

Faculté de droit et de criminologie

La transposition des considérations environnementales, sociales et de gouvernance en droit européen : réel vecteur de la transition climatique européenne ?

Auteur : Andreea-Cezara Pletea

Promoteur : Yves De Cordt

Année académique 2020-2021

Master en droit, finalité droit européen

Plagiat et erreur méthodologique grave

Le plagiat, fût-il de texte non soumis à droit d'auteur, entraîne l'application de la section 7 des articles 87 à 90 du règlement général des études et des examens.

Le plagiat consiste à utiliser des idées, un texte ou une œuvre, même partiellement, sans en mentionner précisément le nom de l'auteur et la source au moment et à l'endroit exact de chaque utilisation*.

En outre, la reproduction littérale de passages d'une œuvre sans les placer entre guillemets, quand bien même l'auteur et la source de cette œuvre seraient mentionnés, constitue une erreur méthodologique grave pouvant entraîner l'échec.

* A ce sujet, voy. notamment <http://www.uclouvain.be/plagiat>.

Remerciements

Je remercie mon promoteur de m'avoir encouragée à examiner ce sujet ainsi que pour ses précieux conseils et l'autonomie qu'il m'a offerte.

J'aimerais également remercier ma famille qui m'a soutenue pendant mes études de droit, ainsi que toutes les personnes qui ont contribué de manière plus ou moins directe à la réussite de mes études et à la réalisation de ce travail.

LOUVAIN-LA-NEUVE | BRUXELLES | MONS | TOURNAI | CHARLEROI | NAMUR
Place Montesquieu, 2 bte L2.07.01, 1348 Louvain-la-Neuve, Belgique | www.uclouvain.be/drt

Table des matières

Introduction	1
Chapitre I. La crise climatique et l'émergence du concept de développement durable	8
Section 1. La crise climatique.....	8
Section 2. L'émergence du concept de durabilité au niveau international.....	9
Chapitre II. La finance durable comme politique environnementale	11
Section 1. Au niveau international.....	11
Section 2. Au niveau européen	11
Chapitre III. L'émergence et l'évolution du concept de considérations ESG	14
Section 1. La responsabilité sociale de l'entreprise	14
Section 2. Les principes d'investissement responsable dans le secteur financier	16
Chapitre IV. Le concept de considérations ESG	18
Section 1. Les contours du concept de considérations ESG.....	18
Section 2. La comparaison des considérations ESG avec d'autres types d'investissement à dimension sociale.....	19
Section 3. Les limites des méthodologies ESG	22
Section 4. La relation entre les considérations ESG et la performance financière des sociétés ...	22
Section 5. Les approches des investisseurs par rapport aux considérations ESG.....	24
Section 6. Les modalités d'intégration des considérations ESG dans la prise de décision d'investissement	26
Chapitre V. La relation entre l'intégration des considérations ESG et les obligations fiduciaires	27
Section 1. La définition et le contenu des obligations fiduciaires	27
Section 2. Le rapport Un cadre juridique pour l'intégration des questions environnementales, sociales et de gouvernance dans l'investissement institutionnel	28
Section 3. Le rapport La gouvernance de l'investissement et l'intégration des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance.....	31
Section 4. Le rapport L'obligation fiduciaire au 21 ^{ème} siècle	32
Section 5. Le rapport Un cadre juridique pour l'impact	33
Chapitre VI. Le cadre réglementaire européen en matière de finance durable	34
Chapitre VII. Le règlement 2019/2088	35
Chapitre VIII. Le règlement 2020/852	37
Section 1. <i>La ratio legis</i> du règlement 2020/852	38
Section 2. Le champ d'application du règlement 2020/852	39
Section 3. Les obligations incombant aux acteurs des marchés financiers et aux entités d'intérêt public	40
Section 4. L'identification des activités durables sur le plan environnemental	42
Sous-section 1. Les six objectifs environnementaux	42
Sous-section 2. Les quatre critères permettant de déterminer si une activité économique est durable sur le plan environnemental	43
Sous-section 3. La nuisance significative aux objectifs environnementaux	46
Sous-section 4. La contribution significative à l'atténuation du changement climatique	46
Sous-section 5. La contribution significative à l'adaptation au changement climatique	47
Sous-section 6. Les activités de facilitation et les activités de transition	49
Section 5. L'évaluation du règlement 2020/852 par l'UN PRI	50

Chapitre IX. L'évaluation du règlement 2020/852 en tant que vecteur de la transition climatique européenne	52
Section 1. Les points forts du règlement 2020/852	53
Section 2. Les points faibles du règlement 2020/852	55
Sous-section 1. La logique du marché informé et efficient	55
Sous-section 2. L'absence de liste d'activités économiques nuisibles sur le plan environnemental	57
Conclusion.....	59
Bibliographie	63

Introduction

Si la crise du coronavirus témoigne de notre capacité extraordinaire d’agir en tant que collectif face à une menace existentielle¹, elle nous montre également que nos systèmes économiques et de gouvernance ne sont pas à même de faire face à un risque transformé en crise globale. La pandémie nous a offert un aperçu de notre fragilité face à des épisodes de crise qui se succèdent à un rythme effrayant, ayant pour résultat la suspension de nos démocraties, de notre vie sociale, et pire encore, la perte de nos moyens de subsistance et même de vies, et tout en affectant de manière disproportionnée les catégories sociales et les pays les plus vulnérables.

Les éléments de preuve indiquent que la crise du coronavirus est un symptôme des failles sociales et écologiques qui caractérisent l’Anthropocène² et renvoient au « risque imminent de déstabilisation de la planète entière »³. Le système planétaire doit faire face à des menaces interconnectées : la perte de la biodiversité, la destruction des sols, des forêts et des océans, la pollution de l’air et de l’eau et le dérèglement du climat⁴. Si les limites planétaires sont dépassées, ces différents éléments, dans un effet de cascade, risquent de compromettre de manière irréversible la qualité de nos conditions de vie.

Le rapport réalisé par le cabinet d’avocats Freshfields en 2005⁵, aux fondements de la prise en compte des considérations de durabilité dans les décisions d’investissement, commence par une réflexion qui encapsule les enjeux posés par le changement climatique – existentiels, avant d’être éthiques - ainsi que l’incapacité de nos systèmes économiques à les internaliser :

¹ J. ROCKSTROM et N. STERN, « Science, society and a sustainable future », *Standing up for a sustainable world : voices of change*, C. Henry, J. Rockstrom et N. Stern (dir.), Northampton, Edward Elgar Publishing, 2020, p. 6.

² J. ROCKSTROM et N. STERN, *ibidem*, p. 4. Formulé en 2000 par Paul Crutzen et Eugene Stoermer, le concept d’ « Anthropocène » reflète la perspective selon laquelle l’impact des humains sur la planète depuis la Révolution Industrielle est à ce point important que cela permettrait de distinguer une ère géologique définie par l’activité humaine (P. CRUTZEN et E. STOERMER, « The ‘Anthropocene’ », *Global Change NewsLetter*, mai 2000, p. 17). D’autres chercheurs, tels que Jason W. Moore, Andreas Malm ou Donna Haraway, proposent le concept de « Capitalocène » afin de répondre aux questions légitimes que le concept d’ « Anthropocène » soulève sans pouvoir y apporter de réponses : comment est-on arrivé à ce point de dégradation de l’environnement ? Le concept de « Capitalocène » tente de répondre à cette question à partir de la prémisse que le capitalisme est « une manière d’organiser la nature » (J. W. MOORE, « Anthropocene or Capitalocene ? Nature, History, and the Crisis of Capitalism », *Sociology Faculty Scholarship*, 2016, p. 6).

³ J. ROCKSTROM et N. STERN, *op. cit.*, p. 3.

⁴ J. ROCKSTROM et N. STERN, *ibidem*, p. 3.

⁵ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework for the intergration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, disponible sur <https://www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf>, 2005.

« En effet, nombreux sont ceux qui se demandent à quoi bon un ou trois pourcentages de patrimoine en plus si la société dans laquelle ils vont profiter de leur retraite et dans laquelle leurs descendants vont vivre leur vie est en train de se détériorer. La qualité de la vie et la qualité de l'environnement valent quelque chose, même si elles ne sont pas, ou surtout *parce qu'*elles ne sont pas réductibles à des pourcentages financiers. Nous ne prétendons pas définir dans l'abstrait ce qui est juste et ce qui est bon (...) »⁶.

Les entreprises ont des incidences négatives sur l'environnement dans lequel elles exercent leurs activités. La prise de décision d'investir dans une activité économique revient à un nombre restreint d'acteurs des marchés financiers. Dès lors, un cadre juridique encadrant la prise de décision d'investissement par les acteurs des marchés financiers viendra conditionner indirectement le comportement des entreprises⁷. La transition climatique doit passer par la réglementation, et non pas par du *soft law*.

De manière traditionnelle, un investissement privilégie la valeur d'un produit financier, entendue comme la performance financière d'un produit⁸. Le monde financier a développé ces dernières années le concept de considérations environnementales, sociales et de gouvernance (ci-après **considérations ESG**). Les considérations ESG constituent des « données non-financières »⁹, par contraste et en complément des « données financières » et des « données macroéconomiques »¹⁰. Dans un système économique fondé sur l'efficacité des marchés, entendus comme des lieux d'interaction d'agents informés et rationnels, l'intégration des considérations ESG sur base du volontariat constitue la manière naturelle de remédier au changement climatique.

Ce travail vise à répondre à la question de savoir si la taxonomie européenne, prévue dans le règlement 2020/852 relatif à l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables¹¹, constituera véritablement un vecteur de la transition climatique, conformément au

⁶ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, *op. cit.*, p. 3.

⁷ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, *ibidem*, p. 6.

⁸ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, *ibidem*, p. 13.

⁹ S. LEINS, « 'Responsible investment' : ESG and the post-crisis ethical order », *Economy and Society*, n° 49 :1, 2020, p. 72.

¹⁰ Les données financières comprennent des données telles que les revenus d'une société, les flux financiers et de ventes. Les données macroéconomiques comprennent l'évolution des taux d'intérêt ou les prévisions de croissance. S. LEINS, *ibidem*, p. 72.

¹¹ 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, *J.O.U.E.*, L198/13, 22 juin 2020.

rôle attribué par la Commission européenne (ci-après **Commission**) à la finance durable dans son Pacte vert pour l'Europe¹². La logique sous-jacente au cadre réglementaire européen en matière de finance durable nous permettra d'évaluer son degré d'adéquation avec ce rôle. Pour comprendre cette logique du cadre réglementaire européen en matière de finance durable, nous examinerons l'historique du concept de considérations ESG : la manière dont le concept a émergé et les acteurs qui y ont contribué. Enfin, après avoir présenté et évalué la taxonomie européenne, nous proposerons des solutions pour renforcer son effectivité. Le plan du travail se présente de la manière décrite *infra*.

Pour commencer, le **Chapitre I** aura pour objectif de mettre le développement de la finance durable dans son contexte, à savoir le changement climatique. Depuis des dizaines d'années, la communauté scientifique nous met en garde concernant les catastrophes climatiques en cascade qui risquent de dévaster nos cadres de vie une fois les limites planétaires dépassées. Le sixième rapport du Groupe Intergouvernemental sur l'évolution du climat (ci-après **GIEC**), publié partiellement en août 2021, tire la sonnette d'alarme sur la nécessité de réduire de manière drastique et immédiate nos émissions de gaz à effet de serre, pour rester dans les limites d'une augmentation de la température moyenne globale de 1,5 ou 2 °C par rapport aux niveaux préindustriels. A l'échelle internationale, la problématique climatique a commencé à préoccuper les acteurs étatiques et les organisations internationales à partir des années 1970. Le concept de développement durable se cristallise à partir des principes énoncés en 1972 dans la Déclaration de Stockholm¹³ et reçoit une définition en 1987, dans le Rapport Brundtland¹⁴. Le développement durable fait référence à un développement qui, tout en répondant aux besoins présents, ne compromet pas les besoins des générations futures. L'année 2015 marque un tournant dans l'évolution du concept de développement durable, avec l'adoption des objectifs de développement durable¹⁵ (ci-après **ODD**) et de l'Accord de Paris¹⁶. De plus, l'Initiative financière du Programme des Nations Unies pour l'environnement (ci-après **UNEP FI**), un partenariat international public-privé, s'engage à expliciter les obligations des entreprises en

¹² Communication de la Commission – Le pacte vert pour l'Europe, COM(2019) 640 final, 11 décembre 2019.

¹³ Déclaration de la Conférence des Nations Unies sur l'Environnement, adoptée à Stockholm le 16 juin 1972, disponible sur <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/N73/039/05/PDF/N7303905.pdf?OpenElement>.

¹⁴ Report of the World Commission on Environmental Development : *Our Common Future*, 1987, disponible sur <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf> (ci-après **Rapport Brundtland**).

¹⁵ Résolution de l'Assemblée générale, A/RES/70/1 (2015), 25 septembre 2015.

¹⁶ Accord de Paris, adopté à Paris le 12 décembre 2015, disponible sur <https://treaties.un.org/Pages/showDetails.aspx?objid=0800000280458f37&clang= fr>.

matière de développement durable. Le **Chapitre II** analysera la manière dont l'adoption des ODD et l'adoption de l'Accord de Paris ont transformé la finance durable en politique environnementale, tant au niveau international, qu'au niveau européen. En effet, le rôle attribué à la finance durable est d'affecter les flux financiers à la réalisation de la transition climatique.

