

**Haute Ecole**  
« ICHEC – ECAM – ISFSC »



BRUSSELS MANAGEMENT SCHOOL



**LOUVAIN**  
School of Management

Enseignement supérieur de type long niveau universitaire

## **Mesure de la performance des entreprises du secteur financier ciblées par le règlement SFDR : Étude d'évènement**

Mémoire présenté par :  
**Geoffrey VILEYN**

Pour l'obtention du double diplôme ICHEC -  
UCL (LSM) :  
**Master en gestion de l'entreprise**  
***Financial Track***  
Année académique 2023-2024

Promoteur :  
**Christel DUMAS**



**Haute Ecole**  
« ICHEC – ECAM – ISFSC »



BRUSSELS MANAGEMENT SCHOOL



**LOUVAIN**  
School of Management

Enseignement supérieur de type long niveau universitaire

## **Mesure de la performance des entreprises du secteur financier ciblées par le règlement SFDR : Étude d'évènement**

Mémoire présenté par :  
**Geoffrey VILEYN**

Pour l'obtention du double diplôme ICHEC -  
UCL (LSM) :  
**Master en gestion de l'entreprise**  
***Financial Track***  
Année académique 2023-2024

Promoteur :  
**Christel DUMAS**

## Remerciements

A l'issue de ce mémoire, je tiens à adresser mes sincères remerciement à ma promotrice, Christel Dumas, pour son accompagnement et sa bienveillance tout au long de la rédaction de ce mémoire. Ses conseils, son expertise et les réflexions apportés ont été d'une précieuse aide me poussant à aller plus loin dans mes propres recherches et observations.

Je tiens à exprimer de chaleureux remerciements à ma famille pour leurs constants encouragements tout au long de mes études et durant l'élaboration de ce travail.

Enfin, un très grand merci plus particulier à ma mère et ma tante, Patricia et Nadine, pour leur patience, leur disponibilité et leurs nombreuses relectures et soutiens m'ont aidé à relever les défis nécessaires à la réalisation de ce mémoire.

# Engagement anti-plagiat

« Je soussigné, VILEYN, Geoffrey, Master 2 (2023-2024), déclare par la présente que le Mémoire ci- joint respecte les règles de référencement des sources reprises dans le règlement des études en matière d'emprunts, de citations et d'exploitation de sources diverses signé lors de mon inscription à l'ICHEC (respect de la norme APA concernant le référencement dans le texte, la bibliographie, etc.); que ce travail est l'aboutissement d'une démarche entièrement personnelle; qu'il ne contient pas de contenus produits par une intelligence artificielle sans y faire explicitement référence. »

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

VILEYN Geoffrey

Le 05 janvier 2024

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Geoffrey Vileyn".

# Table des matières

<b>Introduction générale .....</b>	<b>1</b>
<b>Chapitre 1 : Contextualisation, la durabilité au sein de l'UE et le règlement SFDR</b>	<b>4</b>
1.    Le plan d'action de l'UE .....	4
2.    Financer la croissance durable .....	6
2.1.    Rapport d'experts à haut niveau de la finance durable .....	6
2.2.    Plan d'action : financer la croissance durable .....	8
2.2.1.    Réorienter les flux de capitaux vers des investissements durables .....	8
2.2.2.    Intégrer systématiquement la durabilité dans la gestion des risques .....	9
2.2.3.    Favoriser la transparence et une vision à long terme .....	10
3.    Le règlement SFDR : Publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.....	10
3.1.    Introduction.....	10
3.2.    Définition.....	11
3.3.    La publication spécifique à l'entité.....	13
3.4.    La publication spécifique au produit financier .....	14
3.4.1.    Article 6 .....	14
3.4.2.    Article 8 : « Light green » .....	15
3.4.3.    Article 9 : « Dark green » .....	16
3.5.    Le niveau 1 et 2 du règlement SFDR.....	17
3.6.    Les RTS : Normes Techniques de Réglementation .....	17
3.7.    La Taxonomie de l'UE et le règlement SFDR .....	18
<b>Chapitre 2 : Les problèmes et défis rencontrés lors de l'introduction du règlement SFDR .....</b>	<b>20</b>
1.    Interprétation et définition .....	20
1.1.    Problème d'interprétation .....	20
1.1.1.    La définition de l'investissement durable .....	20
1.1.2.    Le principe de « ne pas causer de préjudice important » .....	22
1.2.    Différence entre article 8 et 9 .....	23
1.2.1.    Les définitions .....	23
1.2.2.    Les reclassements et le « rebranding » .....	24
1.3.    Utilisations en tant que label .....	28
2.    La densité du règlement SFDR.....	29
3.    Le coût de la mise en place des outils .....	32
3.1.    Disponibilité de la donnée.....	33
3.2.    Qualité de la donnée .....	34
3.3.    Coût de la donnée .....	35
4.    Conclusion .....	35

<b>Chapitre 3 : Revue de littérature et hypothèses .....</b>	<b>37</b>
1. Réaction des marchés boursiers face à des nouvelles et annonces environnementales ou ESG .....	37
2. Réaction des marchés boursiers face à des nouvelles obligations de publication d'informations ESG.....	38
<b>Chapitre 4 : Étude d'évènement et résultats .....</b>	<b>40</b>
1. Introduction .....	40
2. Méthodologie.....	40
2.1. Étude d'évènement.....	41
2.1.1. Rendements normaux.....	43
Modèle statistique : Modèle de marché à 1 facteur .....	44
Modèle économique : Fama-French à 3 facteurs.....	44
2.1.2. Rendements anormaux .....	46
3. Collecte de données .....	47
3.1. Données .....	47
3.1.1. Choix de la date d'annonce.....	47
3.1.2. Rendements.....	48
3.1.3. Choix de l'échantillon.....	50
3.2. Statistiques descriptives.....	51
Test de normalité .....	52
3.3. Résultats.....	53
3.3.1. Résultat de l'introduction du règlement SFDR (9 décembre 2019) .....	54
Approche générale .....	54
Approche sectorielle.....	56
3.3.2. Résultat de l'entrée en vigueur du règlement SFDR (10 mars 2021) .....	57
Approche générale .....	57
Approche sectorielle.....	59
3.4. Limites .....	60
<b>Conclusion générale et discussions .....</b>	<b>61</b>
<b>Bibliographie .....</b>	<b>64</b>
<b>Compléments bibliographiques.....</b>	<b>75</b>
<b>Annexes.....</b>	<b>77</b>

## Table des tableaux

Tableau 1 : Dates choisies de l'étude d'évènement du règlement SFDR .....	48
Tableau 2 : Statistiques descriptives des variables en pourcentage .....	51
Tableau 3 : Statistiques descriptives par secteur d'activité en pourcentage .....	51
Tableau 4 : Corrélation du rendement de l'échantillon .....	52
Tableau 5 : Corrélation par secteur d'activité .....	52
Tableau 6 : Kurtosis et Skewness .....	53
Tableau 7 : Étude d'évènement du 09 décembre 2019 avec le modèle à 1 facteur pour l'échantillon complet .....	54
Tableau 8 : Étude d'évènement du 09 décembre 2019 avec le modèle à 3 facteurs pour l'échantillon complet .....	55
Tableau 9 : Étude d'évènement par secteur du 09 décembre 2019 avec le modèle à 1 facteur .....	56
Tableau 10 : Étude d'évènement par secteur du 09 décembre 2019 avec le modèle à 3 facteurs .....	57
Tableau 11 : Étude d'évènement du 10 mars 2021 avec le modèle à 1 facteur pour l'échantillon complet .....	58
Tableau 12 : Étude d'évènement du 10 mars 2021 avec le modèle à 3 facteurs pour l'échantillon complet .....	59
Tableau 13 : Étude d'évènement par secteur du 10 mars 2021 avec le modèle à 1 facteur .....	60
Tableau 14 : Étude d'évènement par secteur du 10 mars 2021 avec le modèle à 3 facteurs .....	60

## Table des figures

Figure 1 : Plan d'investissement pour une Europe durable. ....	5
Figure 2 : Proportion des fonds sous article 8 et 9 au Q2 et Q3 2021.....	25
Figure 3 : L'évolution des actifs sous gestion sous l'article 6, 8 et 9.....	26
Figure 4 : Les deux applications du règlement SFDR.....	29
Figure 5 : L'augmentation des politiques sur l'investissement durable dans le monde.....	30
Figure 6 : Chronologie de cette étude d'évènement .....	43
Figure 7 : La recherche du mot « SFDR » dans le SVI pour la période 01/01/2018 à 31/12/2021.....	48
Figure 8 : Rendements journaliers de l'échantillon après nettoyage.....	49
Figure 9 : Évolution du rendement de l'échantillon complet avec le modèle à 1 facteur pour le 9 décembre 2019. ....	55
Figure 10 : Évolution du rendement de l'échantillon complet avec le modèle à 3 facteurs pour le 9 décembre 2019. ....	56
Figure 11 : Évolution du rendement de l'échantillon complet avec le modèle à 1 facteur pour le 10 mars 2021. ....	58
Figure 12 : Évolution du rendement de l'échantillon complet avec le modèle à 3 facteurs pour le 10 mars 2021.....	59

# Liste des acronymes et abréviations

AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
EBA	Autorité bancaire européenne
EFAMA	Association des fonds européens et des gestionnaires d'actifs
EIOPA	Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles
ESA	Autorité européenne de surveillance
ESMA	Autorité européenne des marchés financiers
ESG	Environnement, Social et de Gouvernance
FEDD	Fonds européen pour le développement durable
FIA	Fonds d'investissement alternatif
FISMA	Stabilité financière, services financiers et union des marchés des capitaux
IOSCO	Organisation internationale des commissions de valeurs
IRP	Institution de retraite professionnelle
ISIN	International Securities Identification Numbers
MIFID	Markets in Financial Instruments Directive
NFRD	Non-Financial Reporting Directive
OPCVM	Organisme à placement collectif en valeurs mobilières
PAI	Principales Incidences Négatives
PEPP	Produit Paneuropéen d'Épargne-Retraite
RTS	Normes Technique de Règlementation
SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation
TCFD	Task Force on Climate Related Financial Disclosures
UE	Union Européenne

## Introduction générale

Au fil du temps la durabilité est devenue un sujet de plus en plus important pour de nombreuses industries, la finance n'en fait pas exception. En effet, avec une prise de conscience globale, de plus en plus d'initiatives et réglementations de durabilité font leurs apparitions. Avec les engagements pris lors des accords de Paris en 2015, l'Union européenne a mis en œuvre son Pacte vert de l'Europe : une feuille de route qui tend vers une transition énergétique et écologique dans le but de soutenir le développement durable. Elle contient un ensemble de plans d'actions pour les différents besoins de divers secteurs, ne faisant qu'accélérer la mise en place des réglementations de durabilité. Dans cette ruée vers la durabilité, on y retrouve le plan d'action « financer la croissance durable » qui constitue trois piliers majeurs : réorienter les flux de capitaux vers des investissements durables, intégrer la durabilité dans la gestion des risques et favoriser la transparence.

En effet, la transparence est un axe clé du plan, elle permet d'assurer le bon fonctionnement du système financier. Les acteurs des marchés financiers doivent avoir la possibilité de constater si les entreprises créent de la valeur à long terme et si leur gestion de risques en matière de durabilité, contribuant ainsi à un développement durable et à plus long terme (Commission européenne, mars 2018). Sans transparence, les risques de durabilité restent dans l'inconnu, une faible transparence financière de l'information environnementale affecte négativement le prix des actifs (Ge et al., 2023, p.3). Elle représente un élément nécessaire mais qui ne peut se réaliser à lui seul. C'est pourquoi le règlement SFDR qui porte sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers a été déployé. Toutefois, l'interrogation suivante se pose : les investisseurs sont-ils prêts pour une telle implémentation. Historiquement, la publication d'informations non financières touchant aux critères ESG n'a pas toujours été bien accueillie. Une étude conduite sur la directive 2014/95 par Grewal et al. (2015) avait souligné une réaction significativement négative de la part des investisseurs autour de la date d'adoption. Quid du règlement SFDR ?

L'objectif de ce mémoire est l'analyse de la performance des sociétés ciblées par le règlement SFDR mais également d'étudier si ce dernier est perçu comme favorable du point de vue des investisseurs. Notons déjà que les acteurs du secteur financier apparaissent comme sensibles au règlement SFDR selon Birindelli et al. (2023). Pour répondre à cette problématique, deux études d'évènement ont été conduites dans lesquelles nous avons identifié les rendements anormaux. Ces études concernent les entreprises européennes du secteur financier soumises au règlement SFDR.

Dans un premier temps, une contextualisation générale de la durabilité au sein de l’Union européenne a été exposée ainsi que les circonstances de la création du règlement SFDR. Assurément il ne s’agit pas du premier règlement sur la durabilité, la directive NFRD avait déjà vu le jour (Grewal et al., 2015). Toutefois il représente le premier règlement d’uniformisation de durabilité. Ensuite, le règlement SFDR a été détaillé avec les principaux acteurs concernés et, notamment les spécificités de publication d’informations pour les entreprises et pour les produits financiers.

Dans un second temps nous avons analysé les différents défis rencontrés par les acteurs des marchés financiers et conseillers financiers. La littérature existante sur la perception du règlement SFDR s’oriente vers un manque de clarté du règlement SFDR, risquant à des pratiques de *greenwashing* (Bodellini, 2023) dont nous détaillons la problématique d’interprétation allant de la définition de l’investissement durable au principe de « ne pas causer de préjudice important » ainsi qu’à l’absence de distinction claire entre la définition de l’article 8 et 9. Une des conséquences importantes fut les reclassements : plus de 40% des fonds d’investissements sont passés de l’article 9 à l’article 8. De plus, Cremasco et Boni (2022) ont aussi mis en avant un « changement d’image » en ajoutant ou en modifiant le nom des fonds par des termes durables tels que « sustainable », « ESG » ou encore « green ».

Au-delà des problématiques d’interprétations, d’autres défis majeurs ont aussi été passés en revue, notamment la densité du règlement. Le règlement SFDR, initialement de moins d’une vingtaine de pages, devient de plus en plus dense avec l’ajout de la taxonomie et des multiples nouvelles normes RTS. Une telle densité peut nuire à la transparence d’un règlement (Thomsen, 2011). Finalement, le défi de la mise en place de ces nouvelles normes n’est pas à négliger, de nombreuses nouvelles informations doivent être calculées et préparées. C’est pourquoi l’analyse des coûts, la disponibilité et la qualité de la donnée requise pour ce règlement ont également été détaillées.

Dans un troisième et dernier temps, nous avons développé les étapes utilisées pour l’étude d’évènement et les deux modèles de rendements normaux utilisés pour répondre à notre question de recherche. Après avoir expliqué le processus de collecte de données, des tests statistiques ont été réalisés afin de s’assurer de la normalité des données pour l’utilisation de nos deux modèles. Nous clôturons cette étude d’évènement par les résultats obtenus divisés en deux parties distinctes ; une approche avec notre échantillon au complet et une approche par secteur.

Lors de la première approche pour notre échantillon de 176 entreprises du secteur financier, nous avons observé une réaction statistiquement significative au moment de l'introduction du règlement SFDR. A la date de publication dans le journal officiel, nous pouvons constater une réaction négative, validant ainsi une sensibilité des investissements au règlement SFDR sur les marchés financiers européens décrite dans l'étude de Birindelli et al. (2023). Ce constat va également dans le sens de l'étude d'évènement conduite par Grewal et al. (2015) sur la directive NFRD. Cependant à la date d'entrée en vigueur, notre étude montre une réaction fort différente. Nous avons observé une réaction positive avec des *p-values* statistiquement significatives à partir du jour précédent la date d'entrée en vigueur. Dans le cas de ces deux dates d'évènement, le second modèle (Fama-French à 3 facteurs) est utilisé comme test de robustesse et a délivré les mêmes résultats.

Pour l'approche sectorielle, nous avons constaté une réaction statistiquement négative plus significative de la part des banques tandis que nous avons noté une réaction plus conséquente pour le secteur des assurances. Après analyse avec le modèle Fama-French à 3 facteurs, nous avons remarqué qu'il s'avère que seul le secteur bancaire réagit de manière statistiquement significative. Néanmoins, lors de son entrée en vigueur, seul le secteur des services financiers propose une réaction positive statiquement significative pour les deux modèles.

Ce mémoire apporte une contribution à la littérature sur les réactions observables face à de nouveaux règlements de publication d'informations non financières ainsi qu'aux réactions lors d'annonces ESG ou environnementales. Le règlement SFDR étant récent et qu'actuellement peu de littérature existe à ce sujet, ce travail suscite un complément d'éléments de réflexion quant à la perception des investisseurs sur les marchés financiers face au règlement SFDR et permet un apport à l'étude de Birindelli et al. (2023) qui expose uniquement une sensibilité.

# Chapitre 1 : Contextualisation, la durabilité au sein de l'UE et le règlement SFDR

## 1. Le plan d'action de l'UE

Depuis les dernières décennies, une prise de conscience globale s'est développée sur l'importance du changement climatique et l'impact environnemental. Plus récemment, l'Union Européenne avait déjà entamé plusieurs initiatives de développement durable, notamment la « finance verte » permettant de favoriser la transition au travers, entre autres, des entreprises du secteur financier. A la suite de l'Accord de Paris en 2015, la Commission Européenne lance le Pacte vert de l'Europe. Il représente la feuille de route qui tend vers une transition énergétique et écologique. L'un des objectifs majeurs du Pacte vert est la neutralité climatique de l'Union Européenne à l'horizon 2050 afin de respecter les engagements pris dans le cadre de l'accord de Paris (Commission européenne, 2023).

La Commission européenne s'est engagée à mobiliser au minimum 1 000 milliards d'euros destinés aux investissements durables privés et publics (Commission Européenne, 2020b) dans le but d'atteindre les différents objectifs définis par le Pacte vert pour l'Europe. Historiquement, la Commission européenne avait déjà proposé des budgets pour des investissements verts tels que le cadre financier pluriannuel (2021 - 2027) où 25% du budget, soit 503 millions, sont destinés à ce type d'investissement (Parlement européen, 2023), ou encore le programme InvestEU où une partie du budget est consacré aux objectifs climatiques pour mobiliser les capitaux privés dans des investissements durables. Cependant ces fonds publics ne suffisaient pas à remplir tous les objectifs fixés, il est impératif pour les économies européennes de revoir leurs stratégies. L'investissement public n'étant pas suffisant, les acteurs privés sont les catalyseurs de ce développement durable. Pour ce faire, trois piliers ont été mis en place (Commission Européenne, 2020b, p.2-3) :

- Un premier plan d'investissement pour une Europe durable mobilisant au moins 1 000 milliards d'euros d'investissements durables jusqu'à l'horizon 2030. Ce budget est destiné au climat et à l'environnement et permet d'attirer les financements privés.
- Un second plan d'investissement assurant une transition socialement équilibrée et équitable. Des outils sont nécessaires pour identifier correctement les investissements durables telle que la taxonomie de l'Union Européenne permettant aux établissements financiers et investisseurs privés de s'y retrouver.

- Un troisième plan d'investissement fournissant un soutien nécessaire aux administrations publiques en évaluant et planifiant leurs besoins.

Afin d'atteindre au moins 1 000 milliards d'euros d'investissements durables pour la période 2021-2027, un mécanisme vers une transition juste a été mis en place (figure 1). Cette mobilisation provient principalement du budget de l'UE qui dote son plan d'investissement de 503 milliards d'euros, auxquels s'ajoutent 114 milliards d'euros de cofinancements nationaux supplémentaires ainsi que 279 milliards d'euros d'investissements publics et privés du programme InvestEU. Ce dernier fournit une garantie permettant au groupe BEI (Banque européenne d'investissement) et aux banques nationales de développement d'investir dans un plus grand nombre de projets avec des risques plus importants, entraînant ainsi des investissements privés (Commission européenne, 2020a).

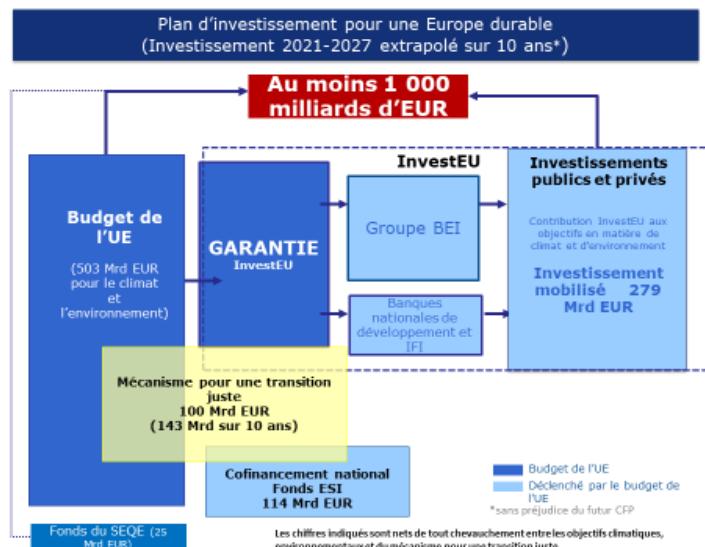


Figure 1 : Plan d'investissement pour une Europe durable.

Source : Commission européenne, 2020b.

Comme certains investissements sont trop risqués pour le secteur privé, le plan d'investissement débloque des fonds publics afin de réduire les risques et permet alors de mobiliser un plus grand nombre de financements privés. Grâce à cette réduction du risque, le programme InvestEU attire les investisseurs privés qui bénéficient de cette garantie.

Pour atteindre les objectifs de développement durable, le volume d'investissements nécessaires devra être conséquent. Ce volume représentant une contrainte importante, la Commission européenne a présenté en mars 2018 son « plan d'action : financer la croissance durable ».

## 2. Financer la croissance durable

En 2016, lors de l'état de l'Union, la Commission européenne a mandaté un groupe de 20 experts de haut niveau de la finance durable dans l'intention de constituer une stratégie et des recommandations de manière à permettre au système financier de soutenir la croissance au travers d'investissements durables (Commission européenne, 2016). Ces recommandations servent à la mise en place du règlement européen pour l'intégration de la durabilité dans le secteur financier.

### 2.1. Rapport d'experts à haut niveau de la finance durable

Le 31 janvier 2018, les experts ont rendu leur rapport final (Commission Européenne, 2018a) qui constitue les fondements du plan d'action pour une croissance durable, duquel découle le règlement sur l'intégration de la durabilité. Leur rapport propose des recommandations pour le système financier dans le but de soutenir l'investissement durable et présente l'idée d'une classification appelée « Taxonomie » afin de clarifier la définition de l'investissement durable permettant :

- la spécification du rôle des investisseurs vers une finance durable,
- l'amélioration de la publication d'informations concernant la prise en compte de la durabilité dans le processus de décision d'investissement,
- d'obtenir un label européen pour les fonds d'investissements verts ainsi qu'un standard européen pour les obligations vertes.

La Commission européenne s'en remet régulièrement à un groupe d'experts afin de récolter leurs avis et ainsi accélérer la mise en place de nouvelles politiques. Ces pratiques ont été critiquées pour leur manque de transparence et transmission au grand public étant donné qu'ils ont le pouvoir de nourrir ou de créer une opinion publique. Dans le cadre du plan de l'UE à la transition vers une finance durable, les défis de durabilité sont complexes, incertains et recoupent avec les intérêts de différents domaines. Néanmoins, dans le cas de la finance, il n'est pas encore très commun pour les régulateurs d'intégrer des informations non financières telle que la durabilité (Giamporcaro et al., 2023).

Dans leur rapport, le groupe d'experts précise l'importance de l'investissement durable sur le long terme. La finance durable ne peut pas prospérer si elle est alimentée par un désir d'investissements à court terme ; elle repose sur des fondamentaux stratégiques plutôt que sur des pratiques financières court-termisme. Ce défi est reflété dans l'analyse menée par les experts où marchés financiers et investisseurs persistent à s'orienter vers du profit à court terme. Ce mode de fonctionnement impacte directement les entreprises et

investisseurs qui désirent se focaliser vers un investissement durable tout en sacrifiant, par conséquent, les profits à court terme. Le marché financier est ainsi dominé par une orientation d'investissement sur un horizon pour lequel la raison d'investissement sous-jacente n'a pas le temps de se matérialiser (Commission Européenne, 2018a, p.45-48). Ce défi démontre l'importance d'un besoin d'investissement à long terme mais aussi d'un cadre politique à long terme pour la finance durable. Pour illustrer ce propos et à titre d'exemple fictif : une multinationale dans le domaine de l'informatique cotée en bourse, annonce un projet sur la construction d'un centre pour l'étude des maladies rares. L'investisseur orienté sur le court terme définit ce projet comme une opportunité d'investissement mais retire son profit quelques temps après, sans pour autant que la construction du centre soit terminée.

