen*, PWC blog. En ligne : <https://blogs.pwc.de/de/sustaining-values/article/225431/wie-sich-klimarisiken-einschaetzen-lassen/>

PWC, (2016-2023) (1), *Sustainability and climate change*. En ligne : <https://www.pwc.be/en/challenges/esg/responsible-investing-esg-factors.html>

PWC, (2016-2023) (2), *Hit ESG investing in Private Equity while the iron is hot*. En ligne : <https://www.pwc.be/en/challenges/esg/responsible-investing-esg-factors.html>

PWC, (2016-2023) (3), *Companies must prepare now for the European taxonomy regulation*. En ligne : <https://www.pwc.be/en/challenges/esg/eu-taxonomy-regulation-and-disclosure.html#:~:text=The%20new%20legislation%20sets%20out,universal%20set%20of%20sustainability%20metrics.>

PWC, (2017-2023) , *SEC climate disclosures and your company*. En ligne : [https://www.pwc.com/us/en/services/esg/library/sec-climate-disclosures.html?WT.mc\\_id=CT3-PL300-DM1-TR1-LS3-ND30-PRG7-CN\\_ESG-Google&gclid=CjwKCAjwoIqhBhAGEiwArXT7K55xtQmmBZ5W0VvUVG2-NwP6YKswXc7Rv258mu840pU4UZq0RnkpxoC3\\_oQAvD\\_BwE&gclsrc=aw.ds](https://www.pwc.com/us/en/services/esg/library/sec-climate-disclosures.html?WT.mc_id=CT3-PL300-DM1-TR1-LS3-ND30-PRG7-CN_ESG-Google&gclid=CjwKCAjwoIqhBhAGEiwArXT7K55xtQmmBZ5W0VvUVG2-NwP6YKswXc7Rv258mu840pU4UZq0RnkpxoC3_oQAvD_BwE&gclsrc=aw.ds)

PWC, (2019-2023), *Divulgation de durabilité. SFDR et au-delà*. En ligne : <https://www.pwc.com/mt/en/publications/sustainability/sustainability-disclosures-sfdr-and-beyond.html>

QUANTALYS, (2023), *BNPP Easy ECPI Circ EcoLead UE EUR Acc.* En ligne : <https://www.quantalys.com/Fonds/749534>

RAIS, Alham, (2018), *Shell's Coal Gasification Technology Business to be Acquired by Air Products*. En ligne : <https://www.process-worldwide.com/shells-coal-gasification-technology-business-to-be-acquired-by-air-products-a-678280/>

RAJGOPAL, Shivaram, (2022), *ESG - Une défense, une critique (partie 2 maintenant) et une voie à suivre : une perspective pragmatique fondée sur des preuves*, Forbes, publié le 28 août 2022. En ligne : <https://www.forbes.com/sites/shivaramrajgopal/2022/08/28/esg--a-defense-a-critique-part-2-now-and-a-way-forward-an-evidence-driven-pragmatic-perspective/>

REDON, Nicolas, (2022), *La définition SFDR de l'investissement durable, une future controversée*. En ligne : <https://lessentiel.novethic.fr/blog/l-actu-1/post/la-definition-sfdr-de-l-investissement-durable-une-future-controverse-965>

RENAUD, Angèle, (2017), *L'audit environnemental : un dispositif de gestion à l'épreuve de logiques institutionnelles hétérogènes*, Finance contrôle stratégie, 20 mars 2017. En ligne : <https://journals.openedition.org/fcs/1995#:~:text=L'audit%20environnemental%20est%20d%C3%A9crit,R%C3%A9glement%20CE%20n%C2%B0%201221%2F>

RIVOALAN,S. & LOUVEL, S., (2010), *Investissement socialement responsable : l'heure du tri*, Les amis de la Terre France, synthèse. En ligne : <https://www.amisdelaterre.org/wp-content/uploads/2018/09/at-sept-2010---synthese-isr-l-heure-du-tri.pdf>

ROZET, Olivier, (2017), *ING Belgique. Responsabilité sociétale et communication*, travail de master, UCL, Louvain LN. En ligne : [https://dial.uclouvain.be/memoire/ucl/en/object/thesis%3A10499/dastream/PDF\\_01/view](https://dial.uclouvain.be/memoire/ucl/en/object/thesis%3A10499/dastream/PDF_01/view)

RSE& PED (Ressources et communauté pour la RSE avec les pays en voie de développement), (2003), *Les « Principes d'Équateur » – Une approche sectorielle à l'intention des institutions financières pour déterminer, évaluer et gérer le risque environnemental et social dans le financement de projets*. En ligne : <https://www.rse-et-ped.info/les-principes-de-equateur-une-approche-sectorielle-a-lintention-des-institutions-financieres-pour-determiner-evaluer-et-gerer-le-risque-environnemental-et-social-dans-le-financement-de-projets/>