Dans les deux premiers chapitres, nous aurons présenté la manière dont la finance durable s'est développée à partir du concept de développement durable, né lui-même dans le contexte d'une prise de conscience grandissante de la crise climatique. Ensuite, la finance durable s'est vue attribuer un rôle majeur dans les stratégies environnementales aux échelles internationale et européenne. Dans le **Chapitre III**, il conviendra d'examiner le développement d'initiatives en matière de durabilité dans le secteur privé, au niveau des entreprises et des marchés financiers. Au niveau des entreprises, la théorie de Milton Friedman développée en 1970 selon laquelle le seul but de la société est de poursuivre la maximisation des profits ne fait plus l'unanimité aujourd'hui. L'article de Friedman offre tout de même une observation précieuse : la poursuite des considérations de durabilité n'est pas inhérente à la société, d'où la nécessité de réglementer. Au niveau du secteur financier, des acteurs majeurs des marchés financiers se joignent à l'UNEP FI et proposent aux acteurs financiers d'endosser six principes d'investissement responsable basés sur l'intégration des considérations ESG dans la prise de décision d'investissement. Ce réseau d'investisseurs prend le nom de Principes d'investissement responsable sous l'égide des Nations Unies (ci-après **UN PRI**).

Nous tenterons ensuite de présenter le concept de considérations environnementales, sociales et de gouvernance ou ESG. Le terme ESG est souvent utilisé comme un concept général qui comprend tout type d'investissement ayant une dimension plus ou moins sociale. Pour ce travail, nous privilégierons une définition étroite de l'investissement ESG, à savoir un investissement qui poursuit un rendement financier au taux du marché, tout en favorisant les actifs qui ont une performance ESG positive. Cela nous permettra de distinguer l'intégration des considérations ESG des autres types d'investissement à dimension sociale, à savoir l'investissement socialement responsable, l'investissement d'impact et l'investissement à mission. En ce qu'il poursuit un rendement financier, l'investissement ESG se rapproche des principes d'investissement responsable développés par l'UN PRI. L'horizon ESG se caractérise par une absence d'harmonisation en ce qui concerne les méthodologies de calcul et de publication des informations. Malgré cela, des études semblent indiquer qu'un portefeuille ayant intégré les considérations ESG n'aura pas *de facto* une performance financière moindre

par rapport à un portefeuille traditionnel. De plus, un portefeuille intégrant des considérations ESG à long terme semble obtenir de meilleurs rendements financiers qu'un portefeuille traditionnel. Cette corrélation visiblement positive entre l'intégration des considérations ESG et la performance financière d'un portefeuille nous amènera à décrire les différentes approches des investisseurs par rapport aux considérations ESG, ainsi que les différentes modalités d'intégration des considérations ESG dans la prise de décision d'investissement.

Ensuite, comme les obligations fiduciaires constituent un instrument juridique ayant pour objectif de restreindre la marge d'appréciation discrétionnaire de l'investisseur envers le bénéficiaire, le **Chapitre V** sera dédié à l'analyse de la relation entre les obligations fiduciaires et l'intégration des considérations ESG, ainsi que de l'évolution de cette relation. Nous esquisserons les contours du terme juridique d'obligations fiduciaires, ainsi que les devoirs qu'elles impliquent, à savoir le devoir de prudence et celui de loyauté. Ensuite, nous nous pencherons sur l'analyse de l'évolution de la relation entre les obligations fiduciaires et l'intégration des considérations ESG, documentée par l'UNEP FI et l'UN PRI dans plusieurs rapports. Cette évolution nous conduira à l'étape actuelle, où une nouvelle manière d'intégration des considérations ESG émerge : l'investissement à impact durable. Cette forme d'investissement ESG se distingue des autres formes d'investissement social par la volonté de l'investisseur d'avoir un impact positif sur les considérations ESG. Bien entendu, les obligations fiduciaires ne permettent pas à un investisseur de poursuivre uniquement un but ESG sans poursuivre en parallèle la performance financière du portefeuille. Par contre, lorsque les considérations ESG ont un impact sur la performance financière du portefeuille, l'investisseur est tenu d'intégrer les considérations ESG dans sa prise de décision.

Après avoir présenté les différentes initiatives en matière de finance durable développées dans le secteur privé, avec le soutien des Nations Unies, le **Chapitre VI** introduira le cadre réglementaire européen en matière de finance durable, à savoir les règlements 2019/2088¹⁷, 2019/2089¹⁸ et 2020/852¹⁹. Le **Chapitre VII** sera dédié au règlement 2019/2088 et à son

¹⁷ 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, *J.O.U.E.*, L317/1, 9 décembre 2019.

¹⁸ Règlement (UE) 2019/2089 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant le règlement (UE) 2016/1011 en ce qui concerne les indices de référence « transition climatique » de l'Union, les indices de référence « accord de Paris » de l'Union et la publication d'informations en matière de durabilité pour les indices de référence, *J.O.U.E.*, L317/17, 9 décembre 2019.

¹⁹ 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, *J.O.U.E.*, L198/13, 22 juin 2020.

interaction avec le règlement 2020/852, avant de passer à l'examen en profondeur du règlement 2020/852, dans le **Chapitre VIII**. La volonté de la Commission en adoptant le règlement 2020/852 a été de fournir une méthodologie harmonisée aux investisseurs, qui leur permette de déterminer ce qu'est une activité durable sur le plan environnemental, augmentant ainsi la sécurité juridique pour les investisseurs. La Commission espère que ce cadre réglementaire harmonisé incitera les investisseurs à financer la transition climatique et que la taxonomie mise en place par le règlement 2020/852 permettra de lutter contre le phénomène de *greenwashing*. Le règlement 2020/852 définit le *greenwashing* comme « la pratique d'obtenir un avantage compétitif injuste, en proposant un produit financier comme étant respectueux de l'environnement, alors qu'en réalité des garanties minimales de durabilité sur le plan environnemental n'ont pas été respectées »²⁰. Après avoir identifié la *ratio legis* du règlement 2020/852, nous procéderons à l'examen de ses dispositions. Le règlement 2020/852 s'applique à l'Union européenne, aux Etats Membres, aux acteurs des marchés financiers et aux entités d'intérêt public. Le règlement impose des obligations de transparence et de publication d'informations à ses destinataires. Enfin, nous passerons à l'exposé de la méthodologie harmonisée qui permette d'identifier les activités économiques durables sur le plan environnemental. Dans un premier temps, l'activité concernée doit contribuer à un ou plusieurs objectifs environnementaux énumérés de manière exhaustive dans le règlement 2020/852. Ensuite, l'activité doit répondre à quatre critères ; premièrement, l'activité doit contribuer de manière significative à un objectif environnemental parmi les six objectifs énumérés. Deuxièmement, l'activité ne peut nuire de manière significative à un de ces six objectifs environnementaux prévus par le règlement. Troisièmement, l'activité doit respecter des garanties minimales en matière de justice sociale et de bonne gouvernance. Quatrièmement, l'activité doit respecter les critères de sélection technique prévus par la Commission dans ses actes délégués pour chacun des objectifs environnementaux. Enfin, une activité économique qui ne contribue pas de manière significative à un des objectifs environnementaux prévus par le règlement 2020/852 peut tout de même être considérée comme étant conforme au règlement 2020/852 si elle remplit les critères prévus pour les activités de facilitation et les activités de transition. Enfin, nous présenterons l'évaluation du règlement 2020/852 réalisée par l'UN PRI et certains de ses signataires, ainsi que leurs recommandations pour une bonne implémentation de la taxonomie.

²⁰ Considérant 11 du règlement 2020/852.

Après avoir examiné le cadre réglementaire européen en matière de finance durable, nous procéderons dans le **Chapitre IX** à l'évaluation du règlement 2020/852 par rapport au rôle que lui a attribué l'Union européenne dans la transition climatique, à savoir l'affectation des flux financiers aux activités économiques durables sur le plan environnemental. Nous commencerons par identifier trois points forts du règlement 2020/852. Premièrement, en mettant l'accent sur l'impact de l'investissement sur l'environnement, plutôt que sur le risque que représente le changement climatique pour l'investissement, le règlement enjoint les investisseurs à examiner l'incidence de leurs activités sur l'environnement. En ce sens, le règlement se rapproche de l'investissement à impact durable développé par l'UN PRI. Deuxièmement, l'Union européenne met en œuvre sa politique en matière de finance durable en réglementant par le biais de normes juridiquement contraignantes, ce qui aura certainement pour effet d'orienter les comportements de ses destinataires. Enfin, la méthodologie harmonisée permettant de déterminer si une activité économique est durable sur le plan environnemental permettra de répondre au phénomène de *greenwashing*.

Dans un deuxième temps, nous relèverons les deux points faibles du règlement 2020/852 qui ne lui permettront pas de constituer un réel vecteur de la transition climatique. Des solutions pour y remédier sont tout de même possibles. Le problème majeur du règlement 2020/852 et de la réglementation européenne en matière de finance durable en général (ainsi que de toutes les initiatives développées dans le secteur financier avec le support des Nations Unies) est la logique qui les sous-tend, à savoir la logique du marché informé et efficient. L'Union européenne espère qu'une fois informés quant à l'impact durable de leur investissement sur l'environnement, les acteurs des marchés financiers investiront massivement dans les activités durables qui permettent la transition climatique. Les observations empiriques, ainsi que l'économie comportementale nous indiquent que ce ne sera pas le cas. Dès lors, l'Union européenne doit réglementer l'activité des acteurs financiers et leur attitude face à des activités tant durables, que nuisibles sur le plan environnemental, au-delà de l'imposition d'obligations de transparence et de publications d'informations. Le degré auquel nous devons réduire les émissions de CO₂ nécessite tant des investissements dans des sources d'énergie renouvelable, que le désinvestissement des combustibles fossiles. Ceci nous amènera à souligner la deuxième lacune que présente le règlement 2020/852, à savoir l'absence d'une méthodologie harmonisée qui permette d'identifier une activité économique nuisible sur le plan environnemental.

Chapitre I. La crise climatique et l'émergence du concept de développement durable

Dans ce chapitre, nous mettons l'émergence du concept de développement durable (Section 2) dans son contexte, à savoir la crise climatique (Section 1).

Section 1. La crise climatique

La communauté scientifique avertit depuis des dizaines d'années sur le risque de dépasser des points de non-retour (pouvant provoquer des changements climatiques irréversibles), ainsi que sur le risque que les interactions irréfléchies et effrénées entre les humains et l'environnement aient des incidences dramatiques sur les communautés et les économies²¹.

Aujourd'hui, les différents rapports scientifiques sont d'une certitude frappante, tant en ce qui concerne les risques auxquels nous nous exposons – si nous continuons sur la même trajectoire, nous risquons d'atteindre ou de dépasser 1,5 °C d'augmentation de la température moyenne globale entre 2030 et 2035²² – qu'au niveau de la voie que nous devons emprunter si nous voulons avoir des chances raisonnables de rester bien en-dessous de 2 °C. Le sixième rapport du GIEC indique qu'en ce qui concerne les émissions de CO₂, nous devons atteindre net zéro et nous devons diminuer les émissions d'autres gaz à effet de serre²³. Il est évident que pour diminuer de manière drastique nos émissions de CO₂, nous devons poursuivre une transformation tout aussi drastique de l'économie globale - des modèles de business, finance, capitaux, en passant par la technologie et l'innovation, jusqu'aux pratiques de gouvernance, nos valeurs et nos comportements²⁴.

²¹ J. ROCKSTROM et N. STERN, *op. cit.*, p. 4.

²² CarbonBrief, « Analysis : What the new IPCC report says about when world may pass 1.5C and 2C », disponible sur <https://www.carbonbrief.org/analysis-what-the-new-ipcc-report-says-about-when-world-may-pass-1-5c-and-2c>, 10 août 2021.

²³ CarbonBrief, « In-depth Q&A : The IPCC's sixth assessment report on climate science », disponible sur <https://www.carbonbrief.org/in-depth-qa-the-ipccs-sixth-assessment-report-on-climate-science>, 9 août 2021.

²⁴ J. ROCKSTROM et N. STERN, *op. cit.*, p. 5.

Section 2. L'émergence du concept de durabilité au niveau international

Le contenu du concept de développement durable s'est élaboré à partir des principes énoncés dans la Déclaration de Stockholm²⁵, issue de la Conférence des Nations Unies sur l'environnement, tenue à Stockholm en 1972. Cette conférence constitue la première conférence mondiale qui fait de l'environnement un enjeu majeur²⁶. Aux termes de la Déclaration de Stockholm, l'usage des ressources naturelles doit être conforme à la préservation des ressources pour les générations présentes et à venir²⁷. De plus, bien que chaque Etat ait le droit de poursuivre ses propres politiques environnementales, ce droit ne permet pas de nuire à l'environnement des autres Etats ou à des zones qui se trouvent au-delà de la juridiction nationale²⁸. Ces différents principes, sans être juridiquement contraignants, constituent du droit international coutumier et servent de fondement au développement du droit international de l'environnement²⁹. Suite à la Déclaration de Stockholm, la Déclaration de Rio sur l'Environnement et le Développement³⁰ introduit le concept d'équité intergénérationnelle comme cadre au droit au développement. Ainsi, le droit au développement doit se décliner de manière équitable pour les générations présentes et à venir³¹.