Plusieurs recommandations ont été publiées par le groupe d'experts dont les trois premières permettraient un changement rapide de la situation : instaurer une taxonomie au sein de l'Union Européenne pour les actifs durables, impliquer les investisseurs finaux en rendant les investisseurs responsables de l'impact de leurs investissements et favoriser la transparence de leurs investissements.

La première recommandation, ayant conduit à plusieurs règlements, permet de définir et de classifier correctement ce qu'on entend par « investissement durable ». L'objectif de la taxonomie, défini par le groupe d'experts, étant de créer des standards et labels pour les produits financiers durables, celle-ci s'applique tant aux obligations vertes qu'aux labels de fonds d'investissements.

La deuxième recommandation clarifie le rôle des investisseurs et par conséquent l'impact de leurs décisions d'investissements sur le long terme et sur le développement durable. Les gestionnaires de portefeuille, gérants d'actifs, intermédiaires financiers et fonds de pension doivent intégrer dans leur stratégie d'investissement les risques incluant les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance. Ces risques viennent s'ajouter aux obligations déjà requises par la directive MiFID II. Les gestionnaires informent également leurs clients de façon claire et transparente sur la manière dont leurs préférences liées aux risques ESG ont été incluses dans les décisions d'investissements. Ces mesures fournissent alors des informations plus complètes, plus précises et plus transparentes permettant aux investisseurs de mieux choisir leurs investissements.

La troisième recommandation aborde l'amélioration de la publication d'informations pour une meilleure transparence envers les parties prenantes. L'intégration des facteurs ESG dans la prise de décision des investisseurs au travers d'informations qualitatives,

pertinentes et fiables, rendent les investisseurs plus responsables des impacts et conséquences de leurs investissements. Le groupe d'experts suggèrent à la Commission d'implémenter les lignes directrices de la TCFD<sup>1</sup> publiée en juin 2017 (Commission Européenne, 2018a, p.25-26). Le rapport de la TCFD apporte des recommandations de publication d'informations financières liées à l'impact climatique des entreprises, s'articulant autour de quatre thématiques : gouvernance, stratégie, gestion du risque et indicateurs (Conseil de Stabilité Financière, 2017, p.13-23). Ce rapport apporte un cadre plus précis pour les sociétés en établissant une distinction entre le secteur financier et le secteur non-financier (Voir annexe 1 et 2). En supplément du rapport de la TCFD, la publication doit aussi se baser sur des rapports ESG européens déjà existants ainsi que sur l'Article 173<sup>2</sup> de la France pour une meilleure compréhension et besoin de clarté.

## 2.2. Plan d'action : financer la croissance durable

Ces trois recommandations ont servi à la mise en place du plan d'action pour le financement de l'investissement durable duquel ont découlé la taxonomie de l'UE (Règlement (UE) 2020/852) et le règlement SFDR (Règlement (UE) 2019/2088 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers).

Le 8 mars 2018, la Commission européenne publie le plan d'action : financer la croissance durable. Ce dernier a pour but de « *reconnaître que la prise en compte d'intérêts à plus long terme en matière de durabilité se justifie d'un point de vue économique et n'entraîne pas nécessairement une baisse des rendements pour les investisseurs* » (Commission Européenne, 2018b, p.2). Afin que la finance puisse répondre aux attentes sur les considérations ESG, ce plan d'action décrit les trois principaux efforts qui seront nécessaires pour parvenir aux objectifs escomptés de croissance durable.

### 2.2.1. Réorienter les flux de capitaux vers des investissements durables

La première action, la plus importante, comme énoncé par le groupe d'experts, est la création d'un système de classification unifié (Taxonomie) pour les activités durables au niveau européen. Il est primordial de différencier les activités durables des activités non durables. La Commission européenne mentionne la complexité d'un tel système

---

<sup>1</sup> La « Task Force on Climate-related Financial Disclosure » (TCFD) est une publication d'information quant aux risques financiers liés au climat. Cette divulgation d'information a été annoncée en 2015 par le conseil de stabilité financière (FSB).

<sup>2</sup> En France, l'article 173 de la loi sur la transition énergétique oblige les investisseurs institutionnels à la prise en compte de paramètres sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance.

(Commission Européenne, 2018b, p.5), indispensable à la comparaison d'activités durables grâce à des normes et labels.

Un plan d'investissement extérieur à l'UE avec l'aide du FEDD (Fonds européen pour le développement durable) a fourni un financement de 40 milliards d'euros destinés à inciter les flux de capitaux privés vers le durable. Dans cette réorientation, nous retrouvons les fonds d'investissements et distributeurs de produits ayant l'obligation de respecter les objectifs d'investissement et de tolérance aux risques des clients selon les directives MiFID II et DDA. Dorénavant, ces fonds devront prendre en considération les facteurs ESG lors de recommandations de produits financiers auprès de leurs clients. Enfin, pour permettre une meilleure cohérence d'évaluation de fonds quant aux objectifs de durabilité, des indicateurs de référence ont mis en place pour les investisseurs dans le suivi de ces produits financiers.

### 2.2.2. Intégrer systématiquement la durabilité dans la gestion des risques

Au cours de ces dernières années, l'intérêt porté à l'environnement et au social devient fondamental, et par extension, son impact financier évolue lui aussi. Les risques liés au changement climatique peuvent déclencher une instabilité financière au niveau des bilans des ménages, entreprises, banques et assureurs. Une banque exposée à des pertes à la suite d'une catastrophe naturelle est confrontée à réduire les prêts pour améliorer son capital réglementaire. Une réduction de l'offre de crédit peut également engendrer une baisse de la valeur des garanties, affectant le bilan des ménages et entreprises. L'impact économique d'un tel évènement est réduit lorsque les risques sont évalués et définis au préalable (Batten, Sowerbutts et Tanaka, 2016).

Par ailleurs, le manque d'intérêt de facteurs de durabilité de la part des gestionnaires peut exercer une influence non négligeable envers les clients qui minimisent alors ces formalités dû au manque ou à l'absence de communication claire. Cette omission pourrait entraîner par la suite un manque de considération aux risques en matière de durabilité et donc, à la performance de leurs investissements. Outre les gérants d'actifs, d'autres acteurs tels que les banques, assurances et fonds de pensions sont exposés à ce risque. En effet, les banques de la zone euro sont exposées à hauteur de 460-480 milliards d'euros face aux risques d'énergies fossiles. Les assurances le sont à hauteur de 300-400 milliards d'euros et les fonds de pensions à hauteur de 260-330 milliards d'euros. Ces montants conséquents soulèvent des questions quant aux potentielles conséquences des investissements dans les énergies fossiles (Weyzig et al., 2014). Au vu de leur exposition, il convient d'apporter une exigence prudentielle applicable à ces différents acteurs.

### 2.2.3. Favoriser la transparence et une vision à long terme

Depuis 2018, la directive 2014/95/UE, dite NFRD, a été complétée par l'obligation de double matérialité. Cette directive accordant une certaine souplesse dans l'expression de l'information publiée sur la durabilité (Commission Européenne, 2018b, p.11) ; la Commission s'est engagée à revoir les exigences de publication d'informations en matière de durabilité donnant lieu au règlement SFDR. Par ailleurs, comme mentionné précédemment, les entreprises européennes restent exposées à la pression du court-termisme par le marché. Or, l'investissement d'objectifs de développement durable présume une vision à long terme.

La réflexion apportée par le plan d'action : financer la croissance durable appuie considérablement sur l'importance et la priorité de la mise en place d'une taxonomie au niveau européen. En effet, une taxonomie détaillée assure une cohérence dans les activités économiques durables pour une meilleure comparabilité, une uniformisation du système de classification des investissements, une compréhension du risque d'investissement et permet de pallier au *greenwashing*<sup>3</sup>. D'importants volumes de capitaux sont déployés, c'est la raison pour laquelle le secteur financier joue un rôle crucial. La Commission se doit d'assurer la stabilité financière face aux nouveaux risques des facteurs ESG. L'élément clé de cette réorientation, outre la taxonomie, est le règlement SFDR.

## 3. Le règlement SFDR : Publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers

### 3.1. Introduction

Dans ce chapitre, nous investiguerons le règlement SFDR « *Sustainable Finance Disclosure Regulation* », ce qu'il signifie pour les entreprises et ce que les investisseurs peuvent en attendre. Le 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 a été publié le 9 décembre 2019 et est entré en vigueur le 10 mars 2021.

---

<sup>3</sup> Le « *Greenwashing* » est un terme spécifique utilisé en finance pour définir une pratique de promotion de produits financiers ou de conseils d'investissement comme s'ils avaient des caractéristiques environnementales, sociales, et de gouvernance, alors qu'en réalité ils ne proposent pas ces caractéristiques. (Eccles et Viviers, 2011).

Ce règlement introduit des « *règles harmonisées pour les acteurs des marchés financiers et les conseillers financiers relatives à la transparence en ce qui concerne l'intégration des risques en matière de durabilité et la prise en compte des incidences négatives en matière de durabilité dans leurs processus ainsi que la fourniture d'informations en matière de durabilité en ce qui concerne les produits financiers* » (Règlement (UE) 2019/2088, art. 1, p.7). Il renforce donc les obligations de transparence auprès des acteurs proposant des produits financiers et, ou, des conseils financiers. Ces derniers doivent alors indiquer les risques de durabilité dans leurs processus décisionnels d'investissements et, de surcroit, ils ont une obligation d'information au niveau de l'entité et des produits financiers. Concernant la publication spécifique à l'entité, les acteurs des marchés doivent publier leurs prises en compte des externalités négatives (PAIs) sur l'environnement et la société en matière d'investissement. En effet, une stratégie d'investissement, qu'elle aspire ou non à un but durable, peut contribuer à des effets négatifs sur l'environnement ou la société.

### 3.2. Définition

Au regard du règlement SFDR, l'article 2 expose les principales définitions en ce qui concerne :

→ un produit financier défini comme :

- un portefeuille géré conformément au point 6) du présent article
- un fonds d'investissement alternatif (FIA)
- un produit d'investissement fondé sur l'assurance
- un produit de retraite
- un régime de retraite
- un OPCVM ou
- un PEPP.

→ les acteurs des marchés financiers définis comme :

- une entreprise d'assurance qui propose des produits d'investissement fondés sur l'assurance
- une entreprise d'investissement fournissant des services de gestion de portefeuille
- une institution de retraite professionnelle (IRP)
- un initiateur de produit de retraite
- un gestionnaire de fonds d'investissement alternatif
- un fournisseur de produits paneuropéens d'épargne-retraite individuelle (PEPP)
- un gestionnaire de fonds de capital-risque éligible enregistré conformément à l'article 14 du règlement (UE) no 345/201

- un gestionnaire de fonds d'entrepreneuriat social éligible enregistré conformément à l'article 15 du règlement (UE) no 346/2013
- une société de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (ci-après dénommée «société de gestion d'OPCVM») ou
- un établissement de crédit fournissant des services de gestion de portefeuille.

→ les conseillers financiers définis comme :

- un intermédiaire d'assurance qui fournit des conseils en assurance relatifs à des produits d'investissement fondés sur l'assurance
- une entreprise d'assurance qui fournit des conseils en assurance relatifs à des produits d'investissement fondés sur l'assurance
- un établissement de crédit qui fournit des conseils en investissement
- une entreprise d'investissement qui fournit des conseils en investissement
- un gestionnaire de FIA qui fournit des conseils en investissement conformément à l'article 6, paragraphe 4, point b) i), de la directive 2011/61/UE ou
- une société de gestion d'OPCVM qui fournit des conseils en investissement conformément à l'article 6, paragraphe 3, point b) i), de la directive 2009/65/CE.

En complément, le règlement apporte une définition sur l'investissement durable, les facteurs de durabilité et le risque en matière de durabilité.

→ L'investissement durable : « Un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif environnemental, mesuré par exemple au moyen d'indicateurs clés en matière d'utilisation efficace des ressources concernant l'utilisation d'énergie, d'énergies renouvelables, de matières premières, d'eau et de terres, en matière de production de déchets et d'émissions de gaz à effet de serre ou en matière d'effets sur la biodiversité et l'économie circulaire, ou un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif social, en particulier un investissement qui contribue à la lutte contre les inégalités ou qui favorise la cohésion sociale, l'intégration sociale et les relations de travail, ou un investissement dans le capital humain ou des communautés économiquement ou socialement défavorisées, pour autant que ces investissements ne causent de préjudice important à aucun de ces objectifs et que les sociétés dans lesquels les investissements sont réalisés appliquent des pratiques de bonne gouvernance, en particulier en ce qui concerne des structures de gestion saines, les relations avec le personnel, la rémunération du personnel compétent et le respect des obligations fiscales. » (Règlement (UE) 2019/2088, art. 1, p.8).

- Les facteurs de durabilité : « Des questions environnementales, sociales et de personnel, le respect des droits de l'homme et la lutte contre la corruption et les actes de corruption. » (Règlement (UE) 2019/2088, art. 1, p.9).
- Le risque en matière de durabilité : « 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. » (Règlement (UE) 2019/2088, art. 1, p.9).

### 3.3. La publication spécifique à l'entité

Le règlement SFDR contient deux catégories de publications comme énoncé plus haut, la publication d'informations au niveau de l'entité et la publication au niveau des produits financiers. Ces dernières doivent être publiées dans les documents précontractuels, dans les rapports annuels et sur les sites internet. La publication d'informations en matière de durabilité au niveau des entités est définie par les articles 3, 4 et 5.

Selon l'article 3, les acteurs des marchés financiers ont le devoir de publier leurs politiques concernant l'intégration des risques de durabilité dans leurs processus décisionnels d'investissement. Cet article s'applique aussi aux conseillers financiers dans leurs conseils en investissement ou conseils en assurances (Règlement 2019/2088, art. 3).

L'article 4 définit l'obligation quant à la transparence sur l'effet des principales incidences négatives (PAI). D'après l'article 4(1), les acteurs des marchés financiers doivent publier sur leurs sites internet les principales incidences négatives de leurs décisions d'investissement relatives aux facteurs de durabilité. Dans le cas où ils ne prendraient pas en compte les PAI, les acteurs doivent énoncer clairement les raisons pour lesquelles ils n'incluent pas ces indicateurs et à quel moment ils considèrent devoir les prendre en compte. Les principales incidences négatives correspondent à un ensemble de mesures de 16 indicateurs obligatoires au total. Ils décrivent les impacts négatifs sur l'environnement et la société engendrés par l'acteur des marchés financiers ou par son produit financier. Les PAI prennent en compte la taille, la nature, la portée et la complexité des activités. L'article 4(3) distingue les petites et grandes entreprises. Les acteurs de plus de 500 employés sont dans l'obligation de publier les principales incidences négatives de leurs décisions d'investissements incluant les facteurs de durabilité. Cela s'applique aussi aux grands groupes sur base consolidée (Art. 4(4)), comptant les filiales UE et non-UE. Pour les entreprises de moins de 500 employés, les acteurs peuvent s'ils le souhaitent inclure ces principales incidences négatives. Le rôle des PAIs est d'expliquer comment un acteur des marchés financiers peut avoir un impact néfaste sur les facteurs de durabilité.

Enfin, l'article 5 est défini par la transparence des politiques de rémunération en ce qui concerne l'intégration des risques en matière de durabilité. Suivant l'article 5(1), les acteurs des marchés financiers et les conseillers financiers ont l'obligation d'inclure de quelle façon leur politique de rémunération est cohérente avec l'intégration des risques en matière de durabilité.

Chaque article exige que ces informations soient publiées sur le site internet de l'acteur des marchés financiers (Règlement (UE) 2019/2088, art. 3, 4, 5). La publication d'informations au niveau de l'entité est indépendante de la publication au niveau du produit financier. C'est-à-dire que l'acteur est dans l'obligation de publier les informations des articles 3, 4 et 5 indépendamment de la classification que l'acteur apporte à ses produits financiers.

### 3.4. La publication spécifique au produit financier

Les acteurs des marchés financiers intégrant les incidences négatives dans leurs décisions d'investissements concernant les facteurs de durabilités doivent apporter des informations concises, en termes qualitatifs ou quantitatifs concernant leurs effets et ce, pour chaque produit financier (Règlement (UE) 2019/2088 (20)). Comme il existait déjà plusieurs catégories de produits durables selon des degrés d'ambition différents, il était dès lors nécessaire de créer une séparation entre les produits financiers promouvant des caractéristiques environnementales ou sociales, et les produits financiers ayant pour objectif une incidence positive sur l'environnement et la société (Règlement (UE) 2019/2088 (21)). Le règlement SFDR a mis en place trois niveaux de classification pour les produits financiers auxquels différentes obligations s'appliquent.

#### 3.4.1. Article 6

L'article 6 est le premier niveau de classification pour un fonds d'investissement. Cet article stipule que les acteurs des marchés financiers sont contraints de publier une description sur la manière dont ils intègrent les risques en matière de durabilité dans leurs décisions d'investissements, ainsi que les résultats de l'évaluation d'un possible impact de ces risques sur le rendement de leurs produits financiers (Règlement (UE) 2019/2088, art. 6(1)).

Dans le cas où les conseillers financiers considèrent que les risques en matière de durabilité ne sont pas pertinents, ils ont l'obligation de joindre un explicatif clair et concis sur les raisons de cette estimation (Règlement (UE) 2019/2088, art. 6(2)). L'article 6 couvre donc les acteurs des marchés financiers tels que des fonds d'investissement intégrant la

durabilité dans leurs processus de décision d'investissement. Cela pourrait également comprendre des actions exclues par des fonds d'investissement ESG tels que les producteurs de tabac ou l'industrie de l'armement. La première étape dans l'intégration des critères ESG est souvent l'exclusion ou *avoidance screening*<sup>4</sup>. Les gestionnaires de fonds d'investissement, afin de mieux intégrer les critères ESG, commencent par l'exclusion de certains secteurs ou industries controversés tels que les armes, le tabac, l'exploitation et la production des énergies fossiles, l'alcool et les jeux d'argent (Deloitte, 2021).

Parmi les articles 6, 8 et 9, l'article 6 est celui qui requiert le moins d'obligations quant à la publication. Cependant, tous les acteurs des marchés financiers et conseillers financiers doivent se conformer aux exigences en rapport à l'intégration des risques en matière de durabilité dans leurs décisions d'investissements.

### 3.4.2. Article 8 : « Light green »

La seconde classification, l'article 8, représente la publication d'informations pour les produits financiers promouvant des caractéristiques environnementales ou sociales. Les acteurs des marchés financiers doivent inclure dans les informations précontractuelles une explication de la promotion des caractéristiques environnementales ou sociales, ou les deux. Quand un produit financier promeut des caractéristiques environnementales ou sociales, ou les deux, l'entreprise dans laquelle ces investissements ont été réalisés doit appliquer des pratiques de bonne gouvernance (Règlement (UE) 2019/2088, art. 8(1)). L'article 8 requiert également une publication d'informations si un indice a été choisi comme indice de référence, et ce, en quoi il est cohérent aux caractéristiques environnementales et / ou sociales (Règlement (UE) 2019/2088, art. 8(1.b)).

L'article 8 ne fixe pas d'exigences concernant le design des produits financiers. Autrement dit, la composition du portefeuille d'investissement, le seuil minimum d'investissement, le style d'investissement, les outils, stratégie ou méthodologie d'investissement ne font pas partie des exigences (ESMA, Ref. Ares(2021)4556843, 2021, p.8-9).

Toutefois, il est nécessaire pour les acteurs des marchés financiers et conseillers financiers d'inclure de quelle manière ces caractéristiques ont été réalisées et quelle méthodologie a été utilisée pour évaluer, mesurer et surveiller ces mêmes caractéristiques ou l'incidence globale du produit financier en matière de durabilité (Règlement (UE) 2019/2088,

---

<sup>4</sup> « *Avoidance screening* » (ou « *negative screening* ») est un outil utilisé par les gestionnaires de portefeuille dans le but d'exclure certains secteurs, émetteurs, ou titres ayant des performances ESG faibles par rapport à l'industrie (PRI, 2020).

art. 10(1.b)). En supplément, l'article 11(1) décrit les informations devant figurer dans les rapports périodiques. Ces exigences ont été définies dans le niveau 2 des RTS (Normes Techniques de Réglementation), expliquées dans la prochaine section.

### 3.4.3. Article 9 : « Dark green »

Le troisième niveau de classification est défini par l'article 9. Un produit financier, classifié en tant qu'article 9, a pour objectif l'investissement durable. Les investissements effectués doivent correspondre à la définition, citée précédemment, de l'investissement durable. Les informations à publier contiennent une description sur la manière dont l'objectif de l'investissement durable doit être atteint dans le cas où aucun indice n'a été désigné comme indice de référence (Règlement (UE) 2019/2088, art. 9(2)). Dans le cas où un indice a été désigné comme référence, le produit financier doit inclure des informations sur l'alignement de l'indice avec l'objectif d'investissement durable, ainsi qu'une explication des raisons d'une possible différenciation avec un indice de marché large (Règlement (UE) 2019/2088, art. 9(1)). Si l'objectif du produit financier est une réduction des émissions de carbone, l'article 9(3) indique que les informations à publier contiennent l'objectif de faible exposition aux émissions de carbone pour répondre aux objectifs des accords de Paris sur la limitation du réchauffement planétaire. D'après le rapport final du projet des RTS, article 27 (ESMA, JC 2021 03, 2021, p.33-34), les produits classifiés sous l'article 9 avec un objectif d'une réduction des émissions de carbone, doivent inclure une explication avec comme indice de référence, l'indice de « transition climatique » ou « accord de Paris » (Règlement (UE) 2019/2088, art. 1, p.12). Si aucun de ces deux indices de référence n'est disponible, les informations à publier doivent démontrer comment, avec des efforts continus, l'objectif de réduction des émissions de carbone est atteint.

Tout comme pour l'article 8, les produits financiers sous l'article 9 ont l'obligation de publier une description de l'objectif d'investissement durable, la méthodologie utilisée pour évaluer, mesurer et surveiller l'incidence des investissements durables ou l'incidence globale du produit financier en matière de durabilité (Règlement (UE) 2019/2088, art. 10(1.b)). Néanmoins, l'article 11(1.b) oblige les produits financiers sous l'article 9 d'utiliser un indice de référence pour apporter une comparaison entre l'incidence globale liée au produit financier en matière de durabilité et les incidences liées à l'indice de référence choisi avec l'aide d'un indice de marché large. De plus, l'article 9 intègre le principe de ne pas causer de préjudice important aux objectifs environnementaux ou sociaux dans la définition de l'investissement durable (Règlement (UE) 2020/852 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088).

### **3.5. Le niveau 1 et 2 du règlement SFDR**

Les obligations d'informations sont entrées en vigueur le 10 mars 2021. Cependant, la mise en œuvre s'est déroulée en deux phases. Le niveau 1 représente les informations essentielles, à savoir, la publication d'informations spécifiques au niveau de l'entité, les principales incidences négatives et la publication d'informations spécifiques au niveau du produit financier pour les articles 6, 8 et 9. Tandis que le niveau 2 englobe les informations renforcées pour les principales incidences négatives des entités et les informations au niveau du produit financier pour les articles 8 et 9 uniquement. La publication des normes techniques de réglementation (RTS), appelée niveau 2 du règlement SFDR, était initialement prévue avant décembre 2021 pour entrer en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2022, mais a finalement été publiée le 25 juillet 2022 pour entrer en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2023. Ce décalage est dû à la volonté de la Commission européenne d'être en mesure de proposer une cohérence du plan d'action : financer la croissance durable. Il est nécessaire d'avoir une harmonie entre la réglementation déjà existante (Règlement SFDR niveau 1) et la taxonomie de l'Union européenne, détaillée à la section 3.7.

Bien que le règlement SFDR niveau 1 puisse apporter des obligations de publications en matière de durabilité et une classification des produits financiers au travers des articles 6, 8 et 9, certaines pièces du puzzle restent manquantes. Les trois Autorités européennes de surveillance (ESAs), soit l'Autorité bancaire européenne (EBA), l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA)<sup>5</sup> ont publié la version finale des normes techniques de réglementation (RTS). L'objectif de ces normes techniques est de clarifier le contenu, les méthodes et la présentation des informations en lien avec les indicateurs de durabilité concernant les incidences négatives (Règlement (UE) 2019/2088 (30)).