RTBF, (2020), *ING vous propose d'investir durablement dans... l'armement*, Investigation. En ligne : <https://www.rtbf.be/article/ing-vous-propose-d-investir-durablement-dans-l-armement-10492615>

RTL info, (2020), *Des ONG dénoncent: ING finance, avec un label "socialement responsable", la SOCFIN qui produit de l'huile de palme dans des conditions critiquables.* En ligne : <https://www rtl.be/info/monde/economie/plusieurs-ong-denonce-le-financement-par-ing-sous-un-label-socialement-responsable-de-socfin-qui-produit-de-l-huile-de-palme-et-ne-serait-pas-1215138.aspx>

SACARELLO, Justine (KPMG), (2022), *ESG : Lutter contre l'écoblanchiment dans les services financiers*. En ligne : <https://www.internationaltaxreview.com/justine-sacarello>

SAIRE, Catherine & al., (2021), *Au cœur du TCFD. Comment anticiper la préparation de votre prochain reporting climatique ?*, Deloitte. En ligne : [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/fr/Documents/events/Webinar-Deloitte-TCFD-20-07\\_VDEF.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/fr/Documents/events/Webinar-Deloitte-TCFD-20-07_VDEF.pdf)

SAMI, (2022), *Critères ESG : définition, utilisation, exemples et limites*. En ligne : <https://www.sami.eco/blog/criteres-esg>

SANDBERG, Johachim & al., (2008), *L'hétérogénéité de l'investissement socialement responsable*. En ligne : <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-008-9956-0>

SARMAD, Naim, (2022), *SFDR latest updates: How good is good enough?*, IQEC. En ligne : <https://iqeq.com/insights/sfdr-latest-updates-how-good-good-enough>

SIVAVONLINE, (2023) (1), *BNP Paribas Easy ECPI Circular Economy Leaders UCITS ETF Cap - LU1953136527*. En ligne : <https://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=fiche&code=0000X026220>

SICAVONLINE, (2023) (2), *Catalogue des fonds*. En ligne : <https://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=catalogue&idcat=15>

SINGH, Anuj, (2015), *International Business Strategy of CRH PLC, University of Birmingham*. En ligne : [https://www.academia.edu/13308463/International\\_Business\\_Strategy\\_of\\_CRH\\_PLC](https://www.academia.edu/13308463/International_Business_Strategy_of_CRH_PLC)

SOMOFUS, (2019), *Quand AXA finance des crimes de guerre*. En ligne : [https://s3.amazonaws.com/s3.sumofus.org/images/RAPPORT\\_SUMOFUS\\_-QUAND\\_AXA\\_FINANCE DES CRIMES DE GUERRE.pdf](https://s3.amazonaws.com/s3.sumofus.org/images/RAPPORT_SUMOFUS_-QUAND_AXA_FINANCE DES CRIMES DE GUERRE.pdf)

SOUTO LOPEZ, M. & FECTEAU, F., (2019), *From ESG 2005 to ESG 2015: The Tightening of a Cognitive Framework*, The Online Journal of Quality in Higher Education - Vol. 6, no. 4, p. 124-133 (2019). En ligne : <https://dial.uclouvain.be/pr/boreal/object/boreal:223985>

STATISTA, (2023), *Greenhouse gas emissions intensity of Caterpillar worldwide from 2006 to 2021*. En ligne : <https://www.statista.com/statistics/619610/ghg-emissions-intensity-of-caterpillar/>

SUSTANALYTICS, (2023), *Company ESG Risk Ratings*. En ligne : [https://www.sustainalytics.com/esg-ratings?utm\\_term=esg%20score&utm\\_campaign=Shared++ESG+Risk+Rating+Public+Page++July+2020&utm\\_source=adwords&utm\\_medium=ppc&hsa\\_acc=4619360780&hsa\\_cam=10594802130&hsa\\_grp=128565810195&hsa\\_ad=548857242386&hsa\\_src=g&hsa\\_tgt=aud-1133441867712:kwd-362263095524&hsa\\_kw=esg%20score&hsa\\_mt=b&hsa\\_net=adwords&hsa\\_ver%20=3&gclid=Cj0KCQjw6cKiBhD5ARIIsAKXUdyZfNM1PERzL-g3t2qJrjtBwhYCSkBOR635ngYcrPdU0tSCScYtqolgaAgI6EALw\\_wCB](https://www.sustainalytics.com/esg-ratings?utm_term=esg%20score&utm_campaign=Shared++ESG+Risk+Rating+Public+Page++July+2020&utm_source=adwords&utm_medium=ppc&hsa_acc=4619360780&hsa_cam=10594802130&hsa_grp=128565810195&hsa_ad=548857242386&hsa_src=g&hsa_tgt=aud-1133441867712:kwd-362263095524&hsa_kw=esg%20score&hsa_mt=b&hsa_net=adwords&hsa_ver%20=3&gclid=Cj0KCQjw6cKiBhD5ARIIsAKXUdyZfNM1PERzL-g3t2qJrjtBwhYCSkBOR635ngYcrPdU0tSCScYtqolgaAgI6EALw_wCB)