Bien que de nombreux instruments internationaux renvoient au concept de développement durable³², aucun traité ne prévoit de définition de ce terme³³. La définition du développement durable généralement acceptée par les acteurs du droit international a été énoncée dans le Rapport Brundtland³⁴, rédigé en 1987 par la Commission mondiale sur l'environnement et le développement de l'Organisation des Nations Unies. Ce rapport définit le développement

²⁵ Déclaration de Stockholm du 16 juin 1972 disponible sur <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/N73/039/05/PDF/N7303905.pdf?OpenElement>.

²⁶ « Conférence des Nations Unies sur l'environnement, du 5 au 16 juin, Stockholm », disponible sur <https://www.un.org/fr/conferences/environment/stockholm1972>, s. d., consulté le 9 août 2021.

²⁷ Principes 2, 3 et 5 de la Déclaration de Stockholm du 16 juin 1972.

²⁸ Principe 21 de la Déclaration de Stockholm du 16 juin 1972.

²⁹ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, op. cit., p. 31.

³⁰ Déclaration de Rio sur l'environnement et le développement, adoptée à Rio de Janeiro le 14 juin 1992, disponible sur [https://undocs.org/pdf?symbol=fr/A/CONF.151/26/Rev.1\(vol.I\)](https://undocs.org/pdf?symbol=fr/A/CONF.151/26/Rev.1(vol.I)).

³¹ Principe 3 de la Déclaration de Rio du 14 juin 1992.

³² Art. 3(4) de la Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques, adoptée à New York le 9 mai 1992, *R.T.N.U.*, 1994, vol. 1771, p. 107 ; Art. 1 et 6 de la Convention sur la diversité biologique, adoptée à Rio de Janeiro le 5 juin 1992, *R.T.N.U.*, 1993, vol. 1760, p. 79.

³³ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, op. cit., p. 31.

³⁴ Report of the World Commission on Environmental Development : *Our Common Future*, 1987, disponible sur <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf> (ci-après **Rapport Brundtland**).

durable comme « un développement qui répond aux besoins du présent sans compromettre la capacité des générations futures de répondre aux leurs »³⁵.

En 2015, l'Assemblée Générale des Nations Unies (ci-après **AGNU**) adopte l'Agenda 2030 pour un Développement Durable³⁶. Cette résolution adoptée par l'AGNU, sans être juridiquement contraignante, fournit un nouveau cadre relatif au développement durable au niveau international. Ce cadre est érigé autour de 17 objectifs de développement durable (ci-après **ODD**) et décline la durabilité en trois directions : économique, sociale et environnementale. Les 17 ODD constituent le référentiel en matière d'engagement sociétal, à toutes les échelles d'action³⁷.

Toujours en 2015, 189 nations adoptent l'Accord de Paris³⁸. L'objectif exprimé est de maintenir l'augmentation de la température moyenne globale bien en-dessous de 2 °C au-delà des niveaux préindustriels et de poursuivre les efforts pour limiter l'augmentation de la température à 1,5 °C au-delà des niveaux préindustriels³⁹. L'adoption des ODD ainsi que l'adoption de l'Accord de Paris démontrent une (certaine) prise de conscience au niveau international de la nécessité d'une transition vers une économie bas-carbone, transition qui aura un impact considérable sur le déroulement des activités économiques et de la distribution des richesses⁴⁰.

Bien qu'il soit de plus en plus admis que le droit international impose des obligations aux acteurs non-étatiques, ces obligations doivent être explicitées afin d'avoir un impact sur la conduite de ces entités privées⁴¹. Les organisations internationales, en partenariat avec des acteurs du secteur privé, ont relevé ce défi d'explicitation des obligations qui s'imposent aux entreprises en matière de développement durable. L'Initiative financière du Programme des Nations Unies pour l'environnement (ci-après **UNEP FI**) est un partenariat public-privé entre le Programme des Nations Unies pour l'environnement (ci-après **UNEP**) et un groupe constitué des principaux acteurs dans les secteurs commercial et financier, veillant à expliciter et clarifier les obligations des entreprises au regard de l'application du concept de développement durable

³⁵ Chapitre 2 de l'introduction du Rapport Brundtland.

³⁶ Résolution de l'Assemblée générale, A/RES/70/1 (2015), 25 septembre 2015.

³⁷ J.-M. GOLLIER, « Durabilité, climat et informations non financières des entreprises d'assurance », *Bull. Ass.*, 2020, p. 207.

³⁸ Accord de Paris, adopté à Paris le 12 décembre 2015.

³⁹ Art. 2 de l'Accord de Paris.

⁴⁰ J.-M. GOLLIER, *op. cit.*, p. 205.

⁴¹ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, *op. cit.*, p. 34.

à l'activité des marchés à travers l'intégration des considérations environnementales, sociales et éthiques⁴².

Chapitre II. La finance durable comme politique environnementale

L'application du concept de développement durable à la finance donne naissance au concept de finance durable. Les acteurs étatiques et les organisations internationales perçoivent la finance durable comme une manière d'affecter les flux financiers à l'exécution des objectifs environnementaux prévus dans les instruments internationaux⁴³. La finance durable devient une politique environnementale tant au niveau international (Section 1), qu'au niveau européen (Section 2).

Section 1. Au niveau international

L'adoption des ODD en 2015 marque un tournant important dans l'évolution des politiques de finance durable. Le texte des ODD exprime la nécessité d'affecter des flux de capital importants à la réalisation des projets durables. Tel est le cas de l'objectif de préserver les écosystèmes terrestres : « mobiliser des ressources financières de toutes provenances et les augmenter nettement pour préserver la biodiversité et les écosystèmes et les exploiter durablement »⁴⁴.

Dans la même optique, l'Accord de Paris attribue un rôle-clé à la finance dans la lutte contre le changement climatique. Aux termes de son art. 2, la lutte contre le changement climatique nécessite de « rendre les flux financiers compatibles avec une trajectoire vers des émissions basses de gaz à effet de serre et un développement résilient au climat »⁴⁵.

Section 2. Au niveau européen

Au vu de cette évolution en matière de développement durable au niveau international, la Commission européenne (ci-après **Commission**) a déclaré que l'Union européenne (ci-après

⁴² Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, *ibidem*, p. 35.

⁴³ OCDE, *Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors*, disponible sur <https://www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf>, 2017, p. 9.

⁴⁴ Objectif 15.a de la Résolution de l'Assemblée générale, A/RES/70/1 (2015).

⁴⁵ Art. 2(1)(c) de l'Accord de Paris.

UE) veillerait à intégrer les ODD dans toute action ou politique européenne⁴⁶. En mars 2018, la Commission publie son plan d'action relatif au financement de la croissance durable⁴⁷. En décembre 2019, le Pacte vert pour l'Europe vient compléter le plan d'action de la Commission en matière de finance durable, notamment en énumérant les instruments financiers disponibles pour financer la transition vers une économie durable⁴⁸. La Commission renouvelle sa stratégie en matière de finance durable en juillet 2021⁴⁹.

En ligne avec la direction indiquée dans l'Accord de Paris, la Commission définit la finance durable comme le « processus de prise en compte des considérations environnementales, sociales et de gouvernance lors de la prise de décisions en matière d'investissements dans le secteur financier »⁵⁰. Dans le cadre de la politique environnementale européenne, la finance durable sert à financer la croissance économique au sein de l'UE, de manière à atténuer l'impact sur l'environnement tout en prenant en compte les considérations sociales et de gouvernance⁵¹. De plus, la finance durable constitue une source de financement complémentaire au financement public afin d'atteindre d'une part, les objectifs politiques formulés dans le Pacte vert pour l'Europe et d'autre part, les engagements pris par l'UE au niveau international, tels que l'Accord de Paris ou concernant les ODD⁵². La Commission évalue le déficit d'investissement annuel (à savoir, la différence annuelle entre le montant d'investissements effectués et le montant d'investissements qui devraient l'être⁵³) en vue de la transition climatique à €180 milliards d'ici à 2030⁵⁴.

⁴⁶ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions – Prochaines étapes pour un avenir européen durable et action européenne en faveur de la durabilité, COM(2016) 739 final, 22 novembre 2016, p. 4.

⁴⁷ Communication de la Commission – Plan d'action : financer la croissance durable, COM (2018) 97 final, 8 mars 2018.

⁴⁸ Communication de la Commission – Le pacte vert pour l'Europe, COM(2019) 640 final, 11 décembre 2019.

⁴⁹ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions Empty – Stratégie pour le financement de la transition vers une économie durable, COM(2021) 390 final, 6 juillet 2021.

⁵⁰ « Overview of sustainable finance », disponible sur https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_fr, s. d., consulté le 29 juin 2021.

⁵¹ « Overview of sustainable finance », disponible sur https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_fr, s. d., consulté le 20 juillet 2021.

⁵² « Overview of sustainable finance », disponible sur https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_fr, s. d., consulté le 20 juillet 2021.

⁵³ A. GRANDJEAN, « How can finance be used to combat climate change ? », *Standing up for a sustainable world : voices of change*, C. Henry, J. Rockstrom et N. Stern (dir.), Northampton, Edward Elgar Publishing, 2020, p. 351.

⁵⁴ Communication de la Commission – Lignes directrices sur l'information non financière : Supplément relatif aux informations en rapport avec le climat, *J.O.U.E.*, C209, 20 juin 2019, p. 2.

Force est de constater que la réalisation des objectifs de l'UE en matière de finance durable nécessite la possibilité de comparer des données suffisantes et fiables⁵⁵. Selon la Commission, le déficit d'investissement annuel en matière de transition climatique s'explique notamment par l'absence de certitude dans le chef des investisseurs relativement à l'identification d'un investissement durable⁵⁶. Afin de combler cet espace d'incertitude qui découragerait les investisseurs à se pencher sur des investissements potentiellement durables, les sociétés doivent fournir des données comparables sur des investissements durables en vertu de standards objectivés⁵⁷. En ce sens, l'UE a créé un groupe technique composé d'experts en finance durable (ci-après **TEG**)⁵⁸.

A partir des recommandations proposées par le TEG, l'UE a adopté les règlements suivants : le 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) 2019/2088⁵⁹ (ci-après **règlement 2020/852** ou **règlement taxonomie**), 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 (ci-après **règlement 2019/2088**)⁶⁰ et le règlement (UE) 2019/2089 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant le règlement (UE) 2016/1011 en ce qui concerne les indices de référence « transition climatique » de l'Union, les indices de référence « accord de Paris » de l'Union et la publication d'informations en matière de durabilité pour les indices de référence (ci-après **règlement 2019/2089**)⁶¹. Ensemble, ces règlements visent à orienter les opérations de certaines entités financières vers des types d'investissements définis dans les

⁵⁵ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, « Règlement sur la taxinomie, règlement transparence et règlement sur les indices durables : l'Union européenne pose les premiers jalons du 'green deal' », *Forum Financier / Droit bancaire et financier*, 2020, p. 190.

⁵⁶ R. EBERIUS et M. RADOCH, « European ESG Regulations », *JurisNews Investment Management*, 2020, p. 157.

⁵⁷ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *op. cit.*, p. 192.

⁵⁸ « Technical expert group on sustainable finance (TEG) », disponible sur https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_en, *s. d.*, consulté le 29 juin 2021.

⁵⁹ 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, *J.O.U.E.*, L198/13, 22 juin 2020.

⁶⁰ 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, *J.O.U.E.*, L317/1, 9 décembre 2019.

⁶¹ Règlement (UE) 2019/2089 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant le règlement (UE) 2016/1011 en ce qui concerne les indices de référence « transition climatique » de l'Union, les indices de référence « accord de Paris » de l'Union et la publication d'informations en matière de durabilité pour les indices de référence, *J.O.U.E.*, L317/17, 9 décembre 2019.

règlements, en imposant des obligations de publication d'informations, et ce en conformité avec les standards prévus par la Commission.

Chapitre III. L'émergence et l'évolution du concept de considérations ESG

Des concepts tels que la responsabilité sociale des entreprises et les considérations ESG émergent au sein des marchés eux-mêmes, que ce soit au niveau des entreprises (Section 1) ou des investisseurs (Section 2), avec parfois le soutien des organisations internationales. Examiner la naissance et l'évolution des considérations ESG nous permet de comprendre leur logique sous-jacente.

Section 1. La responsabilité sociale de l'entreprise

L'objectif fondamental des considérations ESG est de fournir des actifs aux sociétés qui poursuivent des considérations ESG ou, de manière plus indirecte, de les influencer à le faire. Néanmoins, l'idée qu'une société puisse poursuivre des objectifs non-financiers ne fait pas l'unanimité⁶².