### **3.6. Les RTS : Normes Techniques de Réglementation**

Les Autorités européennes de surveillance (ESAs) ont développé le projet des normes techniques de réglementation publié le 2 février 2021 en ce qui concerne le contenu, les méthodologies et la présentation des informations en matière de durabilité conformément à l'article 2a(3), article 4(6) et (7), article 8(3), article 9(5), article 10(2) et article 11(4) du règlement (UE) 2019/2088. Ce projet RTS, avec ses annexes, est une réponse à la proposition des RTS publiée le 23 avril 2020 et apporte des détails et précisions pour le

---

<sup>5</sup> Les Autorités européennes de surveillance (ESAs) représentent l'Autorité bancaire européenne (EBA), l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA).

niveau 1 du règlement SFDR (ESMA, JC 2020 16, 2020). Il clarifie, au niveau de l'entité, la publication des principales incidences négatives de décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité. Au niveau du produit financier, le projet RTS éclairent aussi la publication d'informations précontractuelles sur le site internet, dans les rapports périodiques pour les produits repris sous l'article 8 et 9, et sur le principe de ne pas causer de préjudice important.

Le 15 mars 2021, les ESAs ont déployé des RTS relatifs aux informations sur les produits liés à la taxonomie, provenant du règlement (UE) 2020/852 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088. Ces nouveaux RTS ajournent les précédents RTS sur le règlement SFDR afin d'éviter la création d'un nouvel ensemble de règles qui alourdirait un peu plus la compréhension et application de cette réglementation. L'objectif à atteindre est de créer un seul et unique règlement pour la publication d'informations en matière de durabilité (ESMA, JC 2021 22, 2021, p.6).

Finalement, le 22 octobre 2021, les ESAs ont publié la version finale du projet des normes techniques de réglementation concernant le contenu et la présentation des informations conformément à l'article 8(4), article 9(6) et article 11(5) du règlement (UE) 2019/2088. Ces articles ont été perfectionnés par les RTS et à la suite de l'article 25 du règlement (UE) 2020/852, dit la taxonomie, modifiant le règlement SFDR. Les ESAs ont donc pu élaborer ce projet RTS en complétant les données sur les informations à publier concernant les produits liés à la taxonomie. Ces normes techniques modifiées apportent des modèles obligatoires pour les informations précontractuelles et les rapports périodiques avec, en complément des RTS publiés en février 2021, des modèles modifiés spécifiques aux obligations de publications de la taxonomie.

### 3.7. La Taxonomie de l'UE et le règlement SFDR

Le règlement (UE) 2020/852, dit taxonomie de l'UE, est lié de près au règlement (UE) 2019/2088, dit règlement SFDR. La taxonomie a été publiée le 22 juin 2020 avec pour objectif de définir un système de classification uniformisé déterminant si une activité économique peut être considérée comme durable sur le plan environnemental (Règlement (UE) 2020/852, article 1(1)). Cette classification est applicable aux acteurs des marchés financiers et aux émetteurs de produits financiers. Afin qu'une activité économique soit considérée comme durable sur le plan environnemental, elle doit contribuer substantiellement à au moins un des six objectifs suivants (Règlement (UE) 2020/852, art. 3 et 9) sans causer de préjudice important aux autres objectifs :

- a) l'atténuation du changement climatique;
- b) l'adaptation au changement climatique;
- c) l'utilisation durable et la protection des ressources aquatiques et marines;
- d) la transition vers une économie circulaire;
- e) la prévention et la réduction de la pollution;
- f) la protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes.

Bien que la taxonomie de l'UE soit un règlement différent, elle reste connectée à la majorité des articles du règlement SFDR et modifie aussi ce dernier par l'article 25. L'article 5 de la taxonomie stipule qu'un produit visé par l'article 9 du règlement SFDR doit publier les informations se rapportant à l'objectif ou aux objectifs environnementaux auxquels contribue l'investissement sous-jacent au produit financier, lorsqu'il investit dans une activité économique qui contribue à au moins un des six objectifs mentionnés (Règlement (UE) 2020/852, art. 5(a)). D'autre part, une description est requise quant à la manière et la mesure dont les investissements effectués sont considérés comme durables en ce qui concerne les activités économiques sur le plan environnemental (Règlement (UE) 2020/852, article 5(b)). Pour les produits financiers classifiés sous l'article 8 du règlement SFDR, les mêmes obligations de publication que l'article 9 s'appliquent (Règlement (UE) 2020/852, art. 6). Pour les produits financiers sous l'article 6 du règlement SFDR, les acteurs des marchés financiers et émetteurs de produits financiers doivent indiquer la déclaration suivante : « Les investissements sous-jacents à ce produit financier ne prennent pas en compte les critères de l'Union européenne en matière d'activités économiques durables sur le plan environnemental » (Règlement (UE) 2020/852, art. 7, p.28). La taxonomie apporte une clarification significative au règlement SFDR.

## Chapitre 2 : Les problèmes et défis rencontrés lors de l'introduction du règlement SFDR

L'apparition du règlement SFDR et de la taxonomie de l'UE est une avancée majeure dans la finance durable. Elle permet de répondre directement à l'objectif de réorientation des flux de capitaux vers des investissements durables du plan d'action : financer la croissance durable. Ces deux règlements ont pour but d'apporter également une possibilité de comparaison d'investissements par catégorie d'intégration de durabilité et d'aider l'investisseur dans ses décisions, répondant ainsi aux deux objectifs complémentaires : intégrer systématiquement la durabilité dans la gestion des risques, favoriser la transparence et une vision à long terme. Toutefois, l'implémentation du règlement SFDR a dû faire face à plusieurs défis.

### 1. Interprétation et définition

#### 1.1. Problème d'interprétation

##### 1.1.1. La définition de l'investissement durable

Le règlement SFDR contient plusieurs termes et définitions qui laissent une place à l'interprétation. La définition de l'investissement durable est un élément clé dans le règlement SFDR, la classification des articles 8 et 9 repose sur cette dernière. Il est essentiel que les acteurs des marchés financiers puissent classifier un produit financier ayant pour objectif l'investissement durable, article 9, et dans le cas contraire, sous l'article 8. Pour être considéré comme un investissement durable, l'article 2(17) énumère un ensemble de critères.

Un investissement durable est qualifié soit par un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif environnemental, soit un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif social et, dans les deux cas, ne cause pas de préjudice important. De plus, les sociétés dans lesquelles les investissements sont réalisés doivent appliquer des pratiques de bonne gouvernance. La première partie de la définition expose un investissement dans une activité économique, néanmoins ce type d'activité n'est défini ni dans le règlement SFDR, ni dans les normes techniques de réglementation (Bowen et Ní Riain, 2023). La deuxième partie de la définition exprime un objectif environnemental ou un objectif social. L'objectif social est bien défini par une contribution à la « lutte contre les inégalités ou qui favorise la cohésion sociale, l'intégration sociale et

les relations de travail, ou un investissement dans le capital humain ou des communautés économiquement ou socialement défavorisées » (Règlement (UE) 2019/2088, art. 1, p.8). Cependant, l'objectif environnemental laisse, quant à lui, apparaître un manque de développement dans sa définition. Ce dernier est défini par des exemples « d'indicateurs clés en matière d'utilisation efficace des ressources concernant l'utilisation d'énergie, d'énergies renouvelables, de matières premières, d'eau et de terres, en matière de production de déchets et d'émissions de gaz à effet de serre ou en matière d'effets sur la biodiversité et l'économie circulaire » (Règlement (UE) 2019/2088, art. 1, p.8). En revanche, aucun objectif environnemental n'est listé contrairement à l'objectif social. La taxonomie, arrivée plus tard, a apporté une clarification avec ses six objectifs environnementaux permettant de compléter cette définition. Néanmoins, la définition du règlement SFDR ne fait pas référence à ces six objectifs environnementaux de la taxonomie. Dans la déclaration du comité mixte, les ESAs identifient cette anomalie et ont débattu à savoir si des produits avec un objectif environnemental selon l'article 9 du règlement SFDR s'alignent sur les six objectifs environnementaux de la taxonomie de l'UE. Il a été conclu qu'une telle approche doit être encouragée car ceci contribuerait à la comparabilité des produits financiers durables et à limiter le *greenwashing* (ESMA, JC 2020 16, 2020, p.8). Cette décision indique par conséquent que l'objectif environnemental du règlement SFDR peut se caler sur les six objectifs environnementaux de la taxonomie. D'autre part, dans cette même consultation, les ESAs stipulent que l'article 2(17) du règlement SFDR portant sur la définition de l'investissement durable ne contient pas de référence à la taxonomie (ESMA, JC 2020 16, 2020, p.9). Cette dernière remarque mentionnée par les ESAs sous-entend l'opposé de la première remarque. Ce point a été clarifié plus tard dans la consultation de la publication concernant la taxonomie (ESMA, JC 2021 22, 2021), levant ainsi le point de doute sur l'objectif environnemental essentiel au règlement SFDR.

La deuxième problématique d'interprétation de la définition d'investissement durable sur l'objectif environnemental se situe dans la consultation de la publication en matière de durabilité liée à la taxonomie, datant du 15 mars 2021. Les Autorités européennes de surveillance apportent des clarifications en proposant des modifications des RTS du règlement SFDR. Ils proposent notamment pour l'article 13(3)(cc), sur la présentation des informations précontractuelles pour les produits financiers sous l'article 8, de définir les objectifs auxquels contribuent les investissements durables et comment ces derniers ne causent pas de préjudice important. L'article 16a(1)(a) de la consultation vient compléter l'article 13(3)(cc) avec des obligations additionnelles pour les produits financiers référés dans l'article 6 de la taxonomie, à savoir les produits financiers de l'article 8 qui promeut des caractéristiques environnementales de la taxonomie. Alors que l'article 16a(1)(b) fait mention de produits financiers « réalisant un ou plusieurs investissements durables » sous-

entendant les produits financiers sous l'article 8 ou 9. La suite de l'article 16a(1)(b) évoque « une description sur comment les investissements durables de ces produits financiers contribuent à l'objectif d'investissement durable sans causer de préjudice important » ce qui, dans ce cas, sous-entend les produits financiers sous l'article 9. De plus, cet article ne contient aucune référence aux six objectifs environnementaux de la taxonomie, laissant suggérer que les objectifs environnementaux mentionnés dans la définition de l'investissement durable comprennent non seulement ceux de la taxonomie mais aussi d'autres objectifs environnementaux.

Les définitions de l'investissement durable antérieures au règlement présentaient certaines lacunes. Dorénavant l'article 2(17) du règlement (UE) 2019/2088 apporte un niveau de détails supérieur contrairement aux autres définitions. Malgré l'effort fourni pour arriver à une définition aboutie, il reste certains points dont l'interprétation est à discuter. L'absence de consensus sur une définition commune de l'impact social et environnemental crée un risque de confusion et de divergence dans le domaine de la finance durable. Ce risque peut engendrer l'incapacité d'identifier et d'uniformiser les mesures des données et donc nuire aux principes de comparabilité de produits financiers (Bengo et al., 2022).

### 1.1.2. Le principe de « ne pas causer de préjudice important »

Il n'est pas suffisant qu'un investissement durable contribue à un objectif social ou environnemental dans des sociétés appliquant des pratiques de bonne gouvernance, ce dernier doit aussi « ne pas causer de préjudice important » à l'objectif social ou environnemental. Toutefois, dans le règlement (UE) 2019/2088, aucune description ou explication n'est apportée sur ce principe (Lai, 2023 ; Carabia et Pierron, 2022). Le manque d'information ne permet donc pas de jauger jusqu'à quel niveau un investissement peut causer un préjudice étant donné que « ne pas causer de préjudice important » implique la possibilité de causer un préjudice tant qu'il n'est pas considéré comme important. Toutefois, même si le règlement SFDR ne mentionne aucune définition du principe, l'article 25(1) du règlement (UE) 2020/852 qui modifie le règlement SFDR concerne le principe DNSH<sup>6</sup>. L'article 25(1) de la taxonomie déclare que les ESAs élaborent des projets de normes techniques de réglementation sur le contenu et la présentation des informations du principe DNSH tout en ayant une cohérence avec le contenu, les méthodes et la présentation des indicateurs de durabilité des incidences négatives. L'article 25(2) stipule que les ESAs soumettraient les RTS au plus tard le 30 décembre 2020. Mais il a fallu attendre le 2 février 2021 pour avoir des clarifications sur le principe DNSH (ESMA, JC 2021 03, 2021,

---

<sup>6</sup> Le principe DNSH correspond au principe de « ne pas causer de préjudice important ». Afin de rester aligné à l'ensemble du texte, l'abréviation provient de l'anglais : « *Do Not Significantly Harm* ».

p.118). Un produit financier article 9 doit prouver qu'il ne cause pas de préjudice important à aucun des indicateurs d'incidences négatives.

Le principe de ne pas causer de préjudice important est un élément notable dans la définition de l'investissement durable étant donné qu'il consiste en l'un des points pour différencier l'article 8 de l'article 9. Les produits financiers associés à l'article 9 investissent dans un large choix d'actifs sous-jacents tant qu'ils sont qualifiés d'investissements durables. Les produits associés à l'article 8, quant à eux, ont une ambition inférieure en matière de durabilité. Cette infériorité est traduite par l'absence du principe de ne pas causer de préjudice important. Comme l'article 8 « promeut, entre autres caractéristiques, des caractéristiques environnementales ou sociales, ou une combinaison de ces caractéristiques, pour autant que les sociétés dans lesquelles les investissements sont réalisés appliquent des pratiques de bonne gouvernance » (Règlement (UE) 2019/2088, article 8, p.11-12), il rejoint de près la définition de l'investissement durable et, par extension, l'article 9. Par conséquent, un doute de compréhension quant au principe de ne pas causer de préjudice important peut avoir un impact sur la bonne classification d'un produit financier.

## 1.2. Différence entre article 8 et 9

### 1.2.1. Les définitions

L'article 9 définit un produit financier ayant pour objectif l'investissement durable et l'article 8, définit un produit financier promouvant « des caractéristiques environnementales ou sociales (...) pour autant que les sociétés dans lesquelles les investissements sont réalisés appliquent des pratiques de bonne gouvernance » (Règlement (UE) 2019/2088, art. 8, p.11). Si la définition de l'investissement durable comporte des lacunes, la frontière entre l'article 8 et 9 s'affaiblit.

Au moment de la communication du règlement SFDR, aucun article ne stipulait des indications claires pour les caractéristiques environnementales et sociales que l'article 8 doit promouvoir. Par conséquent, il est légitime de se demander comment de telles caractéristiques peuvent être atteintes et quelles méthodologies doivent être appliquées pour faire en sorte qu'elles soient atteintes. Le même obstacle se présente pour l'article 9. Ces pratiques peuvent être déterminées et fixées indépendamment par les acteurs des marchés financiers dès lors qu'ils conçoivent leurs produits financiers. La problématique qui en ressort, est cette liberté donnée aux acteurs des marchés de décider eux-mêmes de

toutes ces questions, pouvant ainsi entraîner d'importantes divergences entre les produits financiers quant à leur niveau de durabilité (Bodellini, 2023).

Ce défi de différenciation entre l'article 8 et 9 permet aux acteurs financiers et conseillers financiers d'utiliser et mettre en avant un produit financier mal classé. Mais il permet surtout qu'un conseiller financier fournit une mauvaise recommandation à un investisseur, en d'autres termes, un conseil sur un produit financier dit durable alors qu'il ne l'est pas, dû au flou d'interprétation. En conséquence, il en découle que le conseiller financier peut aviser l'investisseur que ces produits sont durables sans pour autant qu'ils le soient, en connaissance de causes ou non (Busch, 2023, p.303). On peut également supposer que le conseiller financier pourrait être au courant du flou réglementaire mais malgré tout, proposer un tel conseil. Cette pratique volontaire ou involontaire de promouvoir un produit financier repris sous l'article 9 alors qu'il est en réalité soumis à l'article 8 s'apparente à du *greenwashing*. Une mauvaise représentation peut amener à une promotion de produit financier non-conforme au profil de l'investisseur et, pouvant ainsi nuire à l'investisseur final en quête d'un investissement vert (Bodellini, 2023).

### 1.2.2. Les reclassements et le « *rebranding* »

Depuis l'entrée en vigueur du règlement SFDR, plusieurs reclassements importants se sont déroulés. Le rapport publié par Morningstar, s'intitulant « SFDR - The First 20 Days », avait déjà identifié une volonté de la part des gestionnaires d'actifs d'allouer le plus grand nombre de fonds sous l'article 8 ou 9. Certains de ces gestionnaires avaient déjà déplacé l'entièreté de leurs fonds sous l'article 8 ou 9 tels que SPP et Mirova, mais aussi de grands fournisseurs de produits financiers comme Amundi et BNP Paribas avaient déjà classifié 60% et 80% de leurs produits existants, au bout de 20 jours. Parmi les fonds classifiés, on peut observer plusieurs approches découlant des différentes interprétations des gestionnaires. Dans ce premier exercice de classification, les gestionnaires ont choisi d'avoir une approche conservatrice par peur de voir leurs produits être rétrogradés ultérieurement ou ont décidé d'interpréter le règlement SFDR, résultant dans les deux cas, en une vaste gamme de produits financiers. Néanmoins, les gestionnaires se disaient ressentir la pression des distributeurs de produits et de fonds afin d'obtenir le plus grand nombre de produits financiers sous l'article 8 et 9.

En septembre 2021, selon les données de Morningstar Direct (Bioy, 2021), 21,7% des fonds disponibles dans l'UE à cette période sont sous l'article 8 du règlement SFDR et 2,8% sont sous l'article 9. Les deux catégories combinées représentent près d'un quart des fonds dans l'UE, ils représentent également près de 37% d'actifs sous gestion, soit 3 320 milliards

d'euros, en excluant les fonds des marchés monétaires, les fonds nourriciers et les fonds de fonds. Depuis l'entrée en vigueur en mars 2021, l'afflux de capitaux entrants vers les articles 8 et 9 ne fait que s'accélérer. Les gestionnaires, sous la pression grandissante des distributeurs de produits financiers, ont continué d'optimiser leurs stratégies, de reclasser les fonds et d'en lancer de nouveaux répondant aux exigences de l'article 8 ou 9. Au troisième trimestre 2021, pas moins de 50% des nouveaux fonds dans l'univers d'analyse de Morningstar ont été lancés en tant qu'article 8 ou 9 comparés au second trimestre 2021 où seul 42% des nouveaux fonds étaient sous l'article 8 ou 9 (Figure 2). L'EFAMA (Association des fonds européens et des gestionnaires d'actifs) a aussi constaté une croissance constante des fonds sous l'article 8. Selon l'EFAMA, au premier trimestre 2021, le total d'actifs sous gestion rattachés à l'article 8 représente 3 700 milliards d'euros, soit 22% des fonds européens, ayant comme domiciliation Luxembourg (35%), France (16%), Pays-Bas (13%), Suède (13%) et Irlande (9%). Concernant l'article 9, le rapport de l'EFAMA, comptabilise seulement 340 milliards d'euros d'actifs sous gestion, soit 2% des fonds européens (Hatiar et al., 2021, p.2-3).

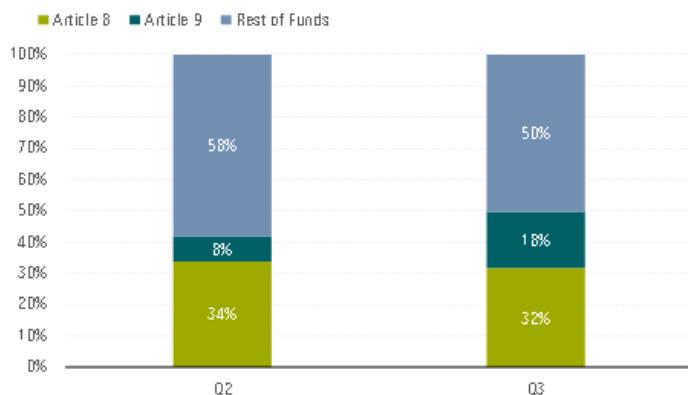


Figure 2 : Proportion des fonds sous article 8 et 9 au Q2 et Q3 2021.

Source : Morningstar, 2021

Le 20 mars 2023, PwC Luxembourg a publié une enquête sur 51 gestionnaires de fonds d'investissement et leurs pratiques envers les critères ESG par rapport au règlement SFDR<sup>7</sup>. De cette enquête il ressort que 86% des répondants gèrent au moins un fonds sous article 8, alors qu'un petit nombre d'entre eux gèrent au moins un fonds sous l'article 9. La majorité des gestionnaires interrogés prévoient de reclasser au moins un de leurs fonds de l'article 6 vers l'article 8, et une petite proportion d'entre eux de reclasser de l'article 8 à l'article 9. Pour les prochains 12 mois, 45% des ManCos ont planifié de passer entre 5% et 15% de leurs fonds sous l'article 6 à l'article 8. On retrouve aussi un tiers des gestionnaires de UCITS

<sup>7</sup> Dans cette enquête, on retrouve 14 AIFMs, 29 Super ManCos et 8 UCITS ManCos.

ManCos prévoyant de reclasser au moins un fonds de l'article 9 à l'article 8. Cette dernière constatation corrobore avec les données récoltées par Morninstar (Gard, 2023). En effet, depuis quelques temps, plusieurs produits financiers se voient rétrogradés de l'article 9 à l'article 8, soulevant ainsi des doutes parmi les investisseurs. Selon Morningstar, au dernier trimestre de 2022, nous avons assisté au plus grand reclassement à la baisse depuis l'entrée en vigueur du règlement SFDR. Durant les trois derniers mois de 2022, les gestionnaires d'actifs ont rétrogradé pas moins de 40% des fonds de l'article 9 à l'article 8, représentant un total de 307 fonds pour une valeur de 170,1 milliards d'euros d'actifs sous gestion. Toujours selon les données récoltées par Morningstar, cette tendance a continué durant le premier mois de 2023 avec 99 milliards d'euros d'actifs sous gestion rétrogradés à l'article 8. Cette tendance provient principalement des normes techniques de règlementation du niveau 2 du règlement SFDR entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2023. Des analyses conduites par Scheitza et Busch (2023) ainsi que Bloomberg (Bloomberg Intelligence, 2023) ont aussi mis en avant cette reclassification (Figure 3). Parmi les 23 000 fonds d'investissements existants, Bloomberg Intelligence a constaté un reclassement de l'article 9 à 8 durant le premier trimestre 2023, correspondant à 124 milliards d'euros.

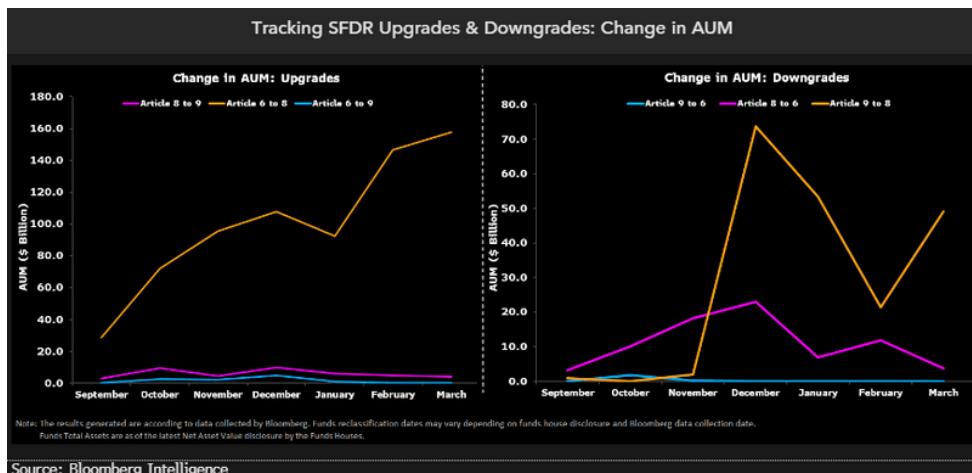


Figure 3 : L'évolution des actifs sous gestion sous l'article 6, 8 et 9.

Source : Bloomberg Intelligence, 2023

Cette récente situation de reclassement provient des nouvelles réglementations apparues fin 2022. Au moment de l'entrée en vigueur en mars 2021, plusieurs fonds pouvaient prétendre être durables même si ces derniers investissaient dans des actions clairement non-durables. Avant l'arrivée des RTS du niveau 2, Morningstar a constaté plusieurs milliers

de fonds sous l'article 8 dont l'investissement était dans des énergies fossiles telles que le charbon, le pétrole ou le gaz<sup>8</sup>.