SWISS RE, (2021), *Partnering for progress. 2021 sustainability performance Highlights*. En ligne : [https://reports.swissre.com/2021/assets/pdf/AR21\\_SURE\\_Sustainability\\_Report\\_2021.pdf](https://reports.swissre.com/2021/assets/pdf/AR21_SURE_Sustainability_Report_2021.pdf)

TANGUY, Clémence, (2015), *ETF et SICAV, quelles différences ?* En ligne : <https://www.cafedelabourse.com/archive/article/etf-sicav-differences>

TCFD, (2017), *Recommandations of the Task Force on Climate related Financial Disclosures*, Final report. En ligne : <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf>

TCFD, (2021), (2017) to (2021) implementing guidance (annex), *Summary of changes*. En ligne : <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/2021-Summary-of-Annex-Changes.pdf>

TCFD, (2022), *Task force on Climat-related Financial Disclosures, 2022 status report*. En ligne : <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2022/10/2022-TCFD-Status-Report.pdf>

TCFD, (2023) (1), *A propos*. En ligne : <https://www.fsb-tcfd.org/about/>

TCFD, (2023) (2), *Membre du groupe de travail. Président*. En ligne : <https://www.fsb-tcfd.org/members/michael-r-bloomberg/>

TCFD, (2023) (3), *Recommandations TCFD*. En ligne : <https://www.fsb-tcfd.org/recommendations/>

TOKYU REID, (2021), *GRI content index*. En ligne : [https://www.tokyureit.co.jp/files/page/TRE/20220530\\_GRI\\_E.pdf](https://www.tokyureit.co.jp/files/page/TRE/20220530_GRI_E.pdf)

TOUSSAINT, Béatrice, (2009), *La loi du 17.12.08 instituant notamment un comité d'audit dans les sociétés cotées et dans les entreprises financières*, Droitbelge. En ligne : [http://www.droitbelge.be/news\\_detail.asp?id=515](http://www.droitbelge.be/news_detail.asp?id=515)

TOWARDS SUSTAINABILITY, s.d., *Investissez dans quelque chose de bien*. En ligne : <https://towardssustainability.be/>

TRACKINSIDE, *Reuse ETF, BNP Paribas Easy ECPI Circular Economy Leaders*. En ligne : <https://www.trackinsight.com/en/fund/REUSE>

TRENDS-TENDANCES, (2017), *Les fonds d'investissement durable de KBC désormais exempts de combustibles fossiles*. En ligne : <https://trends.levif.be/economie/entreprises/les-fonds-d-investissement-durable-de-kbc-desormais-exempts-de-combustibles-fossiles/article-belga-752635.html>

TRENDS-TENDANCE, (2022) (2), *KBC Equity Fund Trends Classic*. En ligne : <https://www.lecho.be/les-marches/fonds/kbc-equity-fund-trends-classic.60125265.html>

TRÉSOR DE SA MAJESTÉ (HMT), (2020) (1), *Interim Report of the UK's Joint Government-Regulator TCFD Taskforce*. En ligne : <https://www.gov.uk/government/publications/uk-joint-regulator-and-government-tcfd-taskforce-interim-report-and-roadmap>

TRÉSOR DE SA MAJESTÉ (HMT), (2020) (2), *A Roadmap towards mandatory climate-related disclosures*. En ligne :

[https://archive.wikiwix.com/cache/index2.php?url=https%3A%2F%2Fassets.publishing.service.gov.uk%2Fgovernment%2Fuploads%2Fsystem%2Fuploads%2Fattachment\\_data%2Ffile%2F933783%2FFINAL\\_TCFD\\_ROADMAP.pdf](https://archive.wikiwix.com/cache/index2.php?url=https%3A%2F%2Fassets.publishing.service.gov.uk%2Fgovernment%2Fuploads%2Fsystem%2Fuploads%2Fattachment_data%2Ffile%2F933783%2FFINAL_TCFD_ROADMAP.pdf)

UNDP (United Nations Development Program), (2022), *About the SDG impact standards*. En ligne : <https://sdgimpact.undp.org/assets/About-the-SDG-Impact-Standards.pdf>

UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, (2019), *Air Products and Chemicals, Inc.* En ligne : <https://investors.airproducts.com/static-files/3ec868b5-5bc9-4e35-b888-2c731e4f60f1>

UNION EUROPÉENNE, (2019), *Règlement 2019/2088 du Parlement européen et du conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers*. En ligne : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=CELEX:32019R2088>

UNION EUROPÉENNE, (2020), *Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088*. En ligne : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=F>

USEPA (US Environmental Protection Agency), (2009), *Chemicals under the Toxic Substances Control Act (TSCA)*. En ligne : <https://www.epa.gov/chemicals-under-tsca>

VAN DEN BROEK, Ro & al., (2022), *L'investissement durable en Belgique : Regard sur 2021, nouvelles tendances et pistes de réflexion*, Forum Ersis. En ligne : [https://www.forumethibel.org/download\\_pub/18](https://www.forumethibel.org/download_pub/18)

VAN GEYTE, Johan, (2018), *KBC lance un fonds d'épargne-pension durable*. En ligne : <https://www.guide-epargne.be/epargner/actualites-generales/kbc-lance-un-fonds-d-epargne-pension-durable.html?referrer=https%3A%2F%2Fwww.google.com%2F>

VAN MALDEGEM, Peter, (2022), *Comment choisir les fonds les plus durables ?*, L'Echo du 22 mai 2022. En ligne : <https://www.lecho.be/les-marches/fonds/portefeuille/comment-choisir-les-fonds-les-plus-durables/10389005.html>

WEBB, Tobias, (2008), *ING : La banque tranquille, sérieuse en matière de durabilité*. En ligne : <https://www.reutersevents.com/sustainability/business-strategy/ing-quiet-bank-serious-about-sustainability>

WORDEN, Minky, (2022), *Des JO et une Coupe du monde entachés de violations des droits humains*, Human rights watch, publié originellement dans le Washington Post. En ligne : <https://www.hrw.org/fr/news/2022/01/10/des-jo-et-une-coupe-du-monde-entaches-de-violations-des-droits-humains>

WORKIVA, (2022), *An introduction to UE taxonomy*. En ligne : <https://www.workiva.com/uk/resources/introduction-eu-taxonomy#:~:text=what%20is%20the%20EU%20taxonomy.of%20environmentally%20sustainable%20economic%20activities>

WWF, (2022) (1), *Taxonomie européenne : le groupe d'experts de la Commission dit non au greenwashing du gaz fossile et du nucléaire*, Communiqué de presse. En ligne : <https://www.wwf.fr/vous-informer/actualites/taxonomie-europeenne-le-groupe-d-experts-de-la-commission-dit-non-au-greenwashing-du-gaz-fossile-et>

WWF, (2022) (2), *Pour les experts de la Commission européenne, la taxonomie doit s'appliquer à l'ensemble de l'économie*, communiqué de presse. En ligne : <https://www.wwf.fr/vous-informer/actualites/pour-les-experts-de-la-commission-europeenne-la-taxonomie-doit-s-appliquer-a-l-ensemble-de-la-economie>

YIN, R. K. (1994). *Case study research: Design and methods* (2 e éd.). Thousand Oaks : Sage Publications, Jstor. En ligne : <https://www.jstor.org/stable/23279888>

ZONEBOURSE, (2023), *Air Products and Chemical Inc.* En ligne : <https://www.zonebourse.com/cours/action/AIR-PRODUCTS-CHEMICALS-11666/notations/>

### **Sur support papier**

LOCKE, Karen, FELDMAN, Martha S. & GOLDEN-BIDDLE Karen, (2016), *Discovery, Validation and Live Coding*, in K.D. Elsbach & M. R. Kramer (Eds), Handobook of qualitative organizational research. Innovative pathways and ideas, N.Y., Routledge.

MIKOL, Alain, (1999), *Les audits financiers*, Paris : Editions d'Organisation.

RAFFEGEREAU J., DUFIS P. & DE MÉNONVILLE D., 1994, *L'audit financier*. Paris : Presses Universitaires de France.

REYMOND, William, (2006), *Coca Cola : l'enquête interdite*, Paris, Flammarion.

RUNFOLA, A., PERNA, A., BARALDI, E., et GREGORI, G. L., 2017, *The use of qualitative case studies in top business and management journals: A quantitative analysis of recent patterns*. European Management Journal, 35(1), 116–127. doi : 10.1016/j.emj.2016.04.001.

TRENDS-TENDANCES, 2022(1), *Comment identifier un « vrai » fonds durable ?*, Trends-Tendance du 26 mai 2022/81.