En 1970, Milton Friedman publie son fameux article « *The social responsibility of business is to increase profits* »⁶³ dans lequel il commence par remettre en question le concept de responsabilité sociale des entreprises⁶⁴. Selon Friedman, ce sont les personnes qui ont des responsabilités, et non pas les sociétés, qui sont des constructions juridiques. La principale responsabilité des personnes liées à une société est d'exercer les activités de cette société en conformité avec la volonté de leurs employeurs ou des propriétaires d'actifs de la société, à savoir « faire autant d'argent que possible tout en respectant les règles de base de la société »⁶⁵. Un des arguments de Friedman est de dire que les gestionnaires d'une société sont responsables envers les actionnaires de la société. Dès lors, ils n'ont aucun droit à détourner les ressources de la société vers des objectifs sociaux, car cela diminuerait les revenus des actionnaires⁶⁶.

⁶² J. HILL, *Environmental, Social and Governance (ESG) Investing. A Balanced Analysis of the Theory and Practice of a Sustainable Portfolio*, San Diego, Elsevier Science & Technology, 2020, p. 29.

⁶³ M. FRIEDMAN, « A Friedman doctrine – The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits », *The New York Times*, disponible sur <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>, 13 septembre 1970.

⁶⁴ M. FRIEDMAN, *ibidem*.

⁶⁵ M. FRIEDMAN, *ibidem*.

⁶⁶ J. HILL, *op. cit.*, p. 29 et 30; M. FRIEDMAN, *ibidem*.

Michael Jensen et William Meckling, des professeurs à l'Université de Rochester, répondent à Friedman en 1976, avec leur article « *Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure* »⁶⁷. Cet article développe le modèle principal – agent. Selon ce modèle, les actionnaires renoncent à une partie de leur pouvoir de décision au profit des agents, tels que les administrateurs ou les managers⁶⁸. Lorsque les aspirations de l'actionnaire et de l'agent ne coïncident pas - notamment parce que tant l'actionnaire que l'agent auraient pour objectif de maximiser leurs propres profits - il se peut que l'agent n'agisse pas dans les meilleurs intérêts du bénéficiaire, donnant naissance au problème du principal – agent⁶⁹. Lorsque l'actionnaire n'est pas particulièrement investi par rapport aux considérations ESG, engager une entreprise dans des actions à but social en y consacrant du temps et des ressources risque d'engendrer des pertes pour l'actionnaire⁷⁰. *A contrario*, il se peut que l'actionnaire aspire à ce que le manager prenne des actions positives au regard des considérations ESG, mais que le manager agisse aux dépens des aspirations de l'actionnaire⁷¹.

De plus en plus de chercheurs ainsi que de professionnels soulignent l'évolution de l'entreprise au-delà de la pure recherche de profits par l'intermédiaire de son objet social. Par exemple, en 2019, 181 patrons des plus grandes entreprises aux Etats-Unis déclarent que « Tandis que chacune de nos sociétés individuelles poursuivent leur propre but social, nous partageons un engagement fondamental envers toutes nos parties prenantes (...). Chacune de nos parties prenantes est essentielle. Nous nous engageons à leur fournir de la valeur, pour la future réussite de nos sociétés, de nos communautés et de notre pays »⁷². Cette déclaration condamnerait au « bûcher des vanités »⁷³ le dogme de la valeur à l'actionnaire, prédominant depuis l'article de Friedman en 1970⁷⁴.

La récente réforme du droit belge des sociétés semble refléter cette évolution – et même révolution - dans la conception des rôles attribués à une société. Sous l'empire de l'ancien Code

⁶⁷ M. C. JENSEN et W. H. MECKLING, « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, 1976.

⁶⁸ M. C. JENSEN et W. H. MECKLING, *ibidem*, p. 308.

⁶⁹ M. C. JENSEN et W. H. MECKLING, *ibidem*, p. 308.

⁷⁰ J. HILL, *op. cit.*, p. 31 et 47.

⁷¹ J. HILL, *ibidem*, p. 47.

⁷² « Statement on the Purpose of a Corporation », disponible sur <https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment/>, s. d., consulté le 6 août 2021.

⁷³ J.-M. GOLLIER, *op. cit.*, p. 205.

⁷⁴ M. FRIEDMAN, *op. cit.*, cité par J.-M. GOLLIER, *ibidem*, p. 205.

des sociétés datant de 1804, l'unique but de la société était « de procurer aux associés un bénéfice patrimonial »⁷⁵. Aujourd'hui, le Code des sociétés et associations prévoit qu'« Un de ses buts est de distribuer ou procurer à ses associés un avantage patrimonial »⁷⁶. Cette évolution des buts de la société peut laisser espérer que l'existence d'une société ne sera plus uniquement justifiée par sa performance financière annuelle, mais également par sa contribution à un « environnement social et naturel, stable et sain »⁷⁷.

Section 2. Les principes d'investissement responsable dans le secteur financier

Axel De Backer, avocat spécialisé en transactions financières, note que les premières initiatives en matière de finance durable émergent du secteur financier. Par exemple, la première obligation verte a été émise par la Banque Européenne d'Investissement en 2007⁷⁸. En parallèle avec les développements dans le secteur privé, les gouvernements et les organisations internationales ont commencé à réfléchir sur l'impact et le rôle que l'on peut attribuer à la finance en vue de la réalisation d'objectifs sociétaux⁷⁹.

L'UNEP FI identifie trois étapes dans l'évolution de l'investissement responsable. Dans une première étape, en 2005, l'UNEP FI nomme le cabinet d'avocats Freshfields Bruckhaus Deringer pour examiner l'espace que le cadre législatif accorde aux considérations ESG dans la prise de décision par les investisseurs institutionnels. Le rapport qui en est issu contribue largement à faire connaître le concept de considérations ESG. Nombre de ses principes sont adoptés par les acteurs du marché financier⁸⁰.

Ce rapport rédigé par Freshfields conduit en 2006 à la naissance des Principes d'investissement responsable sous l'égide des Nations Unies (ci-après **UN PRI**), un réseau d'investisseurs ayant reçu le support des Nations Unies afin de promouvoir l'investissement durable à travers l'intégration des considérations ESG dans la prise de décision d'investissement. L'UN PRI propose six principes d'investissement responsable, que tout investisseur peut adopter volontairement :

⁷⁵ C. soc., art. 1^{er}, al. 1^{er} ancien.

⁷⁶ C.S.A., art. 1:1.

⁷⁷ J.-M. GOLLIER, *op. cit.*, p. 206.

⁷⁸ A. DE BACKER, « Disclosure and Taxonomy Regulation », *Forum Financier / Droit bancaire et financier*, 2020, p. 59.

⁷⁹ A. DE BACKER, *ibidem*, p. 59.

⁸⁰ S. LEINS, *op. cit.*, p. 72.

« Principe 1. Nous incorporerons des considérations ESG dans les processus d'analyse et de prise de décision en matière d'investissement.

Principe 2. Nous serons des actionnaires actifs et nous incorporerons des considérations ESG dans nos politiques et pratiques d'actionnariat.

Principe 3. Nous poursuivrons la publication adéquate des considérations ESG par les entités dans lesquelles nous investissons.

Principe 4. Nous promouvrons l'acceptation et l'implémentation des Principes dans l'industrie d'investissement.

Principe 5. Nous travaillerons ensemble pour améliorer l'efficacité de notre implémentation des Principes.

Principe 6. Nous déclarerons nos activités et progrès en vue de l'implémentation des Principes. »⁸¹

Malgré une prise de conscience croissante du concept d'investissement responsable, l'UNEP FI identifie un déficit de mise en œuvre par les investisseurs dans les marchés de capitaux. La plupart d'entre eux ne prennent en considération ni les risques, ni les opportunités en matière de durabilité et de changement climatique⁸². Dans ce contexte, un nouveau rapport intitulé *Fiduciary Duty in the 21st Century*⁸³ vient clarifier la question de la relation entre les considérations ESG et les obligations pesant sur les investisseurs, marquant la deuxième étape dans l'évolution de l'investissement responsable. Ainsi, vu l'impact financier des considérations ESG sur les investissements, l'intégration des considérations ESG dans la prise de décision d'investissement est non seulement souhaitable, mais s'impose aux investisseurs⁸⁴. Jusque-là, les acteurs des mondes financiers percevaient éventuellement les considérations ESG comme des risques pour le rendement de leurs portefeuilles.

Une troisième étape dans l'évolution des considérations ESG se profile à partir du moment où les investisseurs commencent à réfléchir non seulement aux risques auxquels les considérations ESG exposent leurs investissements, mais aussi à l'impact de leur activité d'investissement sur les considérations ESG. Les ODD et l'Accord de Paris ont contribué à une prise de conscience

⁸¹ « About the PRI », disponible sur <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>, s. d., consulté le 1^{er} juillet 2021.

⁸² « A legal framework for the consideration of sustainability impact in investor decision-making », disponible sur <https://www.unepfi.org/legal-framework-for-impact/about/>, s. d., consulté le 1^{er} juillet 2021.

⁸³ UNEP FI et UN PRI, *Fiduciary duty in the 21st century*, disponible sur <https://www.unepfi.org/fiduciary-duty/>, 2019.

⁸⁴ « A legal framework for the consideration of sustainability impact in investor decision-making », disponible sur <https://www.unepfi.org/legal-framework-for-impact/about/>, s. d., consulté le 1^{er} juillet 2021.

par certains investisseurs des menaces existentielles que pose le changement climatique. Ces investisseurs commencent à envisager des « obligations d'impact »⁸⁵, telles que des objectifs de décarbonisation, des engagements à respecter la qualité de vie des parties prenantes, l'égalité des genres ou l'intégration de l'impact de leur investissement sur l'environnement dans leur prise de décision⁸⁶.

Dans ce contexte, l'UNEP FI et l'UN PRI mandatent de nouveau le cabinet Freshfields pour analyser les cadres juridiques dans onze juridictions afin de savoir s'il y a des fondements légaux qui s'opposent à ce que les investisseurs adoptent des « objectifs d'impact » ou si les investisseurs sont tenus juridiquement d'intégrer les considérations de durabilité de leur investissement dans le processus de prise de décision⁸⁷. Le rapport, publié en juillet 2021, introduit une nouvelle forme d'investissement responsable - l'investissement à impact durable - caractérisé par la volonté de l'investisseur d'avoir un impact positif sur l'environnement, sans toutefois négliger la performance financière de son investissement.

Chapitre IV. Le concept de considérations ESG

Après avoir esquissé l'émergence et l'évolution des considérations ESG, nous examinons le concept de considérations ESG. Nous présentons les contours du concept (Section 1) avant de distinguer les considérations ESG des autres types d'investissement responsable (Section 2). Ensuite, nous analysons les limites des méthodologies de calcul et de déclaration ESG (Section 3). Néanmoins, ces limites ne semblent pas affecter la relation visiblement positive entre considérations ESG et rendement financier (Section 4). Enfin, nous introduisons les différentes approches des investisseurs par rapport aux considérations ESG (Section 5), ainsi que les modalités d'intégration des considérations ESG dans la prise de décision (Section 6).

Section 1. Les contours du concept de considérations ESG

Le terme « ESG » est souvent utilisé comme un concept générique qui englobe tout type d'investissement plus ou moins lié à un but social. Pour ce travail, nous privilégions une

⁸⁵ « A legal framework for the consideration of sustainability impact in investor decision-making », disponible sur <https://www.unepfi.org/legal-framework-for-impact/about/>, *s. d.*, consulté le 1^{er} juillet 2021.

⁸⁶ « A legal framework for the consideration of sustainability impact in investor decision-making », disponible sur <https://www.unepfi.org/legal-framework-for-impact/about/>, *s. d.*, consulté le 1^{er} juillet 2021.

⁸⁷ « A legal framework for the consideration of sustainability impact in investor decision-making », disponible sur <https://www.unepfi.org/legal-framework-for-impact/about/>, *s. d.*, consulté le 1^{er} juillet 2021.

définition plus stricte de l'investissement ESG. On peut dire que l'investissement ESG a souvent comme objectif d'obtenir un rendement au taux du marché tout en privilégiant les actifs qui ont une performance positive au regard des considérations ESG⁸⁸.

Selon la Commission, les considérations environnementales comprennent l'atténuation du changement climatique et l'adaptation à ses conséquences, ainsi que d'autres éléments liés à l'environnement, tels que la conservation de la biodiversité, la lutte contre la pollution et la transition vers une économie circulaire⁸⁹. Les considérations sociales concernent des questions telles que les inégalités, les relations de travail, les droits de l'homme⁹⁰. Enfin, les considérations de gouvernance, telles que les structures de management ou la rémunération de l'exécutif, reflètent la manière dont les considérations environnementales et sociales sont intégrées dans la prise de décision⁹¹.

Section 2. La comparaison des considérations ESG avec d'autres types d'investissement à dimension sociale

Un autre type d'investissement présentant une dimension sociale est l'investissement socialement responsable. Ce type d'investissement implique l'utilisation d'un filtre négatif, pour ensuite désinvestir des sociétés qui exercent des activités considérées comme étant négatives par l'investisseur. L'investissement socialement responsable permet également d'investir dans des entreprises qui ont un bilan positif en matière de justice sociale ou de la protection de l'environnement.

L'investissement socialement responsable se distingue de l'investissement ESG en ce qu'il implique l'exclusion de certaines entreprises, alors que l'investissement ESG préfère inclure dans le portefeuille des entreprises ayant une performance ESG positive plutôt que d'exclure des sociétés. Cette différence d'approche s'explique par la crainte que l'exclusion directe de certaines entreprises ne mène à des rendements du portefeuille en-dessous des indices de référence du marché⁹².