D'autre part, on retrouve aussi un processus intense de la part des institutions financières de vouloir élaborer de nouvelles stratégies marketing en renommant les produits financiers qu'ils proposent. Cremasco et Boni (2022) ont pointé le changement d'image des fonds d'investissement vers la durabilité lors de leur collecte de données via Morningstar Direct. En effet, 127 fonds d'investissement avaient déjà changé ou modifié leurs noms en incluant les termes suivants : « sustainable », « ESG », « impact » ou encore « green ». Et en février 2021, soit un mois avant l'entrée en vigueur du règlement SFDR, 256 fonds d'investissement ont encore modifié leurs noms avec les termes mentionnés. Cette tendance met en évidence un risque de la part des acteurs des marchés financiers, celui d'uniquement se contenter de renommer un produit financier avec un terme en lien avec la durabilité sans pour autant changer leurs décisions d'investissement vers des objectifs de durabilité. En Europe, au milieu des années 2000, trois catalyseurs majeurs ont fait surface créant ainsi l'engouement et une demande croissante par les investisseurs autour de la durabilité. Le premier est l'apparition d'un besoin d'équilibre entre les questions de durabilité et les obligations fiduciaires du secteur financier, par le Programme des Nations unies pour l'environnement (UNEP) en 1992. Le second catalyseur est le changement climatique, une thématique existante depuis plusieurs décennies. Plusieurs évènements ont participé à la prise de conscience du changement climatique ; en 2010, l'organisme américain de réglementation et de contrôle des marchés financiers (SEC) a décidé d'inclure le changement climatique comme problématique que les sociétés ont l'obligation de publier. Enfin, le troisième est l'importance d'une gouvernance d'entreprise et d'éthique. En 2007, la crise des subprimes a mis en lumière qu'un mauvais comportement, un manque d'éthique et bonne gouvernance, entre autres, peuvent avoir des conséquences importantes sur les marchés (Townsend, 2020). Par conséquent, cette nouvelle tendance de durabilité joue un rôle important à l'ajout des différents termes durables (« impact », « green », « ESG » et bien d'autres) dans la dénomination des fonds d'investissements et de leurs produits financiers. Ces changements de dénomination témoignent aussi de la difficulté à distinguer les véritables produits financiers destinés à allouer des ressources financières dans des projets durables des autres produits financiers en utilisant un nom accrocheur pour simplement attirer les investisseurs (Cremasco et Boni, 2022).

---

<sup>8</sup> Selon Morningstar, 2 732 fonds sous l'article 8 avaient alloué entre 0% et 10% dans les énergies fossiles. 375 fonds avaient alloué entre 10% et 20% et 87 fonds avaient alloué plus de 20% (Meager, 2022).

Ces différents reclassements et *rebranding* sont le résultat d'un réel souci d'interprétation des articles 6, 8 et 9. Au-delà des risques de *greenwashing*, cette tendance envers la durabilité pourrait affecter les marchés financiers par une surévaluation des sociétés dans lesquelles investissent les fonds sous l'article 8 et 9. Il existe un risque que l'engagement ESG d'une société influence négativement une évaluation de celle-ci car cette dernière augmente l'évaluation ESG globale du marché par rapport à sa valeur intrinsèque (Bofinger et al., 2022).

### 1.3. Utilisations en tant que label

Au niveau du produit, le règlement SFDR a pour objectif d'apporter une approche uniformisée avec une classification de produits financiers grâce aux article 6, 8 et 9. Dans la pratique, la classification des articles a clairement été utilisée comme labels (Hatiar et al., 2021, p.1 et p.6). Or, les régulateurs ont souvent affirmé que les articles du règlement SFDR ne constituent pas un système de labellisation. Philippe Sourlas, secrétaire général adjoint en charge de la Direction de la gestion d'actifs de l'AMF, a déclaré « les articles 8 et 9 de SFDR ne sont pas un label de qualité pour la durabilité » (Ross, 2022, p.7). Verena Ross, présidente de l'ESMA, a aussi constaté que les fonds sous article 8 ou 9 sont utilisés par les gestionnaires comme label pour le marketing. Elle se dit particulièrement inquiète pour les investisseurs qui se tournent vers les produits financiers sous l'article 8 (Ross, 2022). L'ESMA mentionne aussi qu'en l'absence d'un régime de labélisation européen, certains gestionnaires utilisent les articles 8 et 9 uniquement comme labels à des fins de communication, le règlement SFDR n'étant pas destiné à cet effet (ESMA, 2023b, p.35). Étant donné que les articles ne possèdent pas de normes minimales, ils ne doivent pas être considérés comme des labels. Néanmoins, le règlement SFDR impose aux acteurs des marchés financiers et aux conseillers financiers d'évaluer les attentes et besoins de leurs clients pour établir leurs profils ESG. Cette action renforce la tendance puisque les produits financiers sous l'article 6 seront jugés inappropriés pour un client ayant une « préférence ESG » (Natixis Investment Managers, 2021, p.3).

Dans les faits, l'application du règlement SFDR a servi de labellisation comme mentionné par le commissaire McGuinness le 5 décembre 2022 lors de la réunion ECON-ENVI (McGuinness, 2022). A la demande de la CE, l'ESMA a publié le 31 mai 2023 un rapport d'évaluation sur les risques de *greenwashing* et sur la supervision des politiques sur la finance durable. Dans ce rapport, l'ESMA fait encore mention d'une utilisation des articles en labels par les acteurs du marché financier. Une des raisons de cette labellisation est l'utilisation des noms par l'industrie pour l'article 8 et 9. Le marché utilise l'appellation « vert clair » comme référence pour les produits financiers sous l'article 8 et « vert foncé »

pour les produits sous l'article 9. Quant à l'article 6, l'appellation « brun » peut être utilisée. Cette pratique influence le marché en donnant l'impression d'une supériorité entre les différents articles (ESMA, 2023a, p.45). Cette préférence pour les produits « verts foncés » se reflète dans l'afflux de capitaux entrant placés dans les produits financiers de l'article 9 (Biou et al., 2023). L'industrie financière utilise la classification de ces articles verticalement, autrement dit introduisant un ordre de supériorité où l'article 9 est meilleur que l'article 8, qui à son tour est meilleur que l'article 6. Or, le règlement SFDR doit être appliqué horizontalement, où aucun des articles ne peut représenter une optimalité par rapport à un autre article (Figure 4).

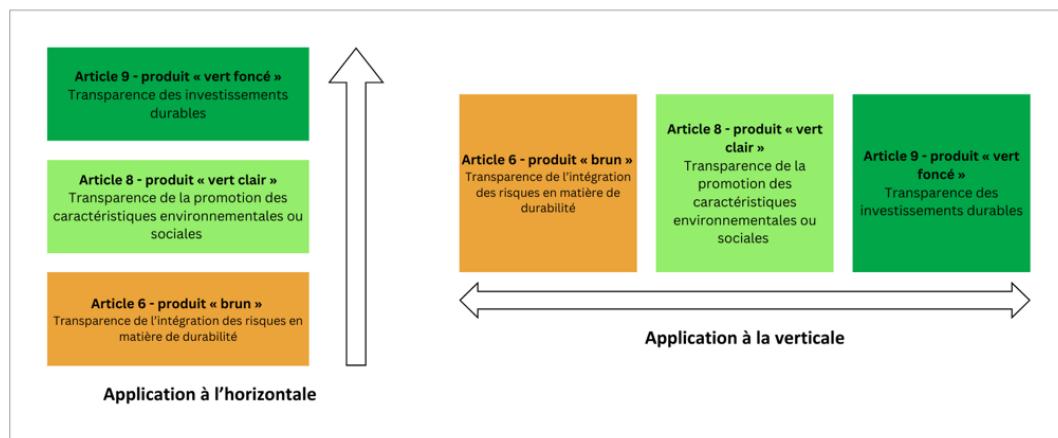


Figure 4 : Les deux applications du règlement SFDR

## 2. La densité du règlement SFDR

Un réel engouement envers l'investissement responsable et la durabilité grandit depuis ces dernières décennies. L'ESG n'est plus seulement un simple standard d'évaluation, il est devenu un facteur important de la promotion de la finance verte et durable. Cette tendance de l'ESG s'est accélérée au cours de ces deux dernières décennies, influençant aussi la politique de gouvernance des sociétés (Galbreath, 2013). Jung et Kim (2023) renforcent cette idée en montrant qu'entre 2010 et 2020, la recherche et publications d'ouvrages en lien avec la durabilité n'ont fait que croître. Les sujets portant le plus d'intérêts traitent de la durabilité environnementale et les scénarios de durabilité au sein d'une industrie. Cette étude montre un tournant des recherches sur le comportement durable de manière générale dans les recherches plus axées sur l'environnement. Au vu de cet engouement croissant envers la durabilité, on constate aussi une accélération de la réglementation afin de répondre aux besoins grandissants des investisseurs privés, professionnels et institutionnels. La base de données des PRI (Principes pour l'Investissement Responsable) des Nations Unies indique une croissance plus prononcée (Figure 5) en Europe

principalement due au Pacte vert de l'Union européenne avec le règlement SFDR et la taxonomie de l'UE (Ransome, 2021).

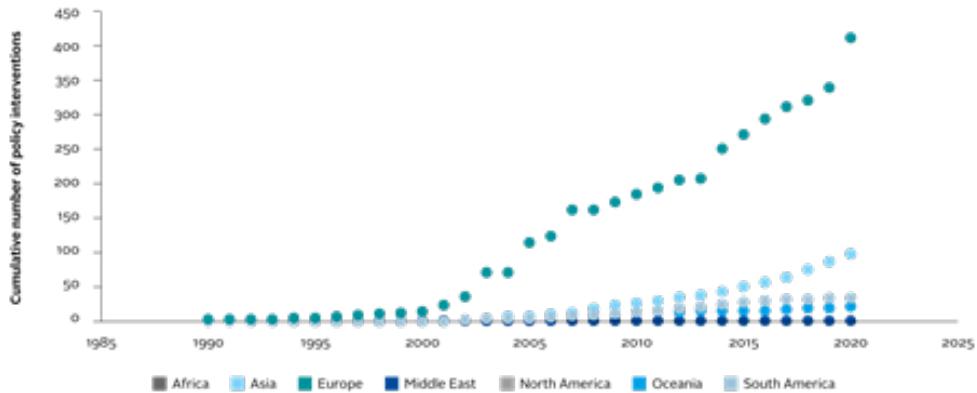


Figure 5 : L'augmentation des politiques sur l'investissement durable dans le monde.

Source : Base de données des PRI

La complexité d'interprétation du règlement SFDR a conduit les différentes institutions européennes à tenter de clarifier plusieurs points au travers de différents communiqués. Le règlement SFDR qui, lors de sa première introduction, faisait quelques seize pages, fait désormais plus de mille pages lors qu'on considère les différents documents produits par l'ESMA, la Commission européenne et les ESAs. Le 9 décembre 2019 et le 22 juin 2020, le niveau 1 du règlement SFDR et la taxonomie de l'UE sont publiés. Le 23 avril 2020, les ESAs publient une consultation sur les RTS en vue de compléter les articles 2a, 4(6) et (7), 8(3), 9(5), 10(2) et l'article 11(4) du règlement (UE) 2019/2088. Cette consultation permet de détailler le contenu, la méthodologie et la présentation des informations requises par les articles mentionnés. Ces RTS apportent notamment un projet de modèles obligatoires pour les PAIs (ESMA, JC 2020 16, 2020, p.53-63) et une série d'indicateurs (ESMA, JC 2020 16, 2020, p.64-68). Les ESAs mentionnent aussi que les modèles obligatoires pour la publication d'informations et les rapports périodiques pour l'article 8(1) et l'article 9(1), (2) et (3) restent encore à développer. Afin de respecter la chronologie, ces modèles devaient initialement être publiés au 30 décembre 2020, avant l'entrée en vigueur du 10 mars 2021. Mais dans une lettre envoyée le 20 octobre 2020 et adressée aux trois entités de l'Autorité européenne de surveillance, le directeur général de la FISMA stipule un besoin de délai supplémentaire dû à la crise du Covid-19 mais fait également mention que le délai originellement fixé était déjà un défi important (Berrigan, 2020).

Le 2 février 2021, les ESAs publient le rapport final sur les RTS, le niveau 2 du règlement SFDR. Initialement, il était prévu que les deux niveaux du règlement SFDR prennent effet

à la même date, toutefois le niveau 2 du règlement SFDR fût reporté plus d'une fois. Néanmoins, on y retrouve une fois de plus des difficultés et incohérences dans les PAIs optionnels et obligatoires à l'annexe I pour les tableaux 1, 2 et 3 (ESMA, JC 2021 03, 2021, p.59-82). Par exemple, l'indicateur 15 sur l'intensité des gaz à effet de serre n'indique pas avec outil doit être mesuré l'ampleur des émissions (Van Caenegem et van de Werve, 2021). A l'origine prévu pour entrer en vigueur le 10 mars 2021, soit le même jour que le niveau 1, le niveau 2 du règlement SFDR a été une première fois reporté au 1<sup>er</sup> janvier 2022 (ESMA, JC 2021 03, 2021). Ensuite, ce dernier a, une fois de plus, été reporté de 6 mois pour entrer en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2022<sup>9</sup> (Berrigan, 2021a). Finalement, il entra en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2023 selon le communiqué de la Commission européenne ; John Berrigan<sup>10</sup> mentionne une longueur et complexité des normes techniques et un besoin d'une implémentation sans accroc.

S'ajoutant à ces délais et reports, les ESAs ont publié le 15 mars 2021 une consultation sur la publication des RTS sur la durabilité en lien avec la taxonomie. Ces RTS portent sur la publication d'informations sur la durabilité quant au contenu et la présentation pour les articles 8(4), 9(6) et 11(5) du règlement SFDR. Le délai pour ce projet de RTS était début juillet 2021 au plus tard (ESMA, JC 2021 22, p.7) pour entrer en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2022, ce qui n'a pas pu se produire comme mentionné dans le paragraphe précédent. Il existe aussi un document de questions-réponses sur le règlement SFDR datant du 14 septembre 2021. Ce dernier apporte ainsi des clarifications notamment sur le terme de « promotion » de l'article 8, qui définit « lorsqu'un produit financier promeut, entre autres caractéristiques, des caractéristiques environnementales ou sociales, ou une combinaison de ces caractéristiques, pour autant que les sociétés dans lesquelles les investissements sont réalisés appliquent des pratiques de bonne gouvernance » (ESMA, Ref. Ares(2021)4556843, p.8).

Le 22 octobre 2021, les ESAs publient le rapport final des RTS pour le contenu et la présentation de la publication d'informations concernant les articles 8(4), 9(6) et 11(5) du règlement SFDR. Ces RTS-ci apportent des changements importants par rapport à ceux de mars 2021 au niveau des calculs, des modèles, du principe DNSH et des sources de données qui peuvent être utilisées. Les ESAs indiquent l'entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2023. Aux termes de toutes ces différentes publications, la Commission européenne a publié le 6 avril 2022 les articles finaux concernant les RTS (Règlement (UE) 2022/1288).

---

<sup>9</sup> Dans une lettre du 8 septembre 2021 adressée à la présidente de la Commission des affaires économiques et monétaires, et au président du Conseil pour les affaires économiques et financières, le directeur général de la FISMA a annoncé le report des RTS du 1er janvier 2022 au 1 juillet 2022.

<sup>10</sup> John Berrigan est le directeur général de la FISMA.

Au cours de la phase d'introduction et d'implémentation du règlement SFDR, on peut donc constater non seulement une complexité d'interprétation mais aussi une densité de réglementations ainsi que les différents reports d'implémentation. Ce marathon d'implémentations ne s'arrête pas pour autant. Les ESAs ont continué à publier des documents de consultation en 2023 telle que la proposition de modification du règlement (UE) 2022/1288 faite le 12 avril 2023.

Plus une nouvelle réglementation ou politique est simple mieux elle sera implémentée. Une réglementation simple, bien-définie et intuitive permet aux destinataires de cette nouvelle réglementation de non seulement bien la comprendre mais surtout bien l'implémenter. Une quantité trop dense d'informations peut nuire à la transparence d'un règlement (Thomsen, 2011). Une réglementation complexe demande plus d'efforts et de recherches pour la comprendre. La complexité crée de l'incertitude si une compréhension totale de la réglementation n'est pas atteinte parce que les acteurs estiment que l'effort à fournir est inefficient et s'accordent alors sur une compréhension partielle, préférant ainsi le biais cognitif à celui de l'heuristique (Amadharif et al., 2019).

### 3. Le coût de la mise en place des outils

Les principales incidences négatives représentent également un défi d'envergure. Elles représentent les impacts d'une décision d'investissement ayant un effet négatif sur des facteurs de durabilité tels que le climat, les questions sociales et de personnel, le respect des droits de l'homme et la lutte contre la corruption et les actes de corruption (Règlement (UE) 2019/2088, (30)). Cette publication détaillée oblige par conséquent les acteurs des marchés financiers à être en mesure de fournir de telles informations. C'est pourquoi un des défis majeurs de l'implémentation du règlement SFDR repose sur la disponibilité et qualité de la donnée ESG. Les acteurs des marchés financiers et conseillers financiers doivent pouvoir se procurer des données solides et précises pour évaluer les caractéristiques durables de leurs produits financiers. Comme les données ESG peuvent être diverses et fragmentées, les défis du règlement SFDR ne sont pas seulement dans la qualité et disponibilité de la donnée, un défi se trouve aussi dans l'uniformisation de cette donnée. Il est difficile de comparer et d'évaluer les données ESG de manière cohérente, d'autant plus qu'il existe un manque d'indicateurs communs pour la définition de l'ESG entre les différentes agences de notation. Ces écarts d'interprétations des agences de notation peuvent conduire ces dernières à attribuer des notations opposées pour une même entreprise. Les portefeuilles d'investissement durable dépendent de la notation ESG attribuée par l'agence, que ce soit pour des investissements passifs tels que des indices ESG

ou pour les investissements actifs telle que l'allocation d'actifs. En conséquence, la mesure de performance de ces investissements pourrait être influencée uniquement par le choix de l'agence (Billio et al., 2020). Il existe un réel problème d'harmonisation et de transparence sur la manière dont les agences de notation ESG déterminent leurs notations. De plus, il existe un désaccord important sur les méthodes de notations de ces différentes agences. Cette situation soulève des questions et inquiétudes quant à la crédibilité des agences ESG (Agrawal et al., 2023), rajoutant ainsi un énième défi à l'implémentation du règlement SFDR.

Pour répondre aux exigences et contraintes du règlement SFDR, les acteurs des marchés financiers doivent investir dans des ressources leur permettant de récupérer ce type de données. Afin de les récupérer, les gestionnaires d'actifs ont la possibilité d'établir leur propre mécanisme de récolte de données ou de collaborer avec des fournisseurs de données, dans les deux situations cela représente un coût important. Sans données précises, pertinentes et cohérentes, le règlement SFDR ne peut parvenir à ses objectifs.

### 3.1. Disponibilité de la donnée

A partir du 1<sup>er</sup> janvier 2023, les entreprises ayant adopté le règlement SFDR sont obligées de publier le détail de l'impact de leurs décisions d'investissement sur les indicateurs de durabilité. Malgré un besoin d'uniformiser l'univers de l'investissement durable, les débuts de ce règlement ne sont pas sans écueils. Les acteurs des marchés financiers et conseillers financiers doivent se plier obligatoirement à 14 indicateurs d'incidences négatives sur la durabilité. Ces derniers couvrent les émissions de gaz à effet de serre, la biodiversité, l'eau, les déchets et les questions sociales et de personnel. A ces 14 indicateurs s'ajoutent 2 indicateurs au choix, un indicateur environnemental et un indicateur social (ESMA, JC 2021 03, 2021). Le premier obstacle auquel sont confrontées les entreprises dans leurs collectes de données pour les indicateurs d'incidences négatives est la disponibilité de celles-ci.

D'après le rapport de *The Cerulli Edge – Global Edition* de Cerulli Associates, le règlement SFDR a permis d'améliorer la comparabilité des investissements durables mais les données ESG demandées par le règlement sont limitées. Près de 82% des gestionnaires d'actifs estiment qu'il existe une limite au niveau de la disponibilité des données ESG et que cette disponibilité est un défi majeur compte tenu du temps et du peu de ressources existantes, selon André Schnurrenberger, directeur général de Cerulli. Les fournisseurs de données ont tendance à gonfler leurs tarifs pour les données qui vont au-delà des scores ESG, sans pour autant que ces données soient complètes. De plus, toujours d'après l'enquête de Cerulli

Associates, pour les 12 à 24 prochains mois, 65% des gestionnaires en Europe considèrent qu'améliorer le reporting ainsi que les mesures des risques durables est une priorité.

Une autre analyse conduite sur 12 000 fournisseurs en février 2023 par Morningstar Sustainalytics (Panescu, 2023) montre des écarts importants sur les différentes données disponibles. Pour les PAIs obligatoires, la disponibilité de la donnée varie énormément selon le type de données. Pour l'écart de rémunération homme/femme, seuls 162 sur les 12 000 fournisseurs ont communiqué des informations. La vaste majorité des fournisseurs, soit 90%, ont suffisamment de données pour couvrir plus de 50% des PAIs obligatoires. Mais seulement 44 fournisseurs disposent de données pertinentes couvrant plus de 90% des PAIs obligatoires, montrant ainsi un écart considérable au niveau des fournisseurs. Pour pallier ce manque de données, les ESAs stipulent que les acteurs des marchés financiers doivent utiliser une approche de « best efforts » pour compléter les indicateurs. Les ESAs encouragent les acteurs à réduire ce manque en s'adressant directement auprès de l'entreprise dans laquelle l'investissement durable est fait, ou d'effectuer des recherches supplémentaires, ou encore de recourir à des experts externes (ESMA, JC 2022 62, 2022).

### 3.2. Qualité de la donnée

Pour répondre à l'un des objectifs du règlement SFDR sur la comparabilité des produits financiers au sein de chaque article, il est nécessaire de se baser sur des données pertinentes. Cependant, un autre enjeu concerne le manque de données fiables. En septembre 2021, l'EFAMA a publié une réponse au rapport de l'IOSCO (Organisation internationale des commissions de valeurs) sur les notations ESG et les fournisseurs de données. L'EFAMA pointe un besoin d'une meilleure transparence concernant les méthodologies utilisées pour les notations ESG et autres données ESG des agences. Les gestionnaires d'actifs se retrouvent limités par ce manque de transparence dans le type de données et de méthodologies sur lesquelles se basent les fournisseurs. Une uniformisation des notations et données ESG assurerait l'intégrité des marchés (EFAMA, 2021b). D'ailleurs, en juin 2023, l'EFAMA publie un rapport sur les marchés sous le règlement SFDR ; ce rapport faisant mention d'un manque de données ESG fiables et standardisées pour les entreprises dans lesquelles les investissements durables se font. Si les données fournies par les fournisseurs sont inexactes, fausses ou plus à jour, cela pourrait avoir des conséquences sur les produits ou services des gestionnaires. Ces derniers ne sont pas en mesure de vérifier à 100% la fiabilité de l'information reçue par les fournisseurs. C'est pourquoi les fournisseurs de données et notations ESG pourraient être tenus responsables lors de possibles erreurs, et être soumis aux mêmes exigences réglementaires que les acteurs des marchés financiers (Arakelijan et Tilley, 2023).

### 3.3. Coût de la donnée

La conformité aux différents règlements et lois représente déjà un coût important pour les investisseurs. Entre 2011 et 2017, cette conformité pour les entreprises proposant des services financiers a grimpé de 93% (Globalscape, 2017, p.10). Dans une étude menée par Accenture, de manière générale, 9 répondants sur 10 anticipent une augmentation de 30% pour se mettre à niveau tant pour la réglementation qu'au coût opérationnel (Godbolt et al., 2022). Les ressources de tout type d'entreprises financières sont mises à rude épreuve.