⁸⁸ J. HILL, *op. cit.*, p. 13 et 14.

⁸⁹ « Overview of sustainable finance », disponible sur https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_fr, s. d., consulté le 20 juillet 2021.

⁹⁰ « Overview of sustainable finance », disponible sur https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_fr, s. d., consulté le 20 juillet 2021.

⁹¹ « Overview of sustainable finance », disponible sur https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_fr, s. d., consulté le 20 juillet 2021.

⁹² J. HILL, *op. cit.*, p. 14.

L'investissement d'impact est un type d'investissement à considérations sociales qui se distingue des autres types d'investissement à dimension sociale par son caractère plus direct. L'investissement d'impact veille à atteindre un objectif précis lié à un enjeu environnemental ou social. Les attentes liées aux rendements financiers sont souvent minimales ou inexistantes⁹³, bien que des études montrent que les rendements des portefeuilles « d'impact » sont comparables à ceux des portefeuilles traditionnels⁹⁴.

L'investissement à mission fait référence à la stratégie généralement adoptée par les fondations de charité ou les fonds religieux. Ces fonds veulent obtenir un impact sur des objectifs philanthropiques précis. Contrairement à l'investissement d'impact, les attentes concernent non seulement l'impact social de l'investissement, mais aussi son rendement financier, afin d'assurer la sécurité financière du fonds. De plus, contrairement à l'investissement d'impact qui peut être l'œuvre d'un individu ou d'autres institutions, l'investissement à mission émane de fondations charitables ou religieuses⁹⁵.

Ces trois formes d'investissement se distinguent fondamentalement de l'intégration des considérations ESG dans la prise de décision d'investissement en ce qu'elles poursuivent la réalisation d'une cause explicite à travers l'investissement. Les investisseurs qui pratiquent l'une de ces formes d'investissement – l'investissement socialement responsable, l'investissement d'impact et l'investissement à mission – mettent l'accent dans leur prise de décision sur des facteurs tels que l'activité d'une entreprise et la manière dont elle exerce son activité plutôt que sur sa performance financière. Cela ne veut pas dire que l'investissement socialement responsable, l'investissement d'impact et l'investissement à mission auront nécessairement une performance financière moindre par rapport à un investissement traditionnel ou un investissement ayant intégré des considérations ESG. Néanmoins, une performance financière moindre sera acceptée et la stratégie d'investissement vise le long terme plutôt que les résultats immédiats⁹⁶.

⁹³ J. HILL, *ibidem*, p. 19.

⁹⁴ J. HILL, *ibidem*, p. 19.

⁹⁵ J. HILL, *ibidem*, p. 22.

⁹⁶ OCDE, *op. cit.*, p. 36.

Enfin, les principes d'investissement responsable développés par l'UN PRI suivent une logique similaire à celle qui sous-tend la définition de l'investissement ESG que nous avons adoptée⁹⁷. A la différence de l'investissement socialement responsable, de l'investissement d'impact et de l'investissement à mission, l'investissement responsable intègre dans la prise de décision l'examen de toute information qui pourrait avoir un impact sur la performance financière du portefeuille⁹⁸. De plus, en établissant une corrélation positive entre considérations ESG et rendements financiers, l'investissement responsable permet de s'adresser à un grand nombre d'investisseurs qui poursuivent principalement la performance financière du portefeuille. L'UN PRI fait valoir que les considérations ESG doivent être intégrées dans la prise de décision d'investissement car elles peuvent avoir un impact considérable sur les rendements financiers. L'approche de l'UN PRI a su convaincre de nombreux investisseurs institutionnels. L'UN PRI rassemble aujourd'hui plus de 4000 signataires provenant de plus de 60 pays et gérant un total de plus de \$120 trillions d'actifs⁹⁹.

Le succès des principes d'investissement responsable proposés par l'UN PRI parmi les investisseurs institutionnels s'explique par plusieurs facteurs. Premièrement, il est de plus en plus admis dans le monde financier que les considérations ESG ont un impact considérable sur la performance financière d'un portefeuille. De même, les investisseurs commencent à endosser la position de l'UN PRI selon laquelle l'intégration des considérations ESG dans la prise de décision d'investissement fait partie des devoirs des investisseurs envers les bénéficiaires. Il y a également une tendance à remettre en question le court-termisme et son impact sur la performance de l'entreprise, sur les rendements de l'investissement et sur le marché. De plus, le fait que certaines entreprises essaient de se donner un avantage compétitif en proposant de l'investissement responsable met la pression sur les concurrents. Les bénéficiaires eux-mêmes deviennent de plus en plus investis et demandent de la transparence à leurs gestionnaires de fonds. Enfin, les enjeux tels que le changement climatique, les conditions de travail, les stratégies fiscales, etc. constituent un risque considérable pour la réputation d'une entreprise¹⁰⁰.

⁹⁷ Pour rappel, l'investissement ESG fait référence à une stratégie d'investissement qui poursuit des rendements financiers au taux du marché, tout en privilégiant les actifs positifs au regard des considérations ESG.

⁹⁸ J. HILL, *op. cit.*, p. 24.

⁹⁹ UN PRI, *Principles for responsible investment*, disponible sur <https://www.unpri.org/download?ac=10948>, 2021, p. 6.

¹⁰⁰ J. HILL, *op. cit.*, p. 24.

Section 3. Les limites des méthodologies ESG

Plusieurs sources internationales peuvent guider les entreprises qui déclarent leur performance ESG¹⁰¹. Malgré l'existence de ces différents standards, la qualité des déclarations est souvent remise en question. Dans un rapport de 2017, l'Organisation de coopération et de développement économiques (ci-après **OCDE**) met en lumière trois limites que comporte l'état actuel de l'analyse ESG et qui s'amplifient en ce qui concerne le changement climatique. En effet, les investisseurs ne sont pas habitués à prévoir et quantifier des risques comme les risques de transition posés par le changement climatique, qui sont très graves, mais incertains¹⁰². La première difficulté vient du fait que la quantité de données disponibles est limitée par le degré auquel les sociétés sont tenues de rendre publiques des informations financières, ainsi que par un manque de compréhension dans le chef des investisseurs à propos des données ESG qui seraient pertinentes dans le cas d'espèce¹⁰³. Ensuite, la modélisation financière traditionnelle ne permet pas toujours d'intégrer des considérations ESG. Les considérations ESG concernent parfois un horizon de temps plus lointain que d'autres facteurs financiers ayant un impact à court terme¹⁰⁴. Enfin, les investisseurs ont plusieurs techniques d'évaluation à disposition afin d'ajuster la valeur d'une société par rapport aux considérations ESG¹⁰⁵. Tout ceci est aggravé par le manque d'harmonisation des données et des paramètres pour mesurer le risque¹⁰⁶.

Section 4. La relation entre les considérations ESG et la performance financière des sociétés

Selon la théorie du portefeuille moderne (ci-après **TPM**), prédominante dans le secteur financier, deux concepts devraient informer le processus d'évaluation des portefeuilles d'investissement : d'une part, le risque et d'autre part, le rendement. Toujours selon cette théorie, le prix de marché des actifs refléterait les risques liés aux considérations ESG et les investisseurs doivent diversifier leurs investissements afin de gérer les risques de marché ou systémiques¹⁰⁷. Il résulte de la TPM d'une part, que les investisseurs peuvent investir dans des titres qui ont une cotation ESG faible (puisque le prix reflète déjà les risques ESG) et d'autre

¹⁰¹ Les entreprises peuvent utiliser les lignes directrices suivantes : *Global Reporting Initiative Sustainability Reporting Guidelines*, *UN Guiding Principles of Business and Human Rights*, etc. J. HILL, *op. cit.*, p. 169.

¹⁰² OCDE, *op. cit.*, p. 42.

¹⁰³ OCDE, *ibidem*, p. 37.

¹⁰⁴ OCDE, *ibidem*, p. 37.

¹⁰⁵ OCDE, *ibidem*, p. 25.

¹⁰⁶ OCDE, *ibidem*, p. 35.

¹⁰⁷ OCDE, *ibidem*, p. 22.

part, qu'il ne faut pas exclure des secteurs entiers, puisque cela restreint les possibilités de diversifier le portefeuille¹⁰⁸.

Pour les adeptes de la TPM, les portefeuilles ayant intégré des considérations ESG donneraient des résultats financiers moins bons. Cette croyance populaire a été ébranlée par les observations empiriques qui semblent, dans la majorité des cas, soutenir l'hypothèse selon laquelle les portefeuilles ESG ne donnent pas lieu automatiquement à une moindre performance financière¹⁰⁹. Il serait donc raisonnable de s'attendre à ce qu'un portefeuille constitué en intégrant les considérations ESG atteigne une performance financière égale au taux du marché. De plus, si les risques à long-terme sont pris en considération, le portefeuille constitué en utilisant les considérations ESG semble obtenir une meilleure performance que le portefeuille constitué de manière traditionnelle¹¹⁰. Ceci est conditionné par une sélection attentive des considérations ESG qui seront intégrées et une bonne compréhension des paramètres qui caractérisent la performance d'une entreprise¹¹¹.

On observe même une tendance croissante à considérer la durabilité et la profitabilité – ou « *doing well while doing good* »¹¹² - comme étant les « deux facettes complémentaires d'une même pièce »¹¹³. Ainsi, alors qu'un nombre restreint d'investisseurs activistes privilégie les considérations ESG, un plus grand nombre d'investisseurs aspire à atteindre les deux objectifs de performance financière et d'impact sociétal et environnemental positif¹¹⁴. Une manière de combiner ces deux aspirations des investisseurs est de changer de focus temporel, de basculer d'une fixation sur le court-terme à une projection à long-terme¹¹⁵.

La TPM est critiquable car elle est très simpliste par rapport à la complexité des marchés actuels. De plus, elle pousse au conformisme et à une attitude conservatrice parmi les acteurs des marchés financiers, où le seul point qui mériterait l'attention est l'aspect financier, au détriment des considérations ESG¹¹⁶. De plus, la TPM ne protège pas suffisamment face au

¹⁰⁸ OCDE, *op. cit.*, p. 22.

¹⁰⁹ J. HILL, *op. cit.*, p. 4.

¹¹⁰ J. HILL, *ibidem*, p. 180.

¹¹¹ J. HILL, *ibidem*, p. 180.

¹¹² J. HILL, *ibidem*, p. 4.

¹¹³ J. HILL, *ibidem*, p. 4.

¹¹⁴ J. HILL, *ibidem*, p. 4.

¹¹⁵ J. HILL, *ibidem*, p. 4.

¹¹⁶ OCDE, *op. cit.*, p. 22.

type de risque posé par le changement climatique¹¹⁷. En effet, le changement climatique présente des risques discontinus, tels qu'un changement des politiques en matière de tarification du charbon ou des subventions en faveur de l'énergie renouvelable, qui affectent les prix des actifs de manière assez imprévue¹¹⁸.

Si on devait tout de même ajuster la TPM, les considérations ESG devraient s'ajouter aux deux considérations de risque et de rendement mis en avant par la TPM. On peut dès lors s'imaginer le portefeuille efficient comme une « surface à trois dimensions, qui veille à optimiser le risque, le rendement et l'impact social »¹¹⁹. En d'autres termes, le portefeuille efficient du point de vue de la TPM et des considérations ESG contient des instruments financiers qui présentent certaines caractéristiques au niveau du risque et du rendement, mais aussi au niveau des considérations ESG¹²⁰.

Section 5. Les approches des investisseurs par rapport aux considérations ESG

Le degré auquel les investisseurs institutionnels perçoivent les considérations ESG comme influençant de manière considérable l'exécution de leurs obligations envers les bénéficiaires influencent le degré auquel ces investisseurs intègrent les considérations ESG dans leur prise de décision d'investir¹²¹. Dès lors, plusieurs approches se dessinent en fonction du degré de l'intégration des considérations ESG dans l'analyse d'investissement par les investisseurs institutionnels : l'investisseur traditionnel, l'investisseur moderne, l'investisseur aux objectifs plus vastes et l'investisseur universel.

Selon l'investisseur traditionnel, les considérations ESG n'ont pas d'incidence sur leur capacité à accomplir leurs obligations envers les bénéficiaires. Les considérations ESG sont même susceptibles de nuire à la performance financière du portefeuille. L'investisseur traditionnel adhère à la TPM, en ce qu'il considère que le prix de l'investissement comprend déjà les risques ESG. Dès lors, l'investisseur traditionnel n'incorpore pas les considérations ESG dans son analyse d'investissement¹²².

¹¹⁷ OCDE, *op. cit.*, p. 22.

¹¹⁸ OCDE, *ibidem*, p. 22.

¹¹⁹ J. HILL, *op. cit.*, p. 5.

¹²⁰ J. HILL, *ibidem*, p. 109.

¹²¹ OCDE, *op. cit.*, p. 25.

¹²² OCDE, *ibidem*, p. 25.

Pour l'investisseur moderne, la tarification ne prend pas (toujours) en compte les considérations ESG. Dès lors, l'investisseur moderne incorpore les considérations ESG dans sa prise de décision, dans la mesure où cela a une incidence sur la performance financière du portefeuille¹²³.

Tout comme l'investisseur moderne, l'investisseur aux objectifs plus vastes pense que les considérations ESG peuvent influencer la performance financière du portefeuille. De plus, l'investisseur aux objectifs plus vastes inclut dans ses obligations envers les bénéficiaires la prise en compte de leur prospérité financière et non-financière à long terme. Par conséquent, l'investisseur aux objectifs plus vastes est davantage susceptible d'assumer un certain degré de pertes financières en intégrant des considérations ESG dans sa prise de décision¹²⁴.

Enfin, le modèle de l'investisseur universel repose sur la croyance que les investisseurs ont la responsabilité de préserver l'équilibre de l'économie mondiale. Ils conçoivent les considérations ESG comme des indicateurs de risque systémique¹²⁵. Le modèle de l'investisseur universel accorde donc aux investisseurs institutionnels un rôle important dans la lutte contre le changement climatique¹²⁶. Comme les investisseurs institutionnels détiennent une part considérable des marchés dans leurs portefeuilles¹²⁷, ils sont non seulement vulnérables à l'état global de l'économie, mais ils ont aussi une influence significative sur celle-ci¹²⁸. La théorie de l'investisseur universel en déduit que les investisseurs institutionnels remplissent leurs devoirs envers les bénéficiaires en contribuant à la transition vers une économie bas-carbone. Dès lors, les investisseurs institutionnels doivent prendre en compte les risques à long-terme comme le changement climatique¹²⁹.

Par comparaison à la TPM, ce modèle accorde davantage d'importance dans la prise de décision d'investir à des concepts tels que les considérations intergénérationnelles et la durabilité à long terme de l'économie. Ce modèle fait également de la place à des considérations non-financières dans le processus d'investissement¹³⁰. Bien que prenant des décisions en conformité avec les

¹²³ OCDE, *op. cit.*, p. 25.

¹²⁴ OCDE, *ibidem*, p. 25.

¹²⁵ OCDE, *ibidem*, p. 25.

¹²⁶ OCDE, *ibidem*, p. 24.

¹²⁷ OCDE, *ibidem*, p. 24.

¹²⁸ OCDE, *ibidem*, p. 24.

¹²⁹ OCDE, *ibidem*, p. 24.

¹³⁰ OCDE, *op. cit.*, p. 24.

considérations ESG, l'investisseur universel ne considère pas ces considérations comme étant des données non-financières, comme le fait l'investisseur aux objectifs vastes, mais comme contribuant de manière significative à la santé et à la performance financières du portefeuille¹³¹.

Section 6. Les modalités d'intégration des considérations ESG dans la prise de décision d'investissement

Tout comme il existe plusieurs types d'approches des considérations ESG par les investisseurs, les investisseurs qui décident de prendre en compte des considérations ESG dans leur prise de décision peuvent le faire de différentes manières : via le filtrage, l'intégration générale des considérations ESG, le « *best-in-class* », l'actionnariat actif, l'investissement à impact, l'approche thématique ou le screening normatif¹³².

Le filtrage consiste à bannir l'investissement dans certains secteurs ou entreprises sur base des considérations ESG¹³³. L'intégration générale des considérations ESG consiste en l'incorporation explicite et systématique des considérations ESG dans la prise de décision d'investissement¹³⁴. Le *best-in-class* est une forme de filtrage positif ou d'inclusion, où les investisseurs n'incluent dans leurs portefeuilles que les entreprises avec les meilleures performances en matière de considérations ESG¹³⁵. L'investissement thématique consiste à construire un portefeuille autour d'une thématique liée aux considérations ESG¹³⁶. Le désinvestissement implique la vente de toute participation dans un secteur ou industrie déterminés¹³⁷. L'engagement (ou actionnariat actif) fait référence à la pratique de certains investisseurs institutionnels qui utilisent leur participation pour mettre de la pression sur la société en vue d'une meilleure performance en matière de considérations ESG¹³⁸.

¹³¹ OCDE, *ibidem*, p. 25.

¹³² OCDE, *ibidem*, p. 37.

¹³³ OCDE, *ibidem*, p. 37.

¹³⁴ OCDE, *ibidem*, p. 37.

¹³⁵ OCDE, *ibidem*, p. 37.

¹³⁶ OCDE, *ibidem*, p. 37.

¹³⁷ OCDE, *ibidem*, p. 37.

¹³⁸ OCDE, *ibidem*, p. 37.

Chapitre V. La relation entre l'intégration des considérations ESG et les obligations fiduciaires

L'exposé des attitudes des investisseurs envers les considérations ESG nous conduit à examiner la relation entre les obligations fiduciaires et les considérations ESG. Nous avons exposé le problème principal – agent¹³⁹. La probabilité que cette situation se produise dans le cadre de la gestion d'investissements est encore plus importante¹⁴⁰. Le concept juridique d'obligations fiduciaires tente alors d'encadrer le comportement de l'investisseur. L'étude des obligations fiduciaires est particulièrement intéressante en relation avec les considérations ESG car elles encadrent la marge de l'investisseur à intégrer les considérations ESG dans le processus de prise de décision. Nous commençons par définir les obligations fiduciaires (Section 1), pour ensuite passer en revue les différents rapports mandatés par l'UNEP FI et l'UN PRI au sujet de la relation entre les obligations fiduciaires et les considérations ESG (Sections 2 à 5).

Section 1. La définition et le contenu des obligations fiduciaires

Dans les juridictions de *common law*, le fiduciaire peut être défini comme « un individu qui a un devoir d'agir de bonne foi et de manière digne de confiance envers un autre individu, surtout en matière financière »¹⁴¹. Quant aux obligations fiduciaires, ce sont « des obligations s'imposant à une personne qui exerce un certain degré d'appréciation discrétionnaire dans les intérêts d'une autre personne dans des circonstances qui donnent naissance à une relation de confiance »¹⁴².

De manière générale, les obligations fiduciaires veillent à ce que les investisseurs agissent de manière responsable dans l'intérêt des bénéficiaires et non pas dans leur propre intérêt¹⁴³. Les deux obligations principales qui découlent des obligations fiduciaires sont le devoir de loyauté et le devoir de prudence. En vertu du devoir de loyauté, « les fiduciaires devraient agir de manière honnête et de bonne foi dans les intérêts de leurs bénéficiaires, devraient mettre en balance de manière impartiale les intérêts divergents des différents bénéficiaires, devraient éviter des conflits d'intérêt et ne devraient pas agir pour leur propre bénéfice ou celui d'une

¹³⁹ Le problème principal – agent fait référence à la situation où un agent autre que l'actionnaire est amené à prendre des décisions pour le compte de ce dernier et que leurs aspirations ne coïncident pas.

¹⁴⁰ J. HILL, *op. cit.*, p. 47.

¹⁴¹ J. HILL, *ibidem*, p. 45.

¹⁴² Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, *op. cit.*, p. 8.

¹⁴³ UNEP FI et UN PRI, *op. cit.*, p. 10.

tierce partie »¹⁴⁴. Le devoir de prudence prévoit que « les fiduciaires devraient agir avec soin, compétence et diligence, investissant comme une ‘personne normalement prudente’ le ferait »¹⁴⁵.

Le concept d’obligations fiduciaires n’est pas reconnu en tant que tel dans les juridictions de droit civil. Néanmoins, les investisseurs se voient imposer des obligations à contenu similaire aux obligations fiduciaires en vertu des dispositions législatives et des lignes directrices qui accompagnent ces dispositions. Malgré des différences en fonction du type de fonds concerné, plusieurs thèmes communs ont été identifiés à travers les juridictions : « un devoir d’agir consciencieusement dans les intérêts des bénéficiaires », « un devoir de rechercher la rentabilité », et d’autres devoirs en lien avec la liquidité ou les catégories d’actifs qui peuvent être retenus pour certains fonds¹⁴⁶.

Comme les obligations fiduciaires ont pour objectif de restreindre la marge d’appréciation de l’investisseur, la relation entre celles-ci et les considérations ESG a fait couler beaucoup d’encre. Plusieurs rapports réalisés ou mandatés par l’UNEP FI, l’UN PRI et l’OCDE tentent de clarifier et de faire évoluer cette relation afin d’inciter les acteurs des marchés financiers à intégrer les considérations ESG dans leur prise de décision d’investissement.

Section 2. Le rapport *Un cadre juridique pour l’intégration des questions environnementales, sociales et de gouvernance dans l’investissement institutionnel*¹⁴⁷

Le rapport *Un cadre juridique pour l’intégration des questions environnementales, sociales et de gouvernance dans l’investissement institutionnel* réalisé par Freshfields en 2005 à la demande de l’UNEP FI répond à la question de savoir si les obligations fiduciaires imposent à l’investisseur d’uniquement poursuivre la maximisation des profits ou si l’investisseur peut également intégrer dans son analyse d’autres considérations qui permettent, à long terme, de préserver un cadre de vie de qualité, au profit des bénéficiaires¹⁴⁸.

¹⁴⁴ UNEP FI et UN PRI, *op. cit.*, p. 12.

¹⁴⁵ UNEP FI et UN PRI, *ibidem*, p. 12.

¹⁴⁶ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, *op. cit.*, p. 10.

¹⁴⁷ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, disponible sur <https://www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf>, 2005.

¹⁴⁸ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, *ibidem*, p. 6.

De manière traditionnelle, les fiduciaires doivent poursuivre les intérêts financiers de leurs bénéficiaires. Le rapport observe que les fiduciaires peuvent être amenés à intégrer d'autres considérations que la performance financière à court terme¹⁴⁹. Il y a deux manières dont les considérations ESG peuvent influencer la prise de décision d'investissement. D'une part, les considérations ESG peuvent influencer la valeur financière accordée à un produit financier dans le processus de prise de décision. D'autre part, les considérations ESG peuvent être pertinentes pour les objectifs que les investisseurs poursuivent¹⁵⁰. Les investisseurs sont donc amenés à examiner d'une part, la valeur d'un investissement et d'autre part, les valeurs qui le soutiennent¹⁵¹.

Premièrement, la valeur financière accordée à un produit financier lors d'une prise de décision peut être affectée par des considérations ESG. Il découle de l'obligation fiduciaire de prudence (dans les juridictions de *common law*), et des devoirs de rechercher la profitabilité et d'agir consciencieusement dans les intérêts des bénéficiaires (dans les juridictions de droit civil) une obligation pour les investisseurs de suivre un « processus correct »¹⁵² dans leur prise de décision. En vertu de cette obligation, les investisseurs doivent prendre en compte toutes les considérations pertinentes, y compris celles qui influencent la valeur de l'investissement. Les considérations ESG font partie de ces considérations pertinentes, en ce qu'il a été démontré que les considérations ESG affectent la valeur d'un investissement¹⁵³.

Deuxièmement, les considérations ESG peuvent être pertinentes au regard des objectifs ou valeurs que les investisseurs poursuivent. Dans les juridictions de *common law*, lorsqu'elles sont applicables, les obligations fiduciaires viennent encadrer et restreindre les objectifs que les investisseurs pourraient poursuivre dans leur prise de décision. Les investisseurs doivent toujours poursuivre les intérêts des bénéficiaires dans la prise de décision, et cela en conformité avec les conditions de l'accord qui lie les deux parties¹⁵⁴. Les acteurs financiers qui souhaitent intégrer les considérations ESG dans leur analyse poursuivent l'une des voies suivantes : le filtrage et l'activisme actionnarial¹⁵⁵.

¹⁴⁹ J. HILL, *op. cit.*, p. 45.

¹⁵⁰ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, *op. cit.*, p. 10.

¹⁵¹ G. YARON, « Fiduciary Duties, Investment Screening and Economically Targeted Investing: A Flexible Approach for Changing Times », *Pensions at work*, Toronto, University of Toronto Press, 2016.

¹⁵² Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, *op. cit.*, p. 10.

¹⁵³ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, *ibidem*, p. 10 et 11.

¹⁵⁴ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, *ibidem*, p. 11 et 12.

¹⁵⁵ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, *op. cit.*, p. 24.

Le filtrage consiste à passer les différentes options d'investissement par des 'filtres' ESG. Le rapport *Un cadre juridique* identifie trois types de filtrages ESG : le filtrage passif, le filtrage positif et le filtrage négatif. L'investisseur qui pratique le filtrage passif prend ses décisions d'investissement en fonction des indices ESG, tels que Dow Jones Sustainability Index. Le filtrage positif consiste à mettre en place des critères qui doivent être remplis pour qu'un produit soit incorporé dans le portefeuille. L'investisseur qui pratique le filtrage positif pourrait adopter l'approche *best-in-class* : ainsi, seules les entreprises qui ont les meilleures cotations ESG dans leur industrie font l'objet d'un investissement. Une autre manière de filtrage positif est l'investissement thématique : l'investisseur choisit d'investir dans les entreprises qui fournissent des produits ou des services durables. Enfin, le filtrage négatif consiste à mettre en place des critères ESG qui excluent certaines entreprises¹⁵⁶. L'activisme actionnarial voit un investisseur institutionnel s'investir au sein d'une entreprise pour améliorer la performance ESG de celle-ci, soit en interagissant avec les directeurs, soit en mobilisant ses droits de vote. Certains fonds font exprès de parfois investir dans des entreprises qui ont une performance ESG faible, afin de les amener à s'améliorer¹⁵⁷.