Dans un rapport publié par la Commission européenne en juillet 2019 concernant les coûts de conformité du secteur financier (Commission européenne et Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, 2020), on observe que la réglementation post-crise de 2007 a permis de restaurer une stabilité financière et une confiance dans le système financier. Néanmoins, les entreprises pointent une réglementation avec des changements fréquents et donc une adaptation constante, ainsi qu'une complexité de plus en plus grandissante. Les coûts totaux de conformité en pourcentage du coût d'exploitation total varient beaucoup ; les coûts uniques représentent entre 0,1% et 15% du coût d'exploitation et les coûts récurrents représentent entre 0,1% et 13% du coût d'exploitation. En moyenne, les coûts uniques et les coûts récurrents représentent 3,59% et 3,34% du coût d'exploitation, respectivement. Lorsqu'on décompose le coût unique, le coût de la familiarisation avec les obligations correspond au deuxième plus grand coût, soit 0,97% par rapport au coût d'exploitation. Pour les coûts récurrents, on observe aussi que la collecte de données représente le second coût le plus important, soit 0,51% par rapport au coût d'exploitation. Le coût de familiarisation avec les obligations et la collecte de données représentent le coût le plus important pour les banques contrairement aux gestionnaires d'actifs où il s'agit du second coût le plus élevé. En plus de ces différents coûts déjà existants, le règlement SFDR vient rajouter une couche supplémentaire du fait de la demande de temps et de son coût, qu'il soit interne ou par un fournisseur de données. Cette situation crée un risque de tentation pour les entreprises de se contenter des exigences minimales. En effet, Mezzanotte (2023) constate qu'un règlement complexe favorise une non-conformité de ce dernier. La complexité accroît les charges de conformisation auxquelles font face les entreprises, si la conformité est plus coûteuse que bénéfique, une entreprise peut décider de ne pas s'y conformer.

## 4. Conclusion

La mise en place du règlement SFDR sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers a été un véritable défi tant pour l'industrie

que pour les régulateurs. L'une des raisons principales est le manque de clarté à plusieurs niveaux ; la définition de l'investissement durable et son lien avec la taxonomie de l'UE, les définitions portant sur l'article 8 et 9, le principe de ne pas causer de préjudice important, ou encore l'utilisation en tant que label. Ces différents problèmes d'interprétations créant des sous-entendus se sont traduits par une utilisation excessive de l'article 8 et 9 causant, par la suite, des reclassements.

# Chapitre 3 : Revue de littérature et hypothèses

Cette section fait le point de la littérature existante sur les réactions des marchés face à de nouveaux règlements ou nouvelles lois. Dans un premier temps, cette section passe en revue la sensibilité des marchés financiers suite à l'apparition de nouvelles liées à l'ESG et plus particulièrement à l'apparition de nouvelles environnementales, du fait que ces dernières ont tendance à exercer une influence plus importante que les autres annonces (Xu et al., 2022). Ensuite, elle présente les différentes réactions de marché quant à l'apparition de nouvelles obligatoires de publications ESG. Cette section permet une base d'étude sur la question de recherche, à savoir la réaction des actions des banques face à l'apparition du règlement SFDR.

## 1. Réaction des marchés boursiers face à des nouvelles et annonces environnementales ou ESG

La théorie des marchés efficients stipule que les prix des actifs sont reflétés par l'entièreté de l'information disponible de ces derniers. La valorisation d'un actif est donc déterminée par son information disponible. Ces informations sont transmises par différents moyens de communication tels que la publication de nouveaux règlements ou lois par les régulateurs ou institutions gouvernementales, à travers des journaux financiers traditionnels, ou encore par des plateformes spécialisées dans l'analyse de données financières (Bloomberg Terminal, Thomson Reuters Eikon, FactSet, S&P Capital IQ ou Morningstar). Ces nouvelles ont pour objectif de refléter les aspects tant positifs que négatifs directement ou indirectement liés à une entreprise, et sont ensuite reflétées dans le prix.

Les questions environnementales ont pris de plus en plus de place. Aux quatre coins du monde, les gouvernements, régulateurs et investisseurs ont commencé à porter une attention particulière envers les entreprises et leurs comportements environnementaux. Plusieurs études ont mis en évidence un lien entre des nouvelles liées à une entreprise et la performance de celle-ci. Yu et al. (2013) montre que la valorisation en bourse d'une entreprise est impactée par les informations communiquées par les médias. Mitchell et Mulherin (1994) ont découvert que les nouvelles publiées en lien avec les entreprises du Dow Jones peuvent refléter la performance de l'action de ces entreprises. De plus, diverses autres études ont souligné que le contenu des nouvelles ou articles est fortement lié à la performance de l'action sur le marché boursier (Tetlock, 2007 ; Carretta et al., 2011). Par conséquent, au vu de l'enthousiasme consacré à l'ESG, des nouvelles liées à l'ESG pourraient exercer une influence sur les entreprises cotées sur le marché boursier.

En effet, la littérature existante s'accorde à dire que la communication d'informations ou de nouvelles environnementales a une influence sur le prix des actions cotées en bourse. Les investisseurs utilisent les nouvelles ESG comme indicateur d'une entreprise qui se focalise sur ses parties prenantes, indiquant que cette entreprise a un objectif de durabilité à long terme. Ceci s'explique par la théorie des parties prenantes : lorsque les intérêts des parties prenantes sont respectés, la performance globale d'une entreprise peut être maximisée de manière durable et sur le long terme (Xu et al., 2022). Les différentes études conduites par la littérature, que ce soit des analyses de portefeuille, des études d'événements à long terme ou à court terme, conduisent au même résultat, à savoir que les annonces environnementales ont un impact conséquent sur le rendement des actions cotées. La magnitude de l'impact dépend de deux facteurs : le type d'annonces et les pays concernés. La sensibilité d'une annonce est plus importante dans les pays en voie de développement que dans les pays développés (D'Elia et Grand, 2012).

## 2. Réaction des marchés boursiers face à des nouvelles obligations de publication d'informations ESG

Grewal et al. (2015) ont conduit une étude d'événements sur l'introduction de la directive 2014/95/UE qui modifie la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes de la directive 2013/34/UE. Cette directive 2014/95/UE oblige les entreprises à inclure dans leur rapport de gestion une déclaration non financière comprenant des informations sur la performance, la situation de l'entreprise et les incidences de son activité relatives au moins aux questions environnementales, aux questions sociales et de personnel, de respect des droits de l'homme et de lutte contre la corruption. Cette étude d'événements documente, en moyenne, une réaction négative des marchés boursiers qui proviendrait d'une anticipation de la part des acteurs quant aux coûts pour s'aligner à la directive 2013/34/UE. La réaction est d'autant plus négative pour les entreprises ayant des performances ESG faibles. Wang et al. (2023) viennent renforcer cette idée. Quand bien même la publication d'informations non financières peut apporter plusieurs avantages tels que la réduction de l'asymétrie d'information ou la facilité aux parties prenantes de suivre certaines opérations, la publication peut aussi être synonyme de coûts supplémentaires. Leur étude d'événements s'appuie sur l'introduction de l'Acte sur la publication d'informations concernant l'environnement, le social et la gouvernance aux États-Unis, à laquelle une réaction négative a pu être observée.

En reliant la littérature existante à la question de recherche, nous pouvons développer les hypothèses suivantes. Le règlement SFDR pouvant être perçu comme une annonce négative

dû à la complexité d'interprétation du règlement, aux différentes contradictions, à sa densité et à son coût d'implémentation, l'hypothèse H0 peut alors être établir. Dans l'ensemble, on s'attend à ce que les coûts associés au règlement SFDR soient supérieurs aux bénéfices que ce dernier apporte (Grewal et al., 2019 ; Grewal et al., 2015 ; Wang et al., 2023 ; Zhou et Yin, 2017).

**Hypothèse H0 :** Le règlement SFDR exerce une influence négative sur les actions boursières des banques.

D'autres recherches ont démontré que l'impact de l'introduction de nouvelles environnementales sur le marché boursier est plus conséquent dans les pays développés que dans les pays en voie de développement. Cet impact plus important serait expliqué par une plus grande volatilité des marchés dans les pays en voie de développement (D'Elia et Grand, 2012). En considérant que l'Union européenne est, dans son ensemble, une union développée, on s'attend à voir une faible, voire quasi-inexistante, réaction. Certaines études évoquent aucune réaction significative face à une annonce environnementale (Olsson Lidman et Wu, 2019). D'autre part, malgré les problèmes évoqués dans le chapitre 2, le règlement SFDR a pu allouer plus de capitaux dans les fonds et investissements sous l'article 8 et 9 et a donc pu remplir un de ses objectifs. Seulement 5 mois après l'entrée en vigueur du règlement SFDR, on comptait plus de 3 000 milliards d'euros d'actifs sous gestion (Morningstar, 2021). De plus, avec l'accélération vers une Union européenne toujours plus verte et durable, le règlement SFDR n'est pas le premier règlement concernant la durabilité. Il pourrait n'être qu'un simple règlement de plus aux yeux des banques et, par conséquence, n'avoir aucun impact. Ainsi, nous proposons l'hypothèse suivante.

**Hypothèse H1 :** Le règlement SFDR n'exerce pas d'influence sur les actions boursières des banques pour les pays développés.

# Chapitre 4 : Étude d'évènement et résultats

## 1. Introduction

Comme vu dans la littérature, plusieurs études ont tenté de capturer l'effet de nouvelles annonces liées à l'environnement et à l'ESG, ainsi que l'effet de nouvelles obligations de publication d'informations ESG sur le marché boursier. Néanmoins, peu, voire aucune littérature, ne traite de l'effet du règlement SFDR sur le marché boursier. C'est la raison pour laquelle il est intéressant de porter une attention particulière au règlement SFDR et son influence sur les actions cotées concernées par ce règlement. Afin de mesurer son impact, il est nécessaire de focaliser la réflexion sur les rendements journaliers anormaux, permettant de confirmer l'hypothèse initiale de la réaction négative des marchés documentée dans le chapitre précédent. Cette hypothèse renforce les différents problèmes rencontrés tels que les défis d'interprétation, la densité du règlement, ou encore le coût de la mise en place.

Cette partie est divisée en trois sections. La première présente la méthodologie utilisée ainsi que les différentes formules, la deuxième explique la collecte de données et enfin la troisième montre les résultats obtenus dans cette étude d'évènement.

## 2. Méthodologie

L'étude d'évènement permet d'analyser le rendement relatif à un évènement particulier d'une ou plusieurs actions, permettant ainsi de mesurer l'effet de cet évènement sur une valeur boursière. Les premières études d'évènement ont débuté au début du 20<sup>ème</sup> siècle ; les études conduites par Ball et Brown (1968) et Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969) sont considérées comme des références. On retrouve aussi Brown et Warner (1980, 1985) expliquant les détails de la mesure des performances d'un titre et l'utilisation des rendements journaliers de titres dans une étude d'évènement.

L'objectif de cette étude est de déterminer s'il y a eu, ou non, un rendement anormal durant la fenêtre d'évènement. L'étude d'évènement est directement reliée à la théorie d'efficience des marchés (Fama, 1998), qui stipule que les marchés s'échangent toujours à leur juste valeur étant donné que les prix reflètent toute l'information disponible. Les études d'évènements sont un test à cette efficience des marchés. Un évènement non anticipé montrant un rendement significativement anormal au moment de cet évènement

représente une mesure de l'impact de ce type d'évènement. Par conséquent une performance anormale est compatible avec la théorie de l'efficience des marchés.

## 2.1. Étude d'évènement

L'étude d'évènement est une méthode appropriée lorsqu'il s'agit de jauger les effets de l'arrivée de nouvelles informations sur les prix d'actions cotées. L'hypothèse testée est de démontrer si cette nouvelle information a un effet sur la performance des actions d'entreprises ciblées par l'arrivée de cette nouvelle information (Campbell et al., 2010). Cependant, afin de conduire une étude d'évènement pertinente, nous devons considérer trois hypothèses majeures pour l'identification de rendements anormaux (McWilliams et Siegel, 1997).

La première hypothèse, un pilier dans l'étude d'évènement, est représentée par la théorie de l'efficience des marchés. Il est nécessaire que le prix des actions inclut toute l'information pertinente disponible. Autrement dit, le prix d'actions s'ajuste rapidement, voire instantanément, à toute nouvelle information pertinente. Étant donné qu'un évènement est considéré comme une nouvelle information pertinente, ce dernier peut ajuster le prix d'actions. Il s'agit de définir une période de quelques jours autour de l'évènement pour en évaluer son impact, cette période est définie comme fenêtre d'évènement. La seconde hypothèse se réfère à un évènement non-anticipé par les acteurs. En effet, avant l'annonce d'un évènement, le marché ne possède aucune information relative à cet évènement. Lors de l'annonce, les acteurs collectent donc cette information considérée comme nouvelle et se positionnent en fonction de leurs biais. C'est ainsi que nous pouvons considérer qu'un rendement anormal est le résultat du marché réagissant à cette nouvelle information non-anticipée. Néanmoins nous devons prendre en compte la possibilité d'une fuite d'information. Il est difficile de déterminer avec exactitude le moment précis où les acteurs sont mis au courant d'une nouvelle information. C'est la raison pour laquelle la fenêtre d'évènement inclut plusieurs jours avant la date, cette fenêtre d'évènement est détaillée dans les prochaines sections. La troisième hypothèse est basée sur l'isolement de l'effet d'un évènement par rapport à d'autres évènements. Il ne doit pas y avoir d'évènements qui viendraient interférer. La fenêtre d'évènement définie n'étant que de quelques jours, elle permet de limiter au maximum cette situation. Si la fenêtre est trop longue, il devient difficile de contrôler les évènements externes « parasites ».

Après avoir passé en revue les trois hypothèses sur laquelle repose la méthodologie, nous pouvons dorénavant nous intéresser aux différentes étapes de l'étude d'évènement.

D'après Bowman (1983) et MacKinlay (1997), la première étape d'une étude d'évènement est l'identification de l'évènement. Cet évènement est le lien avec l'hypothèse à vérifier. D'après la littérature discutée précédemment, l'évènement utilisé pour cette étude est l'apparition du règlement SFDR<sup>11</sup>. La date de cet évènement est appelée date d'annonce et correspond au 9 décembre 2019 ; il s'agit de la date de publication dans le journal officiel de l'Union européenne. La date d'annonce devient le temps 0 dans l'horizon de notre évènement (Bowman, 1983). Par conséquent toutes les périodes décrites par la suite sont relatives au temps 0 ( $t = 0$ ), la date d'annonce du 9 décembre 2019. Le marché réagit plus à l'annonce qu'à l'évènement lui-même. Une fois que la date d'annonce est définie, nous pouvons déterminer la période à évaluer pendant laquelle les prix des actifs des entreprises réagissent à la date d'annonce. Cette période s'appelle la fenêtre d'évènement. Afin d'évaluer au mieux l'effet, la fenêtre d'évènement doit, *a minima*, inclure le jour avant et le jour d'après après la date d'annonce. Les jours précédant la date permettent d'inclure les possibles fuites d'information et les jours après prennent en compte si l'annonce s'est déroulée après la fermeture des marchés (MacKinlay, 1997).

Comme mentionné, pour éviter le plus d'évènements externes et « parasites », une fenêtre d'évènement courte doit être privilégiée. Guidé par l'étude d'évènement menée par Krüger (2015) et celle de Rival (2006), la fenêtre d'évènement principale utilisée est de 11 jours : [-5 ; +5] permettant ainsi de capturer les fuites d'informations antérieures à l'annonce et une possible diffusion lente de l'information après l'annonce. D'autres fenêtres d'évènement sont utilisées pour compléter plusieurs champs de possibilités. Les fenêtres d'évènement [-3 ; +3] et [-1 ; +1] sont utilisées pour réduire les évènements « parasites ». L'utilisation d'une fenêtre d'évènement courte contribue à mieux capturer l'effet de l'évènement. Une nouvelle information concernant une entreprise en particulier est intégrée et diluée dans le prix de l'actif en 15 minutes et lorsqu'il s'agit d'une législation (fiscale) l'information est reflétée dans les 90 minutes (McWilliams et Siegel, 1997). Et enfin la fenêtre [-6 ; +3] est aussi utilisée pour inclure le 27 novembre 2019, le jour où le règlement (UE) 2019/2088 a été adopté par le Parlement européen et le Conseil.

Dès lors que la date de l'annonce et la fenêtre d'évènement sont identifiées, la fenêtre d'estimation est définie. La fenêtre d'estimation précède la fenêtre d'évènement et correspond à une période permettant d'estimer les paramètres pour les rendements normaux. Sur base de la littérature de Krüger (2015), MacKinlay (1997) ainsi que McWilliams et Siegel (1997), une fenêtre d'estimation de 250 jours ouvrables précédant la fenêtre

---

<sup>11</sup> Comme discuté dans la section précédente, nous établissons l'hypothèse que l'introduction du règlement SFDR sur les marchés boursiers a un effet négatif sur le prix des actions dans le secteur financier (H0).

d'évènement est utilisée, donc la fenêtre d'estimation est définie par [-256 ; -6]. Il est important de noter que la fenêtre d'estimation et la fenêtre d'évènement ne doivent pas se superposer. La fenêtre d'évènement fournit une estimation des paramètres pour les rendements normaux, ces rendements n'étant pas impactés par les rendements de l'évènement. Par conséquent, en incluant la fenêtre d'évènement dans la fenêtre d'estimation, les rendements anormaux et normaux intègrent l'effet de l'évènement alors que seule la fenêtre d'évènement doit être en mesure de capturer les rendements anormaux (MacKinlay, 1997). La figure 6 montre la chronologie des 2 fenêtres ainsi que la date de l'annonce.

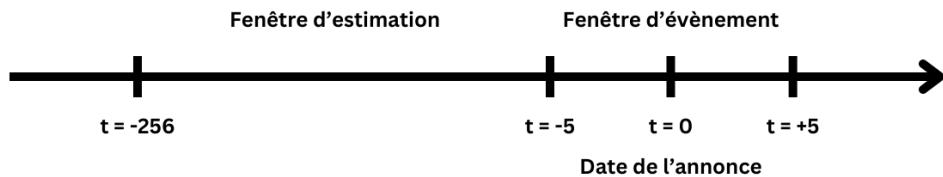


Figure 6 : Chronologie de cette étude d'évènement

L'approche standard consiste, dans un premier temps, à déployer un modèle d'estimation de rendement attendu pour chaque entreprise et, ensuite, à calculer les rendements anormaux. Les rendements anormaux représentent le rendement d'un actif dans la fenêtre d'évènement auquel est soustrait le rendement normal de cet actif dans la fenêtre d'estimation (MacKinlay, 1997), représenté pour une entreprise  $i$  à la date  $t$  par la formule suivante :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

Où  $AR_{it}$  représente les rendements anormaux,  $R_{it}$  les rendements actuels et  $E(R_{it})$  les rendements normaux définis par un modèle d'estimation. Ainsi, ces rendements anormaux reflètent la réaction des prix d'actifs à l'arrivée d'une nouvelle information. Ces rendements sont développés dans les 2 sections suivantes.

### 2.1.1. Rendements normaux

Les rendements normaux sont définis comme les rendements attendus d'un actif  $i$  en dehors de la fenêtre d'évènement. Afin de calculer les rendements normaux, il existe plusieurs modèles d'estimation de rendement, divisés en 2 catégories : les modèles statistiques et les modèles économiques. Les modèles statistiques se basent sur des

hypothèses statistiques du comportement des rendements d'actifs, ne dépendant ainsi d'aucun comportement économique. A contrario, le modèle économique dépend d'hypothèses basées sur le comportement des investisseurs en plus des hypothèses statistiques. Il est important que le modèle économique offre l'opportunité de calculer un rendement normal plus précis grâce à l'intégration de contrainte économique (MacKinlay, 1997).

### **Modèle statistique : Modèle de marché à 1 facteur**

Nous utilisons la méthodologie proposée par Fama et al. (1969). Le modèle de marché à 1 facteur est défini par le rendement d'un actif en fonction du rendement du marché. Ce modèle de marché permet de considérer le risque individuel de chaque actif. Le rendement des actifs dépend du rendement du marché au travers du coefficient  $\beta_i$ . Le coefficient  $\beta_i$  est une mesure de sensibilité du rendement de l'actif par rapport au marché. Le modèle de marché à 1 facteur est défini par la formule suivante :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Où  $R_{it}$  est le rendement d'une entreprise  $i$  à la date  $t$ ,  $R_{mt}$  est le rendement du marché à la date  $t$ ,  $\varepsilon_{it}$  est le terme erreur et n'est pas corrélé au rendement de marché et de l'entreprise. Le rendement du marché choisi est le STOXX Europe 600 Banks Index EUR. Le règlement SFDR concernant uniquement les entreprises financières cotées dans l'Union européenne, cet indice s'aligne à l'échantillon de nos entreprises. Dans cette régression linéaire, les coefficient  $\alpha_i$  et  $\beta_i$  sont estimés par les moindres carrés ordinaires (OLS) en utilisant les données des rendements journaliers de la fenêtre d'estimation. Ce modèle est utilisé par beaucoup d'auteurs dans la littérature et est considéré comme standard (Bowman (1983), MacKinlay (1997), McWilliams et Siegel (1997), Campbell et al. (2010)).

Malgré la popularité de cette méthode, elle comporte des faiblesses que certains auteurs ne reconnaissent pas explicitement. Des études ont montré des interprétations diverses de résultats provenant de cette méthode d'étude d'évènement, créant un désaccord dans la littérature (Coutts et al., 1994). C'est pourquoi nous utilisons un deuxième modèle : Fama-French à 3 facteurs.

### **Modèle économique : Fama-French à 3 facteurs**

Les modèles à multiples facteurs, tel que le Fama-French à 3 facteurs, continuent de prendre en compte le facteur de marché en ajoutant des facteurs additionnels. Comme développé par Fama et French (1992, 1993), l'effet de la taille des entreprises ne doit pas

être négligé. Les petites entreprises, sur base de leur capitalisation boursière, ont tendance à surperformer par rapport aux grandes entreprises qui sous-performent. La deuxième observation est représentée par une tendance de surperformance des entreprises ayant un ratio valeur comptable / valeur de marché plus élevé. Le Fama-French à 3 facteurs est défini comme suit :

$$E(R_{it}) = R_f + \beta_{i,m}(R_{mt} - R_f) + \beta_{i,SMB}SMB + \beta_{i,HML}HML \quad (3)$$

Où *SMB* (« Small Minus Big ») est le facteur risque pour la taille, *HML* (« High Minus Low ») est le facteur risque pour la valeur et  $\beta_{i,m}$ ,  $\beta_{i,SMB}$  et  $\beta_{i,HML}$  représentent les coefficients de sensibilité des facteurs.

Afin de déterminer les variables *SMB* et *HML*, nous nous basons sur l'étude de Fama et French (1992). Une fois que les entreprises sont classées par capitalisation boursière en date de décembre 2019, nous créons 2 groupes séparés par la médiane : le groupe « Small » (S) représente les entreprises à capitalisation boursière en-dessous de la médiane et le groupe « Big » (B) représente les entreprises au-dessus de la médiane. Ensuite, dans chacun des 2 groupes, nous organisons les entreprises en fonction de leur ratio valeur comptable / capitalisation boursière (B/M ratio). Le groupe avec le percentile 30 est défini par « Low » (L), le groupe avec le percentile 70 est défini par « High » (H) et enfin le percentile compris entre 30 et 70 est défini par « Middle » (M). L'intersection des 2 capitalisations boursières et 3 B/M ratio permettent de construire 6 portefeuilles : SL, SM, SH, BL, BM et BH. Pour exemple, le portefeuille SL est composé des entreprises à faible capitalisation boursière avec un faible ratio valeur comptable / valeur de marché, et le portefeuille BH est composé des entreprises à haute capitalisation boursière avec un ratio valeur comptable / valeur de marché élevé.