D'autres investisseurs choisissent d'adopter l'analyse intégrée - une approche qui combine le filtrage avec l'activisme actionnarial afin de maximiser leur influence sur la performance ESG de l'entreprise. L'investissement filtrage et l'activisme actionnarial ne devraient pas être perçus comme des alternatives, mais plutôt comme des stratégies complémentaires, où les interactions avec les directeurs dans le cadre de l'activisme actionnarial permettent de récolter les informations nécessaires et autrement inconnues des investisseurs afin d'appliquer les filtres ESG dans le cadre du filtrage¹⁵⁸.

La confusion du concept d'intégration des considérations ESG avec d'autres formes d'investissement qui privilégient une cause plutôt que la performance financière de l'investissement, comme l'investissement socialement responsable, l'investissement d'impact et l'investissement à mission, de même qu'un soupçon que l'intégration des considérations ESG

¹⁵⁶ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, *ibidem*, p. 25.

¹⁵⁷ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, *ibidem*, p. 26.

¹⁵⁸ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework ...*, *ibidem*, p. 27.

consiste à privilégier des motivations éthiques ou morales plutôt que financières ont probablement retardé la généralisation des considérations ESG¹⁵⁹.

Section 3. Le rapport La gouvernance de l'investissement et l'intégration des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance¹⁶⁰

Le rapport *La gouvernance de l'investissement et l'intégration des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance* réalisé par l'OCDE remarque que, malgré le fait que le contenu des obligations fiduciaires varie en fonction du système juridique, trois aspects peuvent être mis en évidence comme étant communs à travers les pays. Premièrement, les obligations fiduciaires englobent un devoir de prudence et un devoir de loyauté envers les bénéficiaires. Deuxièmement, les obligations fiduciaires relèvent plutôt des obligations de moyen que de résultat¹⁶¹. Enfin, l'interprétation des obligations fiduciaires est susceptible d'évoluer¹⁶².

Le rapport rappelle que les obligations fiduciaires comprennent deux obligations : le devoir de prudence et le devoir de loyauté. Selon l'OCDE, la question de savoir si le devoir de prudence permet de prendre en compte les considérations ESG dépend de l'interprétation donnée notamment au concept de « pratique d'investissement prudent »¹⁶³. Le devoir de loyauté accorde plus de marge de manœuvre aux investisseurs de prendre en compte dans leur prise de décision l'équité intergénérationnelle et donc l'impact des considérations ESG sur la qualité de vie des futures générations et non seulement leur bien-être financier¹⁶⁴.

La TPM a renforcé de manière excessive le poids donné au devoir de prudence, tout en diminuant l'importance du devoir de loyauté. L'investisseur doit agir 'rationnellement', à savoir poursuivre le rendement financier de son fonds. Une approche plus 'raisonnable' qui prend en considération l'impact de son investissement sur autrui a été délaissée¹⁶⁵. En fait, la raison devrait nous conduire à non seulement adopter une interprétation plus large des intérêts des

¹⁵⁹ OCDE, *op. cit.*, p. 37.

¹⁶⁰ OCDE, *Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors*, disponible sur <https://www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf>, 2017.

¹⁶¹ OCDE, *ibidem*, p. 45.

¹⁶² E. J. WAITZER et D. SARRO, « The Public Fiduciary : Emerging Themes in Canadian Fiduciary Law for Pension Trustees », vol. 91, n° 1, *La Revue du Barreau Canadien*, 2012, p. 163 : « Le devoir fiduciaire est un concept dynamique qui a répondu à des changements de circonstances et de perspectives sur le monde, mais reste fermement ancré dans des principes juridiques clairs et durables ».

¹⁶³ OCDE, *op. cit.*, p. 45 et 46.

¹⁶⁴ OCDE, *ibidem*, p. 46.

¹⁶⁵ S. LYDENBERG, « Reason, Rationality, and Fiduciary Duty », *Journal of Business Ethics*, 2014, p. 365.

bénéficiaires, mais aussi à considérer l'impact des décisions d'investissement sur la communauté et l'environnement¹⁶⁶.

Les cours et les tribunaux ainsi que les institutions de réglementation ont établi que les investisseurs peuvent intégrer dans leur prise de décision des considérations autres que des éléments financiers, allant au-delà d'une interprétation étroite des obligations fiduciaires¹⁶⁷. Néanmoins, les investisseurs restent attachés à l'interprétation étroite des obligations fiduciaires qui ne permet pas l'intégration des critères non-financiers – tels les considérations ESG - dans la prise de décision¹⁶⁸.

Le rapport réalisé par l'OCDE fait référence à la conclusion du rapport de Freshfields publié en 2005 : les investisseurs doivent intégrer les considérations ESG dans leur prise de décision lorsque ces considérations ont un impact considérable sur la performance financière du portefeuille. L'OCDE met tout de même en exergue le fait que la question de savoir si les obligations fiduciaires permettent l'intégration des considérations ESG lorsque celles-ci n'ont pas d'impact financier fait moins le consensus. Il est admis que les investisseurs peuvent utiliser des considérations non-financières afin de faire un choix entre plusieurs options. Néanmoins, les investisseurs ne peuvent fonder leur décision d'investissement sur des fondements éthiques ou rechercher des bénéfices non-financiers¹⁶⁹.

Section 4. Le rapport *L'obligation fiduciaire au 21^{ème} siècle*¹⁷⁰

Le rapport *L'obligation fiduciaire au 21^{ème} siècle* réalisé par l'UNEP FI et l'UN PRI met en évidence les contours « modernes »¹⁷¹ de l'obligation fiduciaire. Il est établi que les considérations ESG doivent (dans une certaine mesure) être intégrées dans la prise de décision par les investisseurs, en vertu des obligations fiduciaires leur incombant.

¹⁶⁶ OCDE, *op. cit.*, p. 49.

¹⁶⁷ OCDE, *ibidem*, p. 46.

¹⁶⁸ OCDE, *ibidem*, p. 50.

¹⁶⁹ OCDE, *ibidem*, p. 50.

¹⁷⁰ UNEP FI et UN PRI, *Fiduciary duty in the 21st century*, disponible sur <https://www.unepfi.org/fiduciary-duty/>, 2019.

¹⁷¹ UNEP FI et UN PRI, *ibidem*, p. 21.

Les développements suivants s'inscrivent dans et viennent clarifier les devoirs traditionnels de loyauté et de prudence qui composent les obligations fiduciaires¹⁷². Dorénavant, en vertu du devoir de loyauté, les investisseurs doivent, en plus des devoirs qui leur étaient déjà imposés, « comprendre et incorporer dans leur prise de décision les préférences de durabilité des bénéficiaires et/ou clients, qu'elles aient un impact financier ou non »¹⁷³. Le devoir de prudence enjoint à « incorporer les facteurs ESG qui ont un impact financier dans la prise de décision d'investissement, conformément au calendrier de l'obligation » ; « être un propriétaire actif, encourager un haut niveau de performance ESG dans les sociétés ou autres entités auxquelles le propriétaire participe » ; et « soutenir la stabilité et la résilience du système financier »¹⁷⁴. De plus, les investisseurs doivent déclarer leur approche d'investissement aux bénéficiaires¹⁷⁵.

Section 5. Le rapport *Un cadre juridique pour l'impact*¹⁷⁶

Le rapport *Un cadre juridique pour l'impact* rédigé par le cabinet d'avocats Freshfields à la demande conjointe de l'UNEP FI et de l'UN PRI a été publié le 21 juillet 2021. L'objectif de ce rapport est de pousser la réflexion sur la relation entre les considérations ESG et les obligations fiduciaires au niveau supérieur, en proposant le concept d'« investissement à impact durable »¹⁷⁷. L'investissement à impact durable n'est pas un terme juridique, mais vise à englober toute une série de pratiques d'investissement durable tel un « filet conceptuel »¹⁷⁸.

Le rapport définit l'investissement à impact durable comme « toute approche d'investissement où les investisseurs cherchent de manière intentionnelle (à travers les activités qu'ils financent ou autrement) à influencer de manière quantifiable ce que font les entreprises dans lesquelles ils investissent et des tiers afin de contribuer aux défis de durabilité »¹⁷⁹. Selon le rapport, l'investissement à impact durable est caractérisé par cette réelle volonté de répondre aux problèmes de durabilité, contrairement aux autres formes d'investissement durable. D'autres formes d'investissement durable intègrent de manière plus ou moins significative des

¹⁷² UNEP FI et UN PRI, *op. cit.*, p. 21.

¹⁷³ UNEP FI et UN PRI, *ibidem*, p. 21.

¹⁷⁴ UNEP FI et UN PRI, *ibidem*, p. 21.

¹⁷⁵ UNEP FI et UN PRI, *ibidem*, p. 21.

¹⁷⁶ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework for impact*, disponible sur <https://www.unepfi.org/legal-framework-for-impact/>, 2021.

¹⁷⁷ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework for impact*, *ibidem*, p. 10.

¹⁷⁸ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework for impact*, *ibidem*, p. 11.

¹⁷⁹ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework for impact*, *ibidem*, p. 10.

considérations ESG dans la prise de décision, mais la volonté de répondre à des questions durables à travers l'investissement est absente¹⁸⁰.

La question est de savoir si le cadre législatif actuel permet, ou même rend obligatoire l'investissement à impact durable, en examinant onze juridictions, parmi lesquelles l'UE¹⁸¹. Enfin, le rapport propose aux responsables politiques qui souhaiteraient encourager la pratique de l'investissement à impact durable des pistes pour ajuster le cadre législatif dans cette direction.

Sous réserve des spécificités propres à chaque système juridique et à chaque investisseur, le cadre législatif en place permet et parfois même impose l'investissement à impact durable. Lorsque des considérations ESG présentent un risque pour le rendement financier d'un portefeuille – qui reste, de manière générale, l'objectif principal de l'investisseur - il est très probable que l'investisseur soit tenu de procéder à une prise de décision suivant le modèle de l'investissement à impact durable. Il y a également des cas de figure où le cadre législatif permet aux investisseurs de poursuivre en parallèle des objectifs financiers et des objectifs de durabilité, sans que ces derniers conditionnent le rendement financier du portefeuille. Ceci est possible dans la plupart des juridictions, bien que de manière plus limitée, et dans le respect des objectifs financiers¹⁸².

Chapitre VI. Le cadre réglementaire européen en matière de finance durable

Les principaux actes qui constituent le cadre législatif européen en matière de finance durable sont le règlement 2020/852 ou règlement taxonomie, le règlement 2019/2088 ou règlement publication et le règlement 2019/2089 ou règlement indices de référence.

Les objectifs de ces trois actes législatifs sont complémentaires¹⁸³ : établir un cadre harmonisé qui permette la communication d'informations sur la durabilité d'une activité économique et l'amélioration de la transparence autour des questions de durabilité¹⁸⁴, harmoniser les indices

¹⁸⁰ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework for impact*, *op. cit.*, p. 10.

¹⁸¹ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework for impact*, *ibidem*, p. 10.

¹⁸² Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework for impact*, *ibidem*, p. 10.

¹⁸³ L. SUIRE, « La publicité sur les produits financiers verts dans l'Union européenne », *Revue internationale des services financiers*, n° 4, 2020, p. 50.

¹⁸⁴ Art. 1^{er} du règlement 2019/2088.

de références relatifs aux portefeuilles bas-carbone¹⁸⁵ et établir des critères permettant d'identifier si une activité peut être considérée comme étant durable sur le plan environnemental¹⁸⁶. En substance, l'intention de l'UE à travers ces trois règlements en matière de finance durable a été de mettre en place un cadre juridique uniformisé qui permette d'identifier les activités économiques faisant véritablement partie de la finance verte, d'évaluer et de comparer les performances 'vertes' des différents produits et d'informer le public sur ces activités¹⁸⁷.

Pour que la finance puisse remplir la fonction que l'UE lui a accordée en vue de la réalisation de ses objectifs environnementaux, à savoir orienter les flux financiers vers les activités durables, trois catégories d'acteurs doivent ajuster leurs comportements : les émetteurs de produits financiers, en adaptant tant leurs activités économiques, que leurs opérations financières ; les intermédiaires, en proposant à leurs clients d'investir dans des activités qui sont durables sur le plan environnemental; et les investisseurs, en intégrant dans leur prise de décision tant le rendement financier, que l'incidence environnementale d'un investissement¹⁸⁸. Dans le Chapitre IX, nous analyserons si ces attentes sont fondées ou plutôt illusoire.

Dans ce travail, nous examinons le règlement 2020/852 et le règlement 2019/2088. Le règlement 2019/2088 prévoit des obligations de transparence. Le règlement 2020/852 prévoit, outre des obligations de transparence, des standards harmonisés que ces obligations doivent respecter.

Chapitre VII. Le règlement 2019/2088

Le règlement 2019/2088 a pour objectif d'intégrer « les considérations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) au cœur du système financier afin de contribuer à transformer l'économie de l'Europe dans un système plus vert, plus résilient et circulaire »¹⁸⁹. Le règlement 2019/2088 ne peut se concevoir indépendamment du règlement 2020/852. En effet, les deux règlements partagent une série de références, définitions communes, et plus important encore,

¹⁸⁵ Considérant (13) du règlement 2019/2089.