La variable *SMB* est déterminée par la différence entre la moyenne arithmétique des rendements journaliers du groupe « Small » et la moyenne arithmétique des rendements journaliers du groupe « Big ». Cette différence permet de se libérer de l'influence du ratio B/M pour se concentrer sur les comportements des petites et grandes entreprises.

$$\begin{aligned} SMB &= Small - Big \\ &= \frac{1}{3}(SH + SM + SL) - \frac{1}{3}(BH + BM + BL) \end{aligned} \quad (4)$$

La variable *HML* est déterminé par la différence entre la moyenne arithmétique des rendements journaliers du groupe « High » et la moyenne arithmétique de rendements

journaliers du groupe « Low ». La différence se fait entre des portefeuilles de même taille, permettant ainsi d'isoler les comportements des entreprises de ratio B/M faible et élevé.

$$\begin{aligned} HML &= High - Low \\ &= \frac{1}{2}(SH + BH) - \frac{1}{2}(SL + BL) \end{aligned} \quad (5)$$

## 2.1.2. Rendements anormaux

Les paramètres et mesures des rendements normaux étant définis, nous sommes en mesure de calculer le rendement anormal de la fenêtre d'évènement. Les rendements anormaux sont représentés par l'expression (1), soit la différence entre les rendements observés et les rendements normaux observés par la régression du modèle à 1 facteur pour la fenêtre d'évènement. En suivant la méthodologie de MacKinlay (1997), les rendements anormaux pour une entreprise  $i$  à la date  $t$  sont déterminés par les deux expressions suivantes, modèle de marché à 1 facteur et Fama-French à 3 facteurs respectivement :

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (6)$$

$$AR_{it} = R_{it} - (R_f + \beta_{i,m}(R_{mt} - R_f) + \beta_{i,SMB}SMB + \beta_{i,HML}HML) \quad (7)$$

Une fois les rendements anormaux définis pour chaque entreprise à une date  $t$ , il est nécessaire d'appliquer ces rendements anormaux à la fenêtre d'évènement. Pour cela, nous définissons  $CAR(T_1, T_2)$  comme rendements anormaux cumulés du temps 1 au temps 2 :

$$CAR_i(T_1, T_2) = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it} \quad (8)$$

Enfin, le rendement anormal moyen cumulé, défini par  $CAAR(T_1, T_2)$ , estimé pour notre échantillon permet de refléter la réaction du marché boursier et s'exprime comme suit :

$$CAAR_i(T_1, T_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(T_1, T_2) \quad (9)$$

Notre test statistique est réalisé avec un niveau de signification de 10%, 5% et 1%. Si notre hypothèse nulle est rejetée, l'annonce du règlement SFDR n'aurait pas d'effet négatif sur

les prix des actifs concernés par ce règlement en termes de rendements journaliers anormaux.

### 3. Collecte de données

Pour réaliser cette étude d'évènement, des données de cotations boursières historiques dans le secteur financier en Europe ont été récoltées. L'extraction de ces données a été faite principalement par *Refinitiv Eikon Datastream* (ainsi que *TradingView, Inc.* pour le taux sans risque et *MarketWatch* pour l'indice du rendement de marché). Une fois la collecte de données faites, ces données ont été traitées par *Microsoft Excel* et l'analyse statistique a été réalisée à l'aide du logiciel *STATA*.

#### 3.1. Données

##### 3.1.1. Choix de la date d'annonce

La date choisie pour une étude d'évènement est cruciale étant donné qu'elle sert de point de référence pour l'estimation de l'effet. Très peu de communications mentionnent l'arrivée du règlement SFDR avant sa date de publication. C'est pourquoi la date d'annonce est exprimée par la date officielle à laquelle le règlement SFDR est déclaré publiquement, le 9 décembre 2019. C'est aussi à cette date que nous commençons à apercevoir des articles évoquant ce règlement. Comme mentionné dans la section précédente, nous utilisons la fenêtre d'évènement [-6 ; +3] pour prendre en compte l'adoption du règlement SFDR avant sa publication.

Dans le but de fournir une analyse complémentaire, une deuxième date est utilisée dans cette étude d'évènement. Le règlement SFDR a été publié le 9 décembre 2019 mais est entré en vigueur le 10 mars 2021. Durant ces dernières années, des études montrent que la durabilité et l'ESG captent de plus en plus l'attention du public. Cet intérêt grandissant s'illustre par une augmentation du nombre d'articles publiés par les médias et de recherches en ligne (Fisher-Vanden et Thorburn, 2011). Ce phénomène est un paramètre important, pour l'illustrer nous utilisons le *Search Volume Index (SVI)* de *Google Trends* (Da, Engelberg et Gao, 2011). La popularité relative de mots clés pour les recherches Google est comprise entre 0 et 100, où 100 représente la fréquence maximale de recherche pour la période donnée.

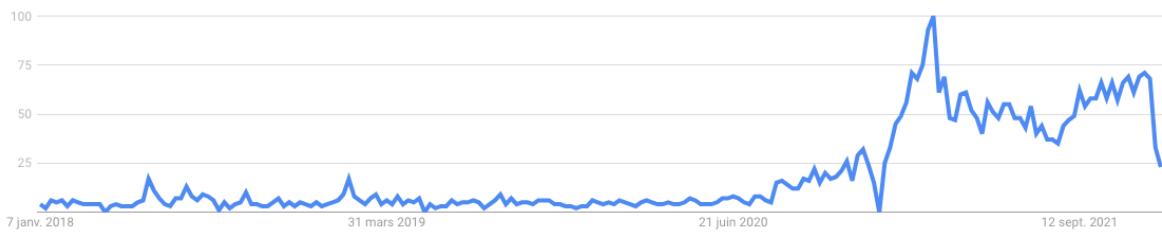


Figure 7 : La recherche du mot « SFDR » dans le SVI pour la période 01/01/2018 à 31/12/2021.

La figure 7 montre un intérêt très prononcé pour la semaine du 07 mars 2021 – 13 mars 2021, la semaine de l’entrée en vigueur du règlement SFDR. Le tableau 1 récapitule les dates utilisées. Pour la date du 10 mars 2021, nous utilisons une fenêtre d’estimation de 232 jours et non 250 jours. En effet, si nous prenons 250 jours, la fenêtre d’estimation commencerait le 11 mars 2020 en pleine volatilité des marchés dû à la crise Covid-19. Avec 232 jours, la fenêtre d’estimation commence le 6 avril 2020 et permet de limiter cette volatilité.

Tableau 1 : Dates choisies de l’étude d’évènement du règlement SFDR.

Date	Détails de l’évènement
9 décembre 2019	Publication du règlement (UE) 2019/2088 dans le journal officiel de l’Union européenne
10 mars 2021	Entrée en vigueur du règlement (UE) 2019/2088

### 3.1.2. Rendements

#### Rendements journaliers

Les données journalières des cotations ont été collectées manuellement sur *Refinitiv Eikon Datastream* pour la période du 17 décembre 2018 au 16 décembre 2019 pour l’évènement du 9 décembre 2019, et pour la période du 6 avril 2020 au 17 mars 2021 pour l’évènement du 10 mars 2021. Pour calculer le rendement journalier d’une entreprise  $i$  à la date  $t$  à partir de sa cotation boursière, nous utilisons l’expression suivante :

$$R_{it} = \frac{R_{it} - R_{it-1}}{R_{it-1}} \times 100 \quad (10)$$

Ces rendements journaliers ont été très peu manipulés pour refléter au mieux la réalité. Certaines entreprises, peu liquide, n’avaient pas de cotations pour les dates de notre fenêtre d’estimation. Dans cette situation, ces données vides ont été remplacées par la

cotation du jour précédent et conduisant ainsi à un rendement journalier de 0,00%. De plus, seul des rendements extrêmes ont été retirés, représentant moins de 10 manipulations faites sur plus 40 000 rendements. Il s'agit de rendements journaliers de plus de 100% ou de moins de 70%. L'échantillon de tous ces rendements journaliers est représenté par la figure suivante :

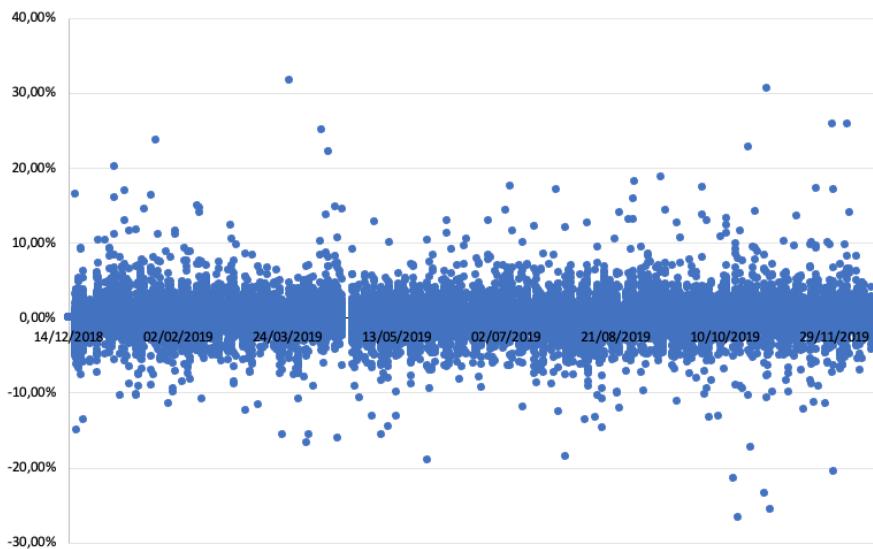


Figure 8 : Rendements journaliers de l'échantillon après nettoyage.

### Taux sans risque et indice de marché

Le taux sans risque et l'indice de marché ont été récoltés sur la plateforme *TradingView, Inc.* et le site *MarketWatch* respectivement. Comme le règlement SFDR s'adresse seulement à des entreprises européennes, il est naturel de se tourner vers le taux sans risque des obligations d'états à 10 ans de la zone EURO. Pour l'indice de marché, nous suivons la méthodologie de Rival (2006). Afin d'obtenir des résultats plus précis et clair, il est recommandé d'utiliser un portefeuille ou indice en fonction du risque, secteur d'activité ou autre critère, plutôt qu'un indice trop général tel que le CAC 40. Notre critère est le secteur d'activité dans le but de ne pas prendre tous les titres du marché et d'avoir une corrélation avec nos entreprises. Il s'agit du STOXX Europe 600 Banks Index EUR.

### Les variables SMB et HML

Les capitalisations boursières et les valeurs comptables ont été récupérées grâce à *Refinitiv Eikon Datastream*. Pour la capitalisation boursière, nous faisons l'hypothèse où le nombre d'actions en circulation en 2023 est identique à celui de décembre 2019. Cette hypothèse nous permet de calculer les capitalisations boursières avec l'expression suivante :

$$MV_i = Shares_i \times Price_i \quad (11)$$

Où  $MV$  est la capitalisation boursière d'entreprise  $i$  à la date de décembre 2019,  $Shares_i$  est le nombre d'actions en circulation et  $Price_i$  est le prix de l'action au 9 décembre 2019. Nous prenons en compte la devise de chaque action et l'ajustons par rapport au cours des devises à la date du 9 décembre 2019.

Les valeurs comptables pour calculer le B/M ratio de chaque entreprise proviennent du bilan comptable publié sur *Refinitiv Eikon Datastream*. Les bilans comptables sont datés de décembre 2019 et donc s'alignent à notre étude d'évènement. Le B/M est un ratio financier qui détermine s'il s'agit d'une entreprise axée sur la croissance (B/M faible) ou sur la valeur (B/M élevé). Il compare la valeur comptable d'une entreprise  $i$  à sa capitalisation boursière et est défini par l'expression :

$$B/M_i = \frac{\text{Valeur comptable}_i}{MV_i} \quad (12)$$

Selon la disponibilité des données sur *Refinitiv Eikon Datastream*, trois entreprises de notre échantillon avaient des valeurs comptables négatives. Deux d'entre elles étaient proches de 0, lesquelles ont été arrondies à une valeur comptable de 0. Seule une entreprise (FR0011131788) avait une valeur fortement négative, laquelle a été exclue de l'échantillon du modèle de Fama-French à 3 facteurs.

### 3.1.3. Choix de l'échantillon

Le choix des entreprises du secteur financier a été rendu possible grâce à *Euronext* qui propose une séparation par industrie de tous les titres cotés sur Euronext. Pour l'industrie financière comprenant les banques, les entreprises des services financiers et les assurances, nous retrouvons 308 entreprises. Cependant, parmi ces 308 entreprises, 43 entreprises représentent des doublons car une entreprise peut se retrouver cotée sur plusieurs bourses d'Euronext, notre échantillon initial est donc à 265 entreprises. Sur les 265 entreprises de notre échantillon initial, plusieurs d'elles doivent être retirées pour les raisons suivantes : introduction en bourse après notre fenêtre d'évènement, aucun historique disponible, accès restreint et enfin 6 entreprises pour lesquelles des problèmes techniques sont apparus ont également été retirés du lot. L'échantillon final se compose de 176 entreprises, on y retrouve 69 banques, 90 entreprises qui offrent des services financiers et 17 assurances ; majoritairement des entreprises italiennes (49), françaises (36), norvégiennes (34), belges (12) et néerlandaises (10).

### 3.2. Statistiques descriptives

Le tableau 2 nous montre les statistiques descriptives pour notre échantillon. L'indice de marché sous-performe en moyenne par rapport à notre échantillon complet pour la période des 250 jours ouvrables avant la date du 9 décembre 2019. La médiane des rendements de notre échantillon, 0,043%, est proche de la moyenne, 0,040%, indiquant une distribution relativement symétrique. La normalité des distributions est discutée plus bas dans les tests de normalité afin de contrôler que l'échantillon est viable. L'écart-type des rendements de notre échantillon (0,478%) est inférieur à notre indice de marché, montrant une faible volatilité par rapport à l'indice de marché.

*Tableau 2 : Statistiques descriptives des variables en pourcentage<sup>12</sup>.*

	Mean	Variance	SD	Min	Max	p25	Median	p75
STOXX Europe 600 Bank Index	.007	1.435	1.198	-3.143	4.925	-.655	0	.711
Taux Sans Risque	-.189	.083	0.288	-.718	.262	-.386	-.239	.081
Prime de Marché	.197	1.508	1.228	-2.738	5.363	-.508	.167	.907
Variable HML	-.012	.237	0.487	-1.334	1.681	-.299	-.04	.263
Variable SMB	-.021	.356	0.597	-1.347	1.869	-.458	.003	.421
Rendement de l'échantillon	.040	.228	0.478	-1.336	1.667	-.256	.043	.319

Le tableau 3 présente les statistiques descriptives par secteur d'activité : les banques, les entreprises de services financiers et les assurances. La surperformance de notre échantillon semble provenir du secteur des assurances dont la performance est deux fois supérieure aux secteurs bancaires et des services financiers (0,077% pour les assurances contre 0,038% et 0,033% pour les banques et services financiers).

*Tableau 3 : Statistiques descriptives par secteur d'activité en pourcentage.*

	Mean	Variance	SD	Min	Max	p25	Median	p75
STOXX Europe 600 Bank Index	.007	1.435	1.198	-3.143	4.925	-.655	0	.711
Taux Sans Risque	-.189	.083	0.288	-.718	.262	-.386	-.239	.081
Prime de Marché	.197	1.508	1.228	-2.738	5.363	-.508	.167	.907
Secteur bancaire	.038	.435	0.660	-1.594	2.299	-.339	-.002	.449
Secteur des services financiers	.033	.147	0.383	-1.102	1.492	-.205	.049	.299
Secteur des assurances	.077	.624	0.790	-2.351	2.087	-.384	.108	.539

<sup>12</sup> Les dénominations proviennent directement de STATA et sont donc anglophones. « Mean » : moyenne ; « SD » : écart-type ; « Median » : médiane. Le format utilisé pour le résultat est aussi anglophone (le point représente la décimale).

Les tableaux 4 et 5 représentent les corrélations du rendement de l'échantillon et du rendement par secteur d'activité. Nous observons d'abord une corrélation fortement positive entre le rendement de l'indice de marché et le rendement de l'échantillon (ainsi que le rendement des trois secteurs d'activités du tableau 5). Cette forte corrélation est cohérente étant donné que l'échantillon concerne uniquement des entreprises de la finance et que l'indice de marché représente le secteur de la finance (et plus particulièrement celui des banques). Nous pouvons aussi noter dans le tableau 4 une forte corrélation négative entre la variable SMB et l'indice de marché (-0,861) ainsi que le rendement de notre échantillon (-0,802). La variable SMB représentant l'excédent de rendement des petites entreprises par rapport aux grandes entreprises, elle explique que les petites entreprises surperforment sur le long terme par rapport aux grandes. Par conséquent la variable SMB représente un échantillon de petites entreprises tandis que l'indice est composé seulement des plus grandes entreprises ce qui explique la corrélation négative.

*Tableau 4 : Corrélation du rendement de l'échantillon.*

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
(1) STOXX Europe 600 Bank Index	1.000				
(2) Taux Sans Risque	0.015	1.000			
(3) HML	0.420	-0.021	1.000		
(4) SMB	-0.861	0.022	-0.328	1.000	
(5) Rendement de l'échantillon	0.901	0.046	0.242	-0.802	1.000

*Tableau 5 : Corrélation par secteur d'activité.*

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
(1) STOXX Europe 600 Bank Index	1.000				
(2) Taux Sans Risque	0.015	1.000			
(3) Secteur bancaire	0.911	0.000	1.000		
(4) Secteur des services financiers	0.727	0.074	0.718	1.000	
(5) Secteur des assurances	0.800	0.067	0.781	0.772	1.000

### Test de normalité

Il est important de vérifier si nos données respectent une normalité étant donné que nous utilisons des tests paramétriques pour cette étude d'évènement. Il s'agit donc de vérifier la normalité de l'échantillon (MacKinlay, 1997 et Rival, 2006).

Le coefficient d'asymétrie (*Skewness*) est une mesure de l'allure de la courbe des fréquences d'un point de vue de sa symétrie, permettant d'observer si les valeurs se

trouvent réparties uniformément autour de la moyenne. D'après Mishra et al. (2019), une valeur comprise entre -1 et +1 indique une symétrie appropriée et est considérée comme une distribution normale. Nos rendements et variables respectent ces valeurs. Ces dernières sont comprises entre -0,087 et 0,352, et, par conséquent, sont considérées comme normales. Le coefficient d'aplatissement (*Kurtosis*) est une mesure de l'allure de la courbe des fréquences d'un point de vue de sa densité. Une valeur comprise entre -1 et +1 (Mishra et al., 2019) autour de la valeur de 3 permet de considérer qu'une distribution est normale. Par rapport au *Kurtosis*, toutes nos variables sont très proches de la valeur 3, montrant ainsi une distribution normale. Le rendement de l'indice de marché a, quant à lui, une distribution légèrement leptokurtique. Le coefficient de *Kurtosis* et *Skewness* est détaillé dans le tableau 6, ainsi que dans les annexes (voir annexes 3 à 9), pour la représentation graphique des distributions du STOXX Europe 600 Bank Index, des variables HML et SMB, et du rendement de l'échantillon ainsi que par secteur d'activité.

Tableau 6 : *Kurtosis et Skewness*.

	Kurtosis	Skewness
STOXX Europe 600 Bank Index	4.067	.352
Prime de Marché	3.972	.408
Variable HML	3.785	.251
Variable SMB	3.123	.218
Rendement de l'échantillon	3.703	-.087
Secteur bancaire	3.508	.25
Secteur des services financiers	3.878	-.222
Secteur des assurances	3.594	-.213

### 3.3. Résultats

Les résultats qui suivent représentent les deux études d'évènement sur l'introduction du règlement SFDR et, son entrée en vigueur. Elles permettent de répondre à la question du mémoire : quel est l'impact du règlement SFDR sur la performance des sociétés cotées du secteur financier ? Comme expliqué dans la méthodologie, le modèle à 1 facteur (CAPM) et le modèle à 3 facteurs de Fama-French sont utilisés. Le but recherché est de déduire si le règlement SFDR a un effet statistiquement significatif, positif ou négatif, sur les performances des entreprises ciblées.

Dans le but de pratiquer les mêmes usages et dans l'intérêt d'une meilleure compréhension des résultats, les résultats pour lesquels une probabilité est statistiquement significative sont représentés par \*, \*\* ou \*\*\* pour les seuils de signification égaux à 10%, 5% et 1% respectivement.

### 3.3.1. Résultat de l'introduction du règlement SFDR (9 décembre 2019)

#### Approche générale

Le tableau suivant montre un premier résultat des CAARs avec le modèle à 1 facteur (CAPM) pour l'ensemble de l'échantillon avec nos 5 fenêtres d'évènement.

*Tableau 7 : Étude d'évènement du 09 décembre 2019 avec le modèle à 1 facteur pour l'échantillon complet.*

SECURITY	CAAR[-5,5]	CAAR[-3,3]	CAAR[-1,1]	CAAR[-6,3]	CAAR[0,5]
Rendement de l'échantillon complet	-2.6088%*** (0.0021)	-2.0740%*** (0.0020)	-0.5884% (0.1701)	-1.2509% (0.1158)	-2.2907%*** (0.0002)

\*\*\* p-value < .01, \*\* p-value <.05, \* p-value <.1

p-values in parentheses

On observe des rendements anormaux négatifs significatifs pour deux fenêtres d'évènements : [-5 ; +5] et [-3 ; +3]. En effet, la performance de l'échantillon a diminué de -2,6088% et -2,0740% pour une période de 11 jours et 7 jours, respectivement, avant et après l'introduction du règlement SFDR. Les deux *p-values*, étant à 0,0021 et 0,0020 respectivement, nous suggère une forte évidence en faveur de l'hypothèse H0 pour laquelle il existe une réaction statistiquement significative et le rejet de l'hypothèse d'aucune réaction des marchés. Cette observation rejette les propos de McWilliams et Siegel (1997) où une nouvelle législation est reflétée rapidement dans les prix d'actifs.

Des rendements anormaux négatifs pour la fenêtre d'évènement [-6 ; +3] peuvent être observés. La performance de l'échantillon a diminué de -1,2509% sur une période de 10 jours. La date de  $t = -6$  est pour inclure l'adoption du règlement SFDR avant sa publication. Cependant, la *p-value* pour ce résultat est de 0,1158 ne permettant pas de rejeter l'hypothèse nulle. Ce résultat suggère que l'adoption du règlement SFDR s'est déroulée en dehors des heures d'ouverture du marché. Pour la fenêtre d'évènement [-1 ; +1] on observe également des rendements anormaux négatifs mais non significatifs. Il est intéressant de remarquer pour la figure 9 que les rendements anormaux négatifs ne commencent à être significatifs qu'après la date  $t = 0$ . Cette observation va en contradiction avec une réaction négative à l'adoption du règlement SFDR après les heures d'ouverture du marché. Ainsi, d'après la figure 9, la réaction négative significative se déroule après la publication dans le journal officiel. C'est pourquoi nous avons relancé une nouvelle analyse avec une fenêtre de [0 ; +5], montrant ainsi que la réaction négative (et significative) provient de la publication.

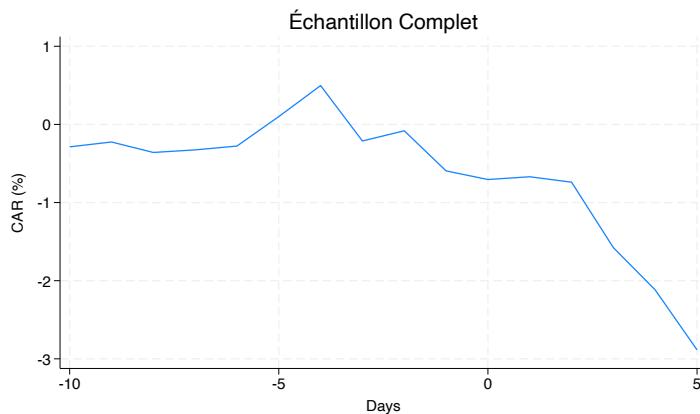


Figure 9 : Évolution du rendement de l'échantillon complet avec le modèle à 1 facteur pour le 9 décembre 2019.

La même interprétation peut être donnée pour les CAARs du modèle à 3 facteurs de Fama-French. Le modèle de Fama-French est utilisé comme test de robustesse afin d'assurer que les résultats du modèle CAPM soient valables, il les renforce dans un cadre où les rendements peuvent être influencés par un effet de taille et de valeur. Nous retrouvons les mêmes résultats, avec des rendements anormaux négatifs significatifs pour les fenêtres d'événements : [-5 ; 5] et [-3 ; 3]. Leurs *p-values* sont 0,0047 pour les deux fenêtres montrant ainsi leurs significativités. La fenêtre d'événement comprenant l'adoption du règlement SFDR montre également une réaction négative de la part des entreprises financières mais non significative. L'observation pour la fenêtre [-1 ; 1] est aussi similaire au modèle à 1 facteur. Et, tout comme le modèle à 1 facteur, nous observons, dans la figure 10, une diminution prononcée dans les rendements anormaux de l'échantillon complet après sa publication dans le journal officiel. Les résultats étant proches du modèle à 1 facteur, ils suggèrent que le modèle de Fama-French est relativement robuste par rapport à l'intégration des deux facteurs (taille et valeur). Les rendements anormaux significativement négatifs observés soutiennent l'hypothèse H0 où le règlement SFDR a un effet négatif sur les entreprises cotées du secteur financier.

Tableau 8 : Étude d'événement du 09 décembre 2019 avec le modèle à 3 facteurs pour l'échantillon complet.

SECURITY	CAAR[-5,5]	CAAR[-3,3]	CAAR[-1,1]	CAAR[-6,3]	CAAR[0,5]
Rendement de l'échantillon complet	-2.0996%*** (0.0047)	-1.6734%*** (0.0047)	-0.4472% (0.2451)	-0.9311% (0.1852)	-1.8254%*** (0.0012)

\*\*\* p-value < .01, \*\* p-value<.05, \* p-value <.1

p-values in parentheses

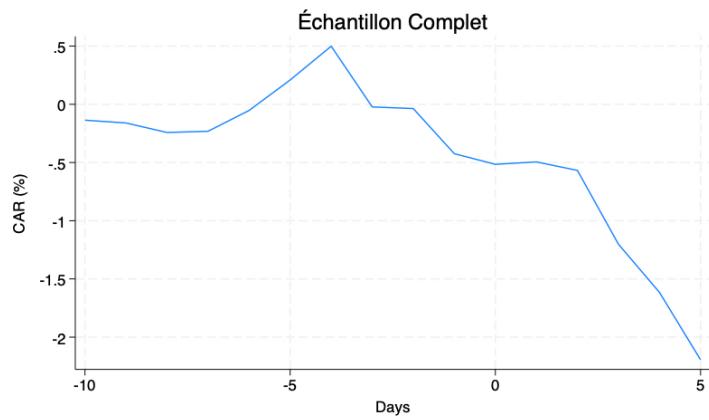


Figure 10 : Évolution du rendement de l'échantillon complet avec le modèle à 3 facteurs pour le 9 décembre 2019.

### Approche sectorielle

Dans la littérature parcourue, aucune mention n'a été faite quant aux secteurs d'activité des entreprises cotées du secteur financier. Le règlement SFDR s'applique aux acteurs des marchés financiers et aux conseillers financiers, définis dans la section 3.2 du chapitre 1. Ces acteurs et conseillers incluent tant des entreprises d'assurance que des entreprises d'investissement fournissant des services de gestion de portefeuille ou de conseil d'investissement. Par conséquent, il semble intéressant de segmenter l'échantillon en trois catégories : banques, services financiers et assurances. La comparaison avec la littérature n'a pas été rendue possible au vu de la faible considération des auteurs sur l'aspect sectoriel.

Tableau 9 : Étude d'évènement par secteur du 09 décembre 2019 avec le modèle à 1 facteur.

SECURITY	CAAR[-5,5]	CAAR[-3,3]	CAAR[-1,1]	CAAR[-6,3]	CAAR[0,5]
Secteur des banques	-1.6273%	-0.1589%	0.3584%	-0.0578%	-1.6521%**
Secteur des services financiers	-1.4980%	-0.0714%	-0.2739%	-0.8965%	-1.2943%*
Secteur des assurances	-2.8731%	-1.0348%	-0.9049%	-1.6460%	-2.2699%*
Ptf CARs n 1 (3 securities)	-2.0006%**	-0.4221%	-0.2741%	-0.8676%	-1.7391%**
CAAR group 1 (3 securities)	-1.9967%**	-0.4200%	-0.2727%	-0.8643%	-1.7370%***

\*\*\* p-value < .01, \*\* p-value <.05, \* p-value <.1

Aucuns rendements anormaux statistiquement significatifs ne sont observés dans les fenêtres d'événements initialement choisies. Nous observons un rendement anormal négatif en moyenne plus prononcé pour le secteur des assurances. Avec le modèle à 1 facteur et pour les fenêtres initiales, aucune conclusion significative ne peut être formulée sur l'effet du règlement SFDR par secteur. Lors de notre nouvelle analyse avec la fenêtre [0 ; +5], des résultats statistiquement significatifs sont à considérer. Dans le cas des trois secteurs, on retrouve des rendements anormaux négatifs, le secteur des assurances

ayant le rendement le plus faible avec -2,2699%. De plus, il est important de noter que le secteur des banques, avec un rendement anormal de -1,6521%, a une *p-value* inférieure à 0,01. Cette *p-value* peut montrer une importance plus significative que pour le secteur des services financiers et assurances pour lesquelles la *p-value* est inférieure à 0,05. Ainsi, le résultat du secteur des banques est plus fiable que celui des services financiers et assurances. C'est la raison pour laquelle le modèle de Fama-French nous permet de décomposer ces résultats.

*Tableau 10 : Étude d'évènement par secteur du 09 décembre 2019 avec le modèle à 3 facteurs.*

SECURITY	CAAR[-5,5]	CAAR[-3,3]	CAAR[-1,1]	CAAR[-6,3]	CAAR[0,5]
Secteur des banques	-1.4304%	0.1256%	0.4017%	0.0479%	-1.4665%**
Secteur des services financiers	-0.6053%	0.4821%	-0.0501%	-0.1865%	-0.6912%
Secteur des assurances	-1.1033%	0.3457%	-0.4716%	-0.3271%	-0.9826%
Ptf CARs n 1 (3 securities)	-1.0482%	0.3169%	-0.0408%	-0.1566%	-1.0476%
CAAR group 1 (3 securities)	-1.0442%	0.3188%	-0.0396%	-0.1534%	-1.0453%**

\*\*\* p-value < .01, \*\* p-value<.05, \* p-value <.1

En effet, les entreprises du secteur des banques ont un rendement anormal négatif qui est statistiquement significatif contrairement aux entreprises de services financiers et aux assurances. Tout comme le modèle à 1 facteur, aucun rendement anormal significatif ne peut être observé pour les fenêtres [-5 ; +5], [-3 ; +3], [-1 ; +1] et [-6 ; +3]. Nous pouvons en conclure que seul le secteur des banques a été négativement influencé par l'introduction du règlement SFDR.

### 3.3.2. Résultat de l'entrée en vigueur du règlement SFDR (10 mars 2021)

#### Approche générale

Comme expliqué, au vu de l'intérêt porté pour le règlement SFDR au moment de son entrée en vigueur, il est intéressant d'observer l'évènement du 10 mars 2021.

En suivant la logique de la théorie de l'efficience des marchés, nous pourrions penser que l'entrée en vigueur n'a eu que peu, voire aucun effet étant donné que l'information a déjà été reflétée dans le prix de décembre 2019. D'un point de vue théorique, une fois l'information intégrée par le marché, aucun mouvement de prix d'actifs ne devrait survenir. Néanmoins, les résultats observés dans le tableau 11 nous montrent un autre aperçu. Des rendements anormaux positifs pour la fenêtre d'évènement [-5 ; +5] peuvent être observés. La performance des entreprises de l'échantillon a augmenté de 0,8859% sur une période de 11 jours avant et après l'entrée en vigueur du règlement SFDR. Cependant, la *p-value*

associée étant de 0,4462, elle ne nous permet pas de rejeter l'hypothèse et suggère que l'entrée en vigueur n'influence pas le rendement des entreprises financières. Elle renforce également la théorie de l'efficience des marchés. La même interprétation s'applique au rendement anormal de la fenêtre de 1 jour : [0 ; 0].

En revanche, les rendements anormaux cumulés pour les fenêtres [-3 ; +3] et [-1 ; +1] sont statistiquement significatifs avec des *p-values* égales à 0,0524 et 0,0034 respectivement. Les CAARs sont respectivement de 1,7898% et 1,7663%. Cette observation laisse entendre que l'entrée en vigueur exerce une influence positive sur la performance des entreprises de notre échantillon. Il est donc intéressant de prêter attention à l'évolution journalière des rendements anormaux sur une période de 16 jours, de  $t = -10$  à  $t = +5$ . D'après la figure 11, un rendement anormal positif est observé juste au moment de l'entrée en vigueur et pour les quelques jours qui suivent. C'est pourquoi, après une nouvelle analyse avec la fenêtre [-1 ; +4] correspondant à la figure 11, nous observons un rendement anormal statistiquement significatif. Avec une probabilité critique de 0,02, ce résultat prouve que les CAARs sont différents de zéro et positifs après l'entrée en vigueur. Tout comme l'événement du 9 décembre 2019, le modèle de Fama-French a également été appliqué comme test de robustesse.

Tableau 11 : Étude d'évènement du 10 mars 2021 avec le modèle à 1 facteur pour l'échantillon complet.

SECURITY	CAAR[-5,5]	CAAR[-3,3]	CAAR[-1,1]	CAAR[0,0]	CAAR[-1,4]
Rendement de l'échantillon complet	0.8859% (0.4462)	1.7898%* (0.0524)	1.7663%*** (0.0034)	0.5083% (0.1388)	1.8188%** (0.0200)

\*\*\* p-value < .01, \*\* p-value <.05, \* p-value <.1  
p-value in parentheses

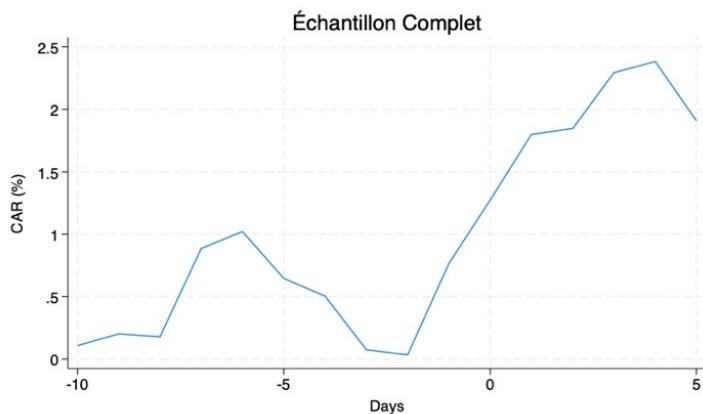


Figure 11 : Évolution du rendement de l'échantillon complet avec le modèle à 1 facteur pour le 10 mars 2021.

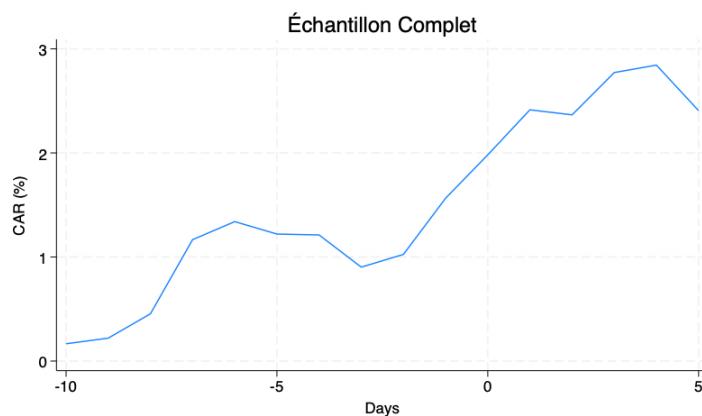
Avec un modèle à 3 facteurs, les mêmes résultats sont obtenus (tableau 12). En effet, des rendements anormaux statistiquement significatifs sont observés : 1,5604% et 1,3893% avec des *p-values* de 0,0641 et 0,0121 respectivement. Ces résultats sont légèrement en-dessous de ceux du modèle à 1 facteur mais restent alignés montrant que le modèle de Fama-French est robuste. Nous observons également dans la figure 12 une augmentation des rendements anormaux des entreprises de l'échantillon dès l'entrée en vigueur.

*Tableau 12 : Étude d'évènement du 10 mars 2021 avec le modèle à 3 facteurs pour l'échantillon complet.*

SECURITY	CAAR[-5,5]	CAAR[-3,3]	CAAR[-1,1]	CAAR[0,0]
Rendement de l'échantillon complet	1.0660% (0.3116)	1.5604%* (0.0641)	1.3893%** (0.0121)	0.4169% (0.1897)

\*\*\* p-value < .01, \*\* p-value<.05, \* p-value <.1

*p*-values in parentheses



*Figure 12 : Évolution du rendement de l'échantillon complet avec le modèle à 3 facteurs pour le 10 mars 2021.*

La première réaction des marchés boursiers fut négative en décembre 2019, alors qu'un an plus tard la réaction devient positive. Certains auteurs comme Ge et al. (2023) suggère que la publication d'information environnementale peut avoir un effet positif sur la valeur des entreprises dans le cas où l'asymétrie de l'information est réduite : « Plus la transparence est grande, plus la probabilité d'un risque d'effondrement du cours des actions est faible. » (Ge et al., 2023, p3).

### Approche sectorielle

Lors de l'introduction du règlement SFDR en décembre 2019, le secteur bancaire est celui pour lequel la réaction négative est la plus importante. Lors de l'entrée en vigueur, nous constatons une réaction statistiquement significative de la part du secteur des services

financiers avec une *p-value* inférieure à 0,01 pour la fenêtre de 3 jours : [-1 ; +1]. On observe aussi des réactions positives pour les autres secteurs mais aucun rendement significatif.

*Tableau 13 : Étude d'évènement par secteur du 10 mars 2021 avec le modèle à 1 facteur.*

SECURITY	CAAR[-5,5]	CAAR[-3,3]	CAAR[-1,1]	CAAR[0,0]
Secteur des banques	1.5282%	1.3057%	0.9468%	0.2459%
Secteur des services financiers	0.5086%	2.3212%*	2.3904%***	0.7104%
Secteur des assurances	-0.7258%	0.3291%	1.4773%	0.4132%
Ptf CARs n 1 (3 securities)	0.4278%	1.3144%	1.6043%**	0.4553%
CAAR group 1 (3 securities)	0.4420%	1.3218%	1.6061%***	0.4567%

\*\*\* p-value < .01, \*\* p-value<.05, \* p-value <.1

En utilisant le modèle de Fama-French, nous constatons que seul le secteur des services financiers est influencé par l'entrée en vigueur. Ainsi le rendement anormal significatif de l'ensemble de l'échantillon est principalement dû au secteur des services financiers. L'écart-type du secteur des services financiers est deux fois plus faible que les autres secteurs traduisant une dispersion concentrée autour de la moyenne, cette dispersion renforce ces rendements anormaux positifs. Néanmoins, ces résultats viennent contredire la littérature existante sur le règlement SFDR qui s'oriente vers un aspect négatif.

*Tableau 14 : Étude d'évènement par secteur du 10 mars 2021 avec le modèle à 3 facteurs.*

SECURITY	CAAR[-5,5]	CAAR[-3,3]	CAAR[-1,1]	CAAR[0,0]
Secteur des banques	1.4765%	1.3789%	1.0608%	0.2750%
Secteur des services financiers	0.7429%	1.7117%	1.6558%**	0.4675%
Secteur des assurances	0.1739%	1.0914%	1.0932%	0.7189%
Ptf CARs n 1 (3 securities)	0.7875%	1.3923%	1.2727%**	0.4870%
CAAR group 1 (3 securities)	0.8004%	1.3955%*	1.2705%***	0.4873%*

\*\*\* p-value < .01, \*\* p-value<.05, \* p-value <.1

### 3.4. Limites

Cette étude d'évènement sur le règlement SFDR aborde des questions d'actualité. Comme ce dernier est récent, l'absence d'articles et travaux académiques peut être considérée comme une limite. Actuellement il existe peu de littérature qui analyse le règlement SFDR et ses effets sur les investisseurs. Il a donc été difficile d'appréhender la compréhension et l'implémentation d'un point de vue des investisseurs étant donné l'aspect récent d'un règlement uniforme à l'Union européenne en matière de durabilité, à savoir le règlement SFDR.

Au-delà de cet aspect, l'utilisation de l'étude d'évènement permet de capturer son influence sur les marchés et secteurs, mais il comporte aussi ses limites. Les évènements dits parasites sont difficiles à maîtriser. Avec l'utilisation de plusieurs fenêtres d'évènements, l'effet peut être réduit mais il existe toujours une possibilité que ces évènements externes faussent le résultat. Finalement, l'étude d'évènement repose sur la théorie des marchés efficients et, dans certains cas, le prix d'actifs ne peut pas refléter immédiatement ou entièrement toute l'information dû aux inefficiencies de marché.

## Conclusion générale et discussions

Ce mémoire avait pour objectif l'analyse de la performance des entreprises européennes cotées du secteur financier face à l'introduction du règlement (UE) 2019/2088. Grâce aux différentes études menées par Bowman (1983), MacKinlay (1997), McWilliams et Siegel (1997), Panta et al. (2016) ainsi que Rival (2006) ayant servi de fondation à notre étude d'évènement, nous avons réuni plusieurs éléments pour atteindre notre objectif. Les résultats obtenus ont mis en lumière une réponse partielle et nuancée. Cependant il convient d'ajouter que nous avons effectivement pu obtenir des résultats statistiquement significatifs tant positifs que négatifs, apportant donc cette nuance mais confirmant les propos de Birindelli et al. (2023) sur l'existence d'une relation entre l'attention portée par les investisseurs sur les marchés financiers et le règlement SFDR.

De manière détaillée, plusieurs éléments ressortent de notre étude. Premièrement, nos résultats s'alignent à la littérature lors de l'introduction du règlement SFDR au 9 décembre 2019 par une réaction négative du marché. Pour notre échantillon complet, un rendement anormal négatif et statistiquement significatif de -2,29% est observé avec un modèle d'évaluation comprenant uniquement le rendement de marché comme facteur. En appliquant un test de robustesse avec un modèle d'évaluation à 3 facteurs (modèle de Fama-French), le résultat est légèrement moins important, -1,83%, mais reste statistiquement significatif. Ces observations montrent une perception pessimiste des investisseurs sur les marchés financiers en regard du règlement, ce qui corrobore la littérature décrite quant à l'apparition de nouvelles réglementations de publication d'informations non financières ou annonces environnementales. Lors de notre test de robustesse, nous observons que cette réaction négative provient majoritairement du secteur des banques. Cependant ces différentes constatations ne nous permettent pas d'affirmer les raisons sous-jacentes à cette réaction négative.

Deuxièmement, lors de l'entrée en vigueur du règlement SFDR, nous avons observé une réaction significative à l'antipode de celle constatée lors de son introduction. En effet, une réaction positive de 1,56% pour le modèle du CAPM et de 1,39% en utilisant le modèle de Fama-French à 3 facteurs démontre un changement complexe de perception du point de vue des investisseurs. Cette observation ne s'expose que partiellement dans la littérature. Certes, nous avons pu observer au chapitre 2, après l'entrée en vigueur, que plusieurs auteurs argumentent sur un manque de cohérence dans les définitions, dont une des conséquences sont les nombreux déclassements observés de l'article 9 à 8 ou de l'article 8 à 6. Néanmoins il est important de nuancer ces propos sur un plan chronologique. Les premières semaines et mois sont marqués par un engouement positif autour du règlement confirmant ainsi les résultats significatifs obtenus. Après seulement 20 jours, nous avons constaté une accélération de capitaux vers les articles 8 et 9 ; à cette période des grandes entreprises tels que Amundi et BNP Paribas avaient déjà classifié 60% et 80% de leurs produits financiers. Effectivement, quelques semaines après l'entrée en vigueur du règlement, 22% des fonds européens se classifiaient sous l'article 8 (Hatiar et al., 2021). Les études conduites par Morningstar et l'EFAMA ont montré que près de 50% des fonds étaient classifiés sous l'article 8 ou 9 avec une forte croissance de fonds sous l'article 9, quelques mois après son entrée en vigueur. Ces différentes études et observations témoignent de cet engouement important envers le règlement SFDR malgré les diverses critiques quant à l'interprétation de ce dernier détaillés par plusieurs auteurs (Lambillon et Chesney, 2023 ; Busch, 2023 ; Bodellini, 2023 ; Cremasco et Boni, 2022). Ce n'est que fin 2022 que plusieurs études et articles ont fait mention de reclassement massif : 40% des fonds de l'article 9 ont été reclassé en tant qu'article 8 selon Morningstar.

Ces reclassements viennent donc confirmer la littérature sur les diverses critiques malgré que ces dernières ne transparaissent pas dans la perception des investisseurs au travers de la réaction positive que nous avons observée lors de l'entrée en vigueur du règlement SFDR. De ce fait, cette situation nous montre que des recherches futures sont à mener pour comprendre les différentes perceptions des investisseurs sur les marchés financiers. Tenant compte que le règlement a été modifié maintes fois et est susceptible d'être à l'avenir encore transformé, il serait donc pertinent de renouveler une telle étude d'évènement à différentes dates pour en valider et comprendre les changements de perception des investisseurs.

En effet, les règlements de durabilité ne risquent pas de s'arrêter d'aussitôt. Concernant le règlement SFDR, le 4 décembre 2023, les ESAs ont publié une norme technique de réglementation qui comprend de nouveaux indicateurs sociaux et une modification des objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre. De plus, en juin 2023, l'ISSB a

publié ses deux premières normes IFRS 1 et IFRS 2 couvrant la publication d'informations financières liées au développement durable et au climat. Il s'agit des premières normes mondiales de *reporting* de développement durable ouvrant ainsi la voie à une perspective d'étude de comparaison entre l'ISSB et les ESAs.

## Bibliographie

Agrawal, S., Liu, L. Y., et Rajgopal, S. (2023). ESG ratings of ESG index providers. *Columbia Business School*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4468531>

Amaduarif, Z., Brookes, J., Garbarino, N., Patel, R., et Walczak, E. (2019). The Language of Rules : Textual complexity in banking reforms. *Bank of England, Working Paper No. 834*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3475418>

ANNEX : Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088). (2021). *ESMA, 14 juillet, Ref. Ares(2021)4556843*. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/sfdr\\_ec\\_qa\\_1313978.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/sfdr_ec_qa_1313978.pdf)

Arakelijan, A., et Tilley, T. (2023). *The SFDR Fund Market – State of play*. EFAMA, Market Insights – Issue #12. [https://www.efama.org/sites/default/files/files/EFAMA\\_MKT%20INSI\\_GHTS%2312\\_final.pdf](https://www.efama.org/sites/default/files/files/EFAMA_MKT%20INSI_GHTS%2312_final.pdf)

Ball, R., et Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178. <https://doi.org/10.2307/2490232>

Batten, S., Sowerbutts, R. et Tanaka, M. (2016). Let's talk about the weather: the impact of climate change on central banks. *Bank of England, Working Paper No. 834*. <https://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2016/lets-talk-about-the-weather-the-impact-of-climate-change-on-central-banks>

Becker, M., Martin, F., et Walter, A. (2022). The power of ESG Transparency : The effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors. *Finance Research Letters*, 47. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102708>

Bengo, I., Boni, L., et Sancino, A. (2022). EU Financial Regulations and Social Impact Measurement Practices : A Comprehensive Framework on Finance for Sustainable Development. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(4), 809-819. <https://doi.org/10.1002/csr.2235>

Busch, D. (2023). EU Sustainable Finance Disclosure Regulation. *Capital Markets Law Journal*, 18(3), 303-328. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmad005>

Berrigan, J. (2020). *Application of Regulation (EU) 2019/2088 on the sustainability-related disclosures in the financial services sector*. Ref. Ares(2020)5678036.

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/eba\\_bs\\_2020\\_633\\_letter\\_to\\_the\\_esas\\_on\\_sfdr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/eba_bs_2020_633_letter_to_the_esas_on_sfdr.pdf)

Berrigan, J. (2021a). *Information regarding regulatory technical standards under the Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088*. Ref. Ares(2021)4439157. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/com\\_letter\\_to\\_ep\\_and\\_council\\_sfdr\\_rts.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/com_letter_to_ep_and_council_sfdr_rts.pdf)

Berrigan, J. (2021b). *Information regarding regulatory technical standards under the Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088*. Ref. Ares(2021)7263490. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/com\\_letter\\_to\\_ep\\_and\\_council\\_sfdr\\_rts-j.berrigan.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/com_letter_to_ep_and_council_sfdr_rts-j.berrigan.pdf)

Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., et Pelizzon, L. (2020). Inside the ESG ratings : (Dis)Agreement and performance. *SAFE - Sustainable Architecture for Finance in Europe*, 284. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3659271>

Biyo, H. (2021). *The Great Reclassification: How SFDR Is Changing Funds*. Consulté le 12 septembre 2023, à l'adresse de <https://www.morningstar.co.uk/news/216818/the-great-reclassification-how-sfdr-is-changing-funds.aspx>

Biyo, H., Pettit, A., et Stuart, E. (2021). *SFDR - The First 20 Days : What the early batch of new disclosures are telling us so far*. Morningstar Manager Research. [https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/sfdr\\_the\\_first\\_20\\_days1.pdf](https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/sfdr_the_first_20_days1.pdf)

Biyo, H., Wang, B., Carabia, A., et Areyada, B. (2023). *SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q2 2023 in Review. Article 8 funds bleed money again, while Article 9 funds register their lowest inflows on record*. Morningstar Manager Research Services. <https://www.morningstar.com/en-uk/lp/sfdr-article8-article9>

Birindelli, G., Chiappini, H., et Jalal, R. N.-U.-D. (2023). SFDR, investor attention, and European Financial Markets. *Finance Research Letters*, 56, 104135. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104135>

Bloomberg Intelligence (2023). *SFDR reclassification tumult to intensify amid the EU revision*. Consulté le 11 septembre 2023, à l'adresse de <https://www.bloomberg.com/professional/blog/sfdr-reclassification-tumult-to-intensify-amid-the-eu-revision/>

Bofinger, Y., Heyden, K. J., et Rock, B. (2022). Corporate social Responsibility and market efficiency : Evidence from ESG and Misvaluation Measures. *Journal of Banking and Finance*, 134. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106322>

Bodellini, M. (2023). Greenwashing and the misapplication of articles 8 and 9 of the Sustainable Finance Disclosure Regulation. *ERA Forum*, 24, 27-42. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4499639>

Bodellini, M. et Zetsche, D. A. (2021). A Sustainability Crisis Makes Bad Law! - Towards Sandbox Thinking in EU Sustainable Finance Law and Regulation. *ORBilu-University of Luxembourg*. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4147295](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4147295)

Bowen, G., et Ní Riain, Á. (2023). *European Commission responds to ESA's questions on the interpretation of SFDR, including with respect to the definition of "Sustainable Investments"*. Consulté le 7 septembre 2023, à l'adresse de <https://www.klgates.com/European-Commission-Responds-to-ESAs-Questions-on-the-Interpretation-of-SFDR-Including-with-Respect-to-the-Definition-of-Sustainable-Investments-5-31-2023>

Bowman, R. G. (1983). Understanding and Conducting Event Studies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 10(4), 561-584. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1983.tb00453.x>

Brown, S. J., et Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205-258. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(80\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0304-405x(80)90002-1)

Brown, S. J., et Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(85\)90042-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(85)90042-x)

Campbell, C. J., Cowan, A. R., et Salotti, V. (2010). Multi-country event-study methods. *Journal of Banking and Finance*, 34(12), 3078-3090. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.07.016>

Carabia, A., et Pierron, A. (2022). *Sustainable Investment Calculations Under MiFID II and SFDR Remain Perplexing for ESG Investors*. Consulté le 10 septembre 2023, à l'adresse de <https://www.sustainalytics.com/esg-research/resource/investors-esg-blog/sustainable-investment-calculations-mifidii-sfdr-perplexing-for-esg-investors>

Carretta, A., Farina, V., Martelli, D., Fiordelisi, F., & Schwizer, P. (2010). The impact of corporate governance Press news on stock market returns. *European Financial Management*, 17(1), 100-119. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036x.2010.00548.x>

Cerulli Associates. (2022). *Europe's Standardization of Sustainable Investing Remains an Aspiration : Asset managers hindered by limited availability and high cost of ESG data*. Consulté le 2 octobre 2023, à l'adresse de <https://www.cerulli.com/press-releases/europees-standardization-of-sustainable-investing-remains-an-aspiration>

Commission européenne. (2016). *La Commission européenne nomme les membres du groupe d'experts à haut niveau sur la finance durable.* IP/16/4502. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/fr/ip\\_16\\_4502/IP\\_16\\_4502\\_FR.pdf](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/fr/ip_16_4502/IP_16_4502_FR.pdf)

Commission Européenne. (2018a). *Financing a Sustainable European Economy : Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance.* [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf)

Commission Européenne. (2018b). *Plan d'action: financer la croissance durable. Communication de la Commission au Parlement Européen, au Conseil Européen, au Conseil, à la Banque Centrale Européenne, au Comité Économique et Social Européen et au Comité des régions.* COM(2018) 97 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097>

Commission européenne. (2020a). *Le plan d'investissement du pacte vert pour l'Europe et le mécanisme pour une transition juste expliqués.* Consulté le 2 août 2023, à l'adresse [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/qanda\\_20\\_24](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/qanda_20_24)

Commission européenne. (2020b). *Plan d'investissement pour une Europe durable : Plan d'investissement du pacte vert pour l'Europe. Communication de la Commission au Parlement Européen, au Conseil, au Comité Économique et Social Européen et au Comité des régions.* COM(2020) 21 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0021>

Commission européenne. (2023). *Pacte vert pour l'Europe.* Consulté le 9 août 2023, à l'adresse <https://www.consilium.europa.eu/fr/policies/green-deal/>

Commission européenne et Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union. (2020). *Study on the costs of compliance for the financial sector : final report,* Publications Office. <https://data.europa.eu/doi/10.2874/068657>

Conseil de Stabilité Financière (2017). *Final Report : Recommendations of the Task Force on Climate - related Financial Disclosures.* <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf>

Coutts, J. A., Mills, T. C., et Roberts, J. (1994). The Market Model and the Event Study Method : A Synthesis of the Econometric Criticisms. *International Review of Financial Analysis, 3(2),* 149-171. [https://doi.org/10.1016/1057-5219\(94\)90023-x](https://doi.org/10.1016/1057-5219(94)90023-x)

Cremasco, C., et Boni, L. (2022). Is the European Union (EU) Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) effective in shaping sustainability objectives ? An analysis of investment

funds' behaviour. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-19. <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2124838>

Da, Z., Engelberg, J., et Gao, P. (2011). In Search of Attention. *Journal of Finance*, 66(5), 1461-1499. Récupéré sur <https://ssrn.com/abstract=1364209>

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

D'Elia, V., et Grand, M. C. (2012). Environmental news and stock markets : the need for further evidence in developing countries. *International Journal of Sustainable Development (IJSD)*, 15(4), 374-398. <https://doi.org/10.1504/IJSD.2012.050033>

Eccles, N. S., et Viviers, S. (2011). The origins and meanings of names describing investment practices that integrate a consideration of ESG issues in the academic literature. *Journal of Business Ethics*, 104(3), 389-402. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0917-7>

EFAMA. (2020a). *Sustainable Investment in the European asset management industry: defining and sizing ESG strategies*. EFAMA, Market Insights - Issue #3. <https://www.efama.org/newsroom/news/efama-market-insights-issue-3-sustainable-investment-european-asset-management>

EFAMA. (2021a). *ESG Investing in the UCITS market : A powerful and inexorable trend*. EFAMA, Market Insights - Issue #4. <https://www.efama.org/newsroom/news/market-insights-issue-4-esg-investing-ucits-market-powerful-and-inexorable-trend>

EFAMA. (2021b). *EFAMA's Response to IOSCO's Consultation on ESG Ratings and Data Products Providers*. Consulté le 2 octobre 2023, à l'adresse de [https://www.efama.org/sites/default/files/files/21-4055\\_EFAMA%20reply%20IOSCO%20ESG%20ratings%20and%20data%20products%20providers.pdf](https://www.efama.org/sites/default/files/files/21-4055_EFAMA%20reply%20IOSCO%20ESG%20ratings%20and%20data%20products%20providers.pdf)

ESG disclosures : Draft regulatory technical standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a, Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088. (2020). ESMA, 23 avril, JC 2020 16.

ESMA. (2023a). *Progress Report on Greenwashing : Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies"*. ESMA30-1668416927-2498.

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498\\_Progress\\_Report\\_ESMA\\_response\\_to\\_COM\\_RfI\\_on\\_greenwashing\\_risks.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf)

ESMA. (2023b). *TRV Risk Monitor : ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*. No. 1, 2023. ESMA50-165-2438.

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA50-165-2438\\_trv\\_1-23\\_risk\\_monitor.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA50-165-2438_trv_1-23_risk_monitor.pdf)

Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283-306. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(98\)00026-9](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(98)00026-9)

Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., et Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10 (1), 1-21. <https://doi.org/10.2307/2525569>

Fama, E. F., et French, K. R. (1992). The Cross-Section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>

Fama, E. F., et French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405x(93)90023-5)

Final Report on draft Regulatory Technical Standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088. (2021). *ESMA, 2 février, JC 2021 03*.

Fisher-Vanden, K., et Thorburn, K. S. (2011). Voluntary corporate environmental initiatives and shareholder wealth. *Journal of Environmental Economics and Management*, 62(3), 430-445. <https://doi.org/10.1016/j.jeem.2011.04.003>

Galbreath, J. (2013). ESG in focus : The Australian evidence. *Springer*, 118(3), 529-541. <https://ideas.repec.org/a/kap/jbuset/v118y2013i3p529-541.html>

Gard, J. (2023). *ESG Fund Downgrade Accelerates*. Consulté le 17 septembre 2023, à l'adresse de <https://www.morningstar.co.uk/news/231438/esg-fund-downgrade-accelerates.aspx>

Ge, Y., Chen, Q., Qiu, S., et Kong, X. (2023). Environmental information disclosure and stock price crash risk : evidence from China. *Frontiers in Environmental Science*, 11. <https://doi.org/10.3389/fenvs.2023.1108508>

Giamporcaro, S., Gond, J., et Louche, C. (2023). Deliberative boundary work for Sustainable Finance : Insights from a European Commission expert Group. *Organization Studies*, 44(12), 1-26. <https://doi.org/10.1177/01708406231185972>

Globalscape. (2017). *The True Cost of Compliance with Data Protection Regulations. Benchmark Study Of Multinational Organizations.* <https://static.fortra.com/globalscape/pdfs/guides/gs-true-cost-of-compliance-data-protection-regulations-gd.pdf>

Godbold, A., McDermott, J., Mendelsohn, A., et Regan, S. (2022). *Compliance Risk Study 2022 Report.* Consulté le 4 octobre, à l'adresse de <https://www.accenture.com/hk-en/insights/consulting/compliance-risk-study>

Grewal J., Edward, J. R., et George, S. (2015). Market Reaction to Mandatory Nonfinancial Disclosure. *Harvard Business School Working Paper*, No. 16-025. <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:22565791>

Grewal, J., Riedl, E. J., et Serafeim, G. (2019). Market reaction to mandatory nonfinancial disclosure. *Management Science*, 65(7), 3061-3084. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3099>

Hatiar, D., Loussert, M., et Tilley, T. (2021). *The European ESG market at end Q1 2021 : Introducing the SFDR.* EFAMA, Market Insights - Issue #7. <https://www.efama.org/newsroom/news/european-esg-market-q1-2021-introducing-sfdr-market-insights-issue-7>

Jung, Y. J., & Kim, Y. (2023). Research Trends of Sustainability and Marketing Research, 2010–2020 : Topic Modeling analysis. *Helijon*, 9(3). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e14208>

Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics Forthcoming*, 115(2), 304-329. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2287089>

Lai, N. (2023). *Investors face technical difficulties with DNSH SFDR requirement.* Consulté le 10 septembre 2023, à l'adresse de <https://www.trackinsight.com/en/etf-news/investors-face-technical-difficulties-with-dnsh-sfdr-requirement>

Lambillon, A., et Chesney, M. (2023). How green is ‘Dark green’ ? An analysis of SFDR Article 9 funds. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4366889>

MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13- 39. <https://www.proquest.com/docview/213164851/fulltextPDF/1FB>

B107F683042A2PQ/1?accountid=164977&forcedol=true&parentSessionId=asCsB5%2BybWxnCbMzvT7KczgCC%2BA3qEnF2k7bJo5nSx8%3D&sourcetype=Scholarly%20Journals

McGuinness, M. (2022). *Opening remarks by Commissioner McGuinness at the ECON-ENVI joint committee meeting: state of play on the remaining technical screening criteria and on the work of the Platform on Sustainable Finance*. Communication présentée au ECON-ENVI Joint Committee Meeting organisé par la Commission européenne, Bruxelles, Belgique. Commission Européenne, SPEECH/22/7520.

McWilliams A. et Siegel D. (1997). Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues. *Academy of Management Journal*, 40(3), 626-657. [https://www.researchgate.net/publication/234075703\\_Event\\_Studies\\_in\\_Management\\_Research\\_Theoretical\\_and\\_Empirical\\_Issues](https://www.researchgate.net/publication/234075703_Event_Studies_in_Management_Research_Theoretical_and_Empirical_Issues)

Meager, E. (2022). *Is SFDR failing? Eight in ten ‘sustainable’ funds in Europe hold fossil fuel stocks*. Consulté le 16 septembre, à l'adresse <https://capitalmonitor.ai/institution/government/is-sfdr-failing-eight-in-ten-sustainable-funds-in-europe-hold-fossil-fuel-stocks/>

Mezzanotte, F. E. (2023). EU Sustainable Finance: Complex Rules and Compliance Problems. *Review of Banking and Financial Law*, 42(2), 845-896. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4344100>

Mishra, P., Pandey, C. K., Singh, U., Gupta, A., Sahu, C., et Keshri, A. (2019). Descriptive statistics and normality tests for statistical data. *Annals of Cardiac Anaesthesia*, 22(1), 60-72. [https://journals.lww.com/aoca/fulltext/2019/22010/descriptive\\_statistics\\_and\\_normality\\_tests\\_for.11.aspx](https://journals.lww.com/aoca/fulltext/2019/22010/descriptive_statistics_and_normality_tests_for.11.aspx)

Mitchell, M. L., et Mulherin, J. H. (1994). The impact of public information on the stock market. *Journal of Finance*, 49(3), 923-950. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb00083.x>

Natixis Investment Managers (2021). *Ce que les investisseurs doivent retenir de la réglementation SFDR*. Consulté le 29 août 2023, à l'adresse <https://www.im.natixis.com/fr-institutional/resources/ce-que-les-investisseurs-doivent-retenir-de-la-reglementation-sfdr-doc>

Olsson Lidman, M. et Wu, C. (2019). *Stock market reaction to environmental corporate social responsibility in Sweden*. [Mémoire de Master]. Université de Gothenburg. [https://gupea.ub.gu.se/bitstream/handle/2077/61422/gupea\\_2077\\_61422\\_1.pdf?sequen ce=1](https://gupea.ub.gu.se/bitstream/handle/2077/61422/gupea_2077_61422_1.pdf?sequen ce=1)

Panescu, M. (2023). *Filling in the Data Gaps: The Current State of Reporting on Principal Adverse Impacts Disclosures for the SFDR*. Consulté le 29 septembre 2023, à l'adresse de <https://www.sustainalytics.com/esg-research/resource/investors-esg-blog/filling-in-the-data-gaps-the-current-state-of-reporting-on-principal-adverse-impacts-disclosures-for-the-sfdr>

Panta, S. B., Phuyal, N., Sharma, R., & Vora, G. (2016). The Cross-Section of Stock Returns : an application of Fama-French approach to Nepal. *Modern Economy*, 07(02), 223-231. <https://doi.org/10.4236/me.2016.72024>

Parlement européen. (2023). *Cadre financier pluriannuel*. Consulté le 4 août 2023, à l'adresse de <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/fr/sheet/29/cadre-financier-pluriannuel>

PRI. (2020). *An Introduction to Responsible Investment : Screening*. Rapport. <https://www.unpri.org/download?ac=10608>

PWC (2023). *The SFDR Barometer for Management Companies*. Consulté le 10 septembre 2023, à l'adresse de <https://www.pwc.lu/en/press/press-releases-2023/pr-manco-sfdr-barometers-lux.html>

Questions and answers (Q&A) on the SFDR Delegated Regulation (Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288). (2022). *ESMA, 17 novembre, JC 2022 62*.

Ransome, H. (2021). Regulation database update: the unstoppable rise of RI policy. Consulté le 19 septembre 2023, à l'adresse <https://www.unpri.org/pri-blog/regulation-database-update-the-unstoppable-rise-of-ri-policy/7352.article>

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. (2019). *Journal officiel de l'Union européenne, 9 décembre, L 317/1*.

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. (2020). *Journal officiel de l'Union européenne, 22 juin, L 198/13*.

Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à «ne pas causer de préjudice important» et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation

des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites internet et dans les rapports périodiques. (2022). *Journal officiel de l'Union européenne*, 25 juillet, L 196/1.

Rival, M. (2006). Utilité et limites de la méthode des études d'événement : Le cas de l'évaluation d'une action stratégique de lobbying. *Congrès international de l'AFFI*, 2006. <https://shs.hal.science/halshs-00204091>

Ross, V. (dir.). (2022, 31 mai). *Key priorities for EU retail fund investors. Irish Funds Annual Global Funds Conference 2022*. [Congrès]. Irish Funds Annual Global Funds Conference 2022 organisé par l'ESMA. ESMA34-466-284. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-466-284\\_verena\\_ross\\_speech\\_-\\_irish\\_funds\\_2022.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-466-284_verena_ross_speech_-_irish_funds_2022.pdf)

Scheitza, L., et Busch, T. (2023). SFDR Article 9 : Is it all about impact ? <https://doi.org/10.2139/ssrn.4505637>

Taxonomy-related sustainability disclosures : Draft regulatory technical standards with regard to the content and presentation of sustainability disclosures pursuant to Article 8(4), 9(6) and 11(5) of Regulation (EU) 2019/2088. (2021). *ESMA, 15 mars, JC 2021 22*.

Tetlock, P. C. (2007a). Giving content to investor sentiment : The role of media in the stock market. *Journal of Finance*, 62(3), 1139-1168. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01232.x>

Thomsen, S. (2011). Regulation complexity and the costs of governance. *Ethical economy*. 31-47. [https://doi.org/10.1007/978-94-007-1588-2\\_2](https://doi.org/10.1007/978-94-007-1588-2_2)

Townsend B. (2020). From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing. *The Journal of Impact and ESG Investing Fall 2020*, 1(1), 1-15. <https://www.semanticscholar.org/paper/From-SRI-to-ESG%3A-The-Origins-of-Socially-and-Townsend/5f9861300aeaaabd6bcc910baf658e713705bd>

Van Caenegem, A. et van de Werve T. (2021). Regulating sustainability communications in the financial services sector : the Sustainable Finance Disclosure Regulation. *Sustainable Finance in Europe and Belgium, Anthemis*, 2021. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4064053>

Wang, J., Hu, X., et Zhong, A. (2023). Stock market reaction to mandatory ESG disclosure. *Finance Research Letters*, 53, 1-9. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103402>

Xu, X., Chen, Y., Zhao, J., et Wang, J. (2022). The effect of ESG news on the Chinese stock market. *Journal of Global Information Management*, 30(1), 1-21. <https://doi.org/10.4018/jgim.313916>

Yu, Y., Duan, W., et Cao, Q. (2013). The Impact of social and conventional media on firm equity Value : A Sentiment Analysis Approach. *Decision Support Systems*, 55(4), 919-926. <https://doi.org/10.1016/j.dss.2012.12.028>

Zhou, H., et Yin, H. (2017). Stock market reactions to environmental disclosures : New evidence from China. *Applied Economics Letters*, 25(13), 910-913. <https://doi.org/10.1080/13504851.2017.1383590>

Weyzig, F, Kuepper, B., Willem van Gelder, J., et van Tilburg, R. (2014). The Price of Doing too Little Too Late. The impact of the carbon bubble on the EU financial system. *Green New Deal Series*, 11. <https://gef.eu/publication/carbon-bubble-price-little-late/>

## Compléments bibliographiques

Andruszkiewicz, O., Bedoret, L., Blaiklock, M., Franke, J., Herrera F., Langer, T., Lonsdale, J., Mathis, J., Medhurst, J., Rotaru, M., Schwarz, D., Trkulja, Z., et Wilkinson, C. (2018). *Independent Evaluation of the EFSI Regulation: Final Report.* [https://commission.europa.eu/system/files/2018-06/efsi\\_evaluation\\_-\\_final\\_report.pdf](https://commission.europa.eu/system/files/2018-06/efsi_evaluation_-_final_report.pdf)

Clarifications on the ESAs' draft RTS under SFDR. (2022). *ESMA, 2 juin, JC 2022 23.*

Commission Européenne. (2017). *Financing a Sustainable European Economy : Interim Report, July 2017 By the High-Level Expert Group on Sustainable Finance.* [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2017-07/170713-sustainable-finance-report\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2017-07/170713-sustainable-finance-report_en.pdf)

Commission européenne. (2018c). *Finance durable: plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre.* IP/18/1404. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP\\_18\\_1404](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP_18_1404)

Commission Européenne. (2019). *Le pacte vert pour l'Europe : Communication de la Commission au Parlement Européen, au Conseil Européen, au Conseil, au Comité Économique et Social Européen et au Comité des régions.* COM(2019) 640 final. [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0022.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0022.02/DOC_1&format=PDF)

Conlon I. et O'Shea N. (2021). *Challenges for asset managers complying with SFDR and EU Taxonomy regulations.* Consulté le 22 août 2023, à l'adresse de <https://www.iflr.com/article/2a646s6e09807mity7ls0/challenges-for-asset-managers-complying-with-sfdr-and-eu-taxonomy-regulations>

Drei, A., Guenadal, T. L., Lepetit, F., Mortier, V., Roncalli, T., et Sekine, T. (2019). *ESG Investing in recent years : New insights from old challenges.* *Amundi Asset Management.* <https://doi.org/10.2139/ssrn.3683469>

EFAMA (2020b). *EFAMA reply to ESA's consultation paper concerning Taxonomy-related sustainability disclosures.* EFAMA. <https://www.efama.org/newsroom/news/efama-replies-esa-s-consultation-taxonomy-related-sustainability-disclosures-sfdr#:~:text=Therefore%20we%20would%20urge%20the,Articles%205%2C%206%20and%208.>

Final Report on draft Regulatory Technical Standards with regard to the content and presentation of disclosures pursuant to Article 8(4), 9(6) and 11(5) of Regulation (EU) 2019/2088. (2021). *ESMA, 22 octobre, JC 2021 50.*

Hagelin T. (2023). *Are Mutual Funds Greenwashing? An Exploratory Study of Whether Article 9 Mutual Funds Invest Responsibly*. [Mémoire de Master]. Université d'Uppsala. <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1774283/FULLTEXT01.pdf>

Hummel, K., & Bauernhofer, K. (2023). Consequences of Sustainability Reporting Mandates: Early Evidence on the EU Taxonomy Regulation. *Accounting & Reporting Group. Working paper*. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4175157](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4175157)

Joint ESAs' Report on the extent of voluntary disclosure of principal adverse impact under the SFDR : Report to the Commission under Article 18 of Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector. (2022). *ESMA, 28 juillet, JC 2022 35*. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc\\_2022\\_35\\_-joint\\_esas\\_report\\_on\\_the\\_extent\\_of\\_voluntary\\_disclosures\\_of\\_pai\\_under\\_sfdr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2022_35_-joint_esas_report_on_the_extent_of_voluntary_disclosures_of_pai_under_sfdr.pdf)

KPMG. (2021). *SFDR - a Snapshot : Changes effective from 10 march 2021*. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ie/pdf/2021/03/ie-sustainable-finance-disclosure-reg-sfdr.pdf>

Marti, E., et Scherer, A. G. (2013). Financial Regulation and Social Welfare : The Critical Contribution of Management Theory. *Academy of Management Review*, 41(2), 298-323, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2348602>

Odenman G. et Berger F. (2021). *Information asymmetry in mutual funds' sustainability communication and its effects on sustainable development*. [Mémoire de Master]. Université d'Uppsala. [https://stud.epsilon.slu.se/17165/1/berger\\_et\\_al\\_210606.pdf](https://stud.epsilon.slu.se/17165/1/berger_et_al_210606.pdf)

Review of SFDR Delegated Regulation regarding PAI and financial product disclosures : Draft regulatory technical standards with regard to the content, methodologies and presentation of sustainability disclosures pursuant to Article 2a(3), 4(6), 4(7), 8(3), 8(4), 9(5), 9(6), 10(2), 11(4) and 11(5) of Regulation (EU) 2019/2088. (2023). *ESMA, 12 avril, JC 2023 09*.

Tanskanen I. (2021). *Green Funds - An Analysis of the Product Specific Disclosures of the EU Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088*. [Mémoire de Master]. Université d'Uppsala. <https://uu.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2%3A1560323&dswid=1476>

Weyzig, F., Kuepper, B., van Gelder, J., et van Tilburg, R. (2014). *The Price of Doing : Too Little Too Late The impact of the carbon bubble on the EU financial system*. Green European Foundation : Green New Deal Series volume 11. [https://gef.eu/wp-content/uploads/2017/01/The\\_Price\\_of\\_Doing\\_Too\\_Little\\_Too\\_Late\\_.pdf](https://gef.eu/wp-content/uploads/2017/01/The_Price_of_Doing_Too_Little_Too_Late_.pdf)