¹⁸⁶ Art. 1^{er} du règlement 2020/852.

¹⁸⁷ L. SUIRE, *op. cit.*, p. 50.

¹⁸⁸ L. SUIRE, *ibidem*, p. 51.

¹⁸⁹ A. DE BACKER, *op. cit.*, p. 61.

ils ont le même objectif sous-jacent d'inciter les acteurs des marchés financiers à contribuer à mettre en place un système économique durable¹⁹⁰.

Le règlement 2019/2088 définit l'« investissement durable » comme « 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 lesquelles 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 »¹⁹¹.

Le « risque en matière de durabilité » est quant à lui défini comme « un événement ou une situation dans le domaine environnemental, social ou de gouvernance qui, s'il survient, pourrait avoir une incidence négative importante, réelle ou potentielle, sur la valeur de l'investissement »¹⁹². Enfin, les « facteurs de durabilité » sont définis comme « 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 »¹⁹³.

En vertu du règlement 2019/2088, les acteurs financiers ont notamment des obligations de transparence. Ils doivent publier sur leur site internet des informations sur la manière dont ils intègrent les risques en matière de durabilité dans leur prise de décision d'investir¹⁹⁴, ainsi que des informations sur les conséquences négatives en matière de durabilité et la manière dont ils

¹⁹⁰ A. DE BACKER, *op. cit.*, p. 61.

¹⁹¹ Art. 2 et 17 du règlement 2019/2088.

¹⁹² Art. 2 et 22 du règlement 2019/2088.

¹⁹³ Art. 2 et 24 du règlement 2019/2088.

¹⁹⁴ Art. 3.1 du règlement 2019/2088.

évaluent ces incidences négatives, en effectuant, le cas échéant, une diligence raisonnable¹⁹⁵. En ce qui concerne cette dernière obligation de procéder à des diligences en matière d'incidence négative, le règlement adopte une approche '*comply or explain*' : l'acteur financier qui n'applique pas une telle diligence peut se contenter d'expliquer pourquoi il a choisi de ne pas le faire. Cependant, à partir du 30 juin 2021, cette possibilité de '*comply or explain*' ne sera plus applicable aux acteurs qui emploient plus de 500 salariés, sur une base consolidée¹⁹⁶. Les acteurs des marchés financiers ont également un devoir de transparence en matière de risques de durabilité à l'étape précontractuelle. Ils doivent communiquer « la manière dont les risques en matière de durabilité sont intégrés dans leurs décisions d'investissement »¹⁹⁷, ainsi que « l'évaluation des incidences probables des risques en matière de durabilité sur le rendement des produits financiers qu'ils mettent à disposition »¹⁹⁸.

Le règlement 2019/2088 a pour but d'encourager les marchés financiers à rendre accessible la manière et le degré auquel ils contribuent à préserver et protéger l'environnement. L'idée sous-jacente est que cette démarche des acteurs financiers permettra aux consommateurs d'instruments financiers à privilégier les produits durables¹⁹⁹.

Chapitre VIII. Le règlement 2020/852

Afin de répondre à l'absence d'harmonisation en matière de méthodologies ESG, l'UE adopte le règlement 2020/852. Nous commençons par exposer la *ratio legis* du règlement 2020/852 (Section 1). Nous examinons son champ d'application (Section 2) et les obligations qui s'imposent à ses destinataires (Section 3). Nous nous penchons ensuite sur l'analyse de la méthodologie permettant d'identifier une activité économique durable sur le plan environnemental (Section 4). Enfin, nous présentons l'évaluation du règlement 2020/852 réalisée par l'UN PRI (Section 5).

¹⁹⁵ Art. 4 du règlement 2019/2088.

¹⁹⁶ Art. 4 du règlement 2019/2088.

¹⁹⁷ Art. 4 du règlement 2019/2088.

¹⁹⁸ Art. 6 du règlement 2019/2088.

¹⁹⁹ J.-M. GOLLIER, *op. cit.*, p. 213.

Section 1. *La ratio legis* du règlement 2020/852

Pour que la communauté européenne puisse atteindre ses objectifs et engagements en matière de lutte contre le changement climatique prévus par l'Accord de Paris et les ODD, il est essentiel de pouvoir financer les différents projets durables qui y contribuent véritablement. Pour cela, les investisseurs nécessitent une définition harmonisée du caractère durable d'une activité. Le règlement taxonomie propose un système qui permet la classification des activités économiques durables.

Selon la Commission, la taxonomie crée de la sécurité juridique à travers les différents Etats Membres et donc augmente la confiance dans le chef les investisseurs, permet d'orienter les investissements vers des activités respectueuses de l'environnement en adressant le phénomène de *greenwashing*, soutient les entreprises à rendre leur modèle de business plus durable et de manière générale protège le fonctionnement du marché interne et la stabilité de l'économie²⁰⁰. L'UE souhaite que la taxonomie puisse constituer une source d'inspiration globale en matière de finance durable²⁰¹.

Si le financement durable est défini par rapport à son objet, l'investissement durable, il est indispensable de distinguer un investissement durable de ceux qui ne le sont pas²⁰² ou, pire encore, de ceux qui prétendent l'être. Le règlement 2020/852 admet que le phénomène de '*greenwashing*' nuit à la capacité de la finance de contribuer à une réponse adéquate au changement climatique. Le changement climatique nécessite une approche « systémique et tournée vers le futur »²⁰³.

Le phénomène de *greenwashing* est défini dans le règlement 2020/852 comme « la pratique de gagner un avantage compétitif injuste en présentant un produit financier comme étant respectueux de l'environnement, alors qu'en fait des critères environnementaux de base n'ont pas été respectés »²⁰⁴. Le phénomène de *greenwashin* en matière d'investissement durable est tellement répandu que Tariq Fancy, ancien directeur d'investissement pour l'investissement

²⁰⁰ « EU taxonomy for sustainable activities », disponible sur https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_fr, s. d., consulté le 20 juillet 2021.

²⁰¹ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *op. cit.*, p. 193.

²⁰² V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *ibidem*, p. 193.

²⁰³ Préambules (7) et (11) du règlement 2020/852.

²⁰⁴ Préambule (11) du règlement 2020/852.

durable chez BlackRock, le plus grand gestionnaire au monde avec des actifs en valeur de \$8,7 trillions, affirme que « l'investissement durable se résume à un peu plus qu'à du battage publicitaire, à des campagnes de relations publiques et à des promesses malhonnêtes de la part des investisseurs »²⁰⁵.

Le règlement taxonomie prévoit l'adoption par la Commission d'actes délégués qui mettent en place des critères de filtrage pour chacun des objectifs environnementaux énumérés dans le règlement. Un premier acte délégué portant sur les objectifs d'adaptation et d'atténuation du changement climatique a été adopté par la Commission le 4 juin 2021 et a été soumis au Parlement européen et au Conseil pour d'éventuelles objections. Un second acte délégué sera publié en 2022 et portera sur les autres objectifs²⁰⁶.

Section 2. Le champ d'application du règlement 2020/852

Le règlement 2020/852 s'applique premièrement aux mesures prises par l'UE ou par les Etats Membres mettant en place des conditions que les acteurs ou les émetteurs présents sur les marchés financiers doivent respecter en ce qui concerne les produits financiers ou les obligations qui sont proposés comme étant durables²⁰⁷. Le règlement 2020/852 devrait notamment s'appliquer au processus d'élaboration par les Etats Membres de leurs politiques relatives au financement durable, à l'adoption de critères, *ecolabels* ou autres standards pour des produits financiers 'verts' ou des 'obligations vertes'²⁰⁸.

Deuxièmement, les dispositions du règlement s'appliquent aux acteurs des marchés financiers qui offrent des produits financiers²⁰⁹. Le règlement 2020/852 renvoie aux définitions des acteurs des marchés financiers et des produits financiers prévues dans le règlement 2019/2088. Les acteurs des marchés financiers sont les « fournisseurs de service qui investissent les fonds de tiers ou qui offrent certains produits financiers »²¹⁰. Quant aux produits financiers que ces

²⁰⁵ T. FANCY, « Financial world greenwashing the public with deadly distraction in sustainable investing practices », disponible sur <https://eu.usatoday.com/story/opinion/2021/03/16/wall-street-esg-sustainable-investing-greenwashing-column/6948923002/>, 16 mars 2021.

²⁰⁶ « EU taxonomy for sustainable activities », disponible sur https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_fr, *s. d.*, consulté le 20 juillet 2021.

²⁰⁷ Art. 1. (2). (a) du règlement 2020/852.

²⁰⁸ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *op. cit.*, p. 198.

²⁰⁹ Art. 1. (2). (b) du règlement 2020/852.

²¹⁰ Art. 2. 1) du règlement 2019/2088.

acteurs doivent proposer afin de se voir appliquer le règlement 2020/852, ceux-ci comprennent : « un portefeuille en gestion discrétionnaire et individualisée incluant un ou plusieurs instruments financiers dans le cadre d'un mandat donné par un client ; un OPCVM ou un fonds d'investissement alternatif (FIA) ; cette catégorie vise les fonds d'actions, les fonds négociés en bourse (ETF), les fonds d'obligations, les fonds de fonds, les fonds immobiliers, les fonds de capital-investissement ou de prêts aux PME, les fonds de capital-investissement ou de prêts aux PME, les fonds de capital-risque, les fonds d'infrastructure, les fonds de capital-investissement, les fonds indiciaires, les fonds de titrisation ; un produit financier fondé sur l'assurance ; un produit de retraite, un régime de retraite ou un produit paneuropéen d'épargne-retraite individuelle »²¹¹.

Enfin, le champ d'application du règlement 2020/852 comprend les entreprises soumises à l'obligation de publier une déclaration non-financière ou une déclaration non-financière consolidée²¹², en conformité avec la directive 2013/34²¹³. Ce sont des grandes entreprises constituant des entités d'intérêt public et des entreprises d'intérêt public qui sont les entreprises-mères d'un grand groupe²¹⁴. Le système de classification contenu dans le règlement 2020/852 peut également être utilisé de manière volontaire par des entreprises qui ne rentrent pas dans le champ d'application du règlement, notamment lorsqu'elles souhaiteraient lever des fonds pour des activités présentées comme étant durables²¹⁵.

Section 3. Les obligations incombant aux acteurs des marchés financiers et aux entités d'intérêt public

En plus des obligations qu'ils doivent respecter en vertu règlement 2019/2088, le règlement 2020/852 impose aux acteurs des marchés financiers les obligations suivantes. Premièrement, aux termes de l'art. 5 du règlement 2020/852, lorsqu'un produit financier proposé a pour

²¹¹ Art. 2. 12) du règlement 2019/2088 ; TEG, *Taxonomy : Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*, disponible sur https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf, mars 2020, p. 38.

²¹² Art. 1. (2). (c) du règlement 2020/852.

²¹³ Art. 19bis et 29bis de la directive 2013/34 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises, modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, *J.O.U.E.*, L182/19, 29 juin 2013, telle que modifiée par la directive 2014/95.

²¹⁴ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *op. cit.*, p. 200.

²¹⁵ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *ibidem*, p. 200.

objectif d'investir de manière durable ou de réduire des émissions de carbone, les acteurs des marchés financiers doivent publier le ou les objectifs environnementaux auquel le produit financier proposé contribue et la manière et le degré auquel les investissements relatifs au produit financier portent sur des activités économiques durables. Ces informations doivent se retrouver dans leurs informations précontractuelles et rapports périodiques²¹⁶.

Deuxièmement, lorsqu'un produit financier proposé promeut, entre autres, des caractéristiques environnementales, sociales ou une combinaison de ces caractéristiques, les dispositions de l'art. 5 du règlement 2020/852 s'appliquent *mutatis mutandis*²¹⁷. Le règlement prévoit également que les informations qui sont publiées en vertu du règlement 2019/2088 doivent être accompagnées de la déclaration suivante : « Le principe consistant à 'ne pas causer de préjudice significatif' ne s'applique qu'aux investissements sous-jacents au produit financier qui prennent en compte les critères européens relatifs aux activités économiques durables sur le plan environnemental. Les investissements sous-jacents à la partie restante de ce produit financier ne prennent pas en compte les critères européens relatifs aux activités économiques durables sur le plan environnemental. »²¹⁸.

Enfin, en ce qui concerne les autres produits financiers, la déclaration suivante doit figurer dans les informations précontractuelles et les rapports périodiques y relatifs : « Les investissements sous-jacents à ce produit financier ne prennent pas en compte les critères européens relatifs aux activités économiques durables sur le plan environnemental. »²¹⁹.

Le règlement 2020/852 prévoit que les entités d'intérêt public qui, en vertu de la directive 2013/34, ont l'obligation de publier une déclaration non-financière ou une déclaration non-financière consolidée, doivent indiquer dans leur déclaration des informations sur la façon et le degré auxquels les activités de l'entreprise comprennent des activités économiques qui peuvent être considérées comme durables sur le plan environnemental au sens du règlement 2020/852²²⁰. Les entreprises non-financières doivent notamment publier « la partie de leur chiffre d'affaires résultant de produits ou services associés à des activités économiques qui sont

²¹⁶ Art. 5 du règlement 2020/852.

²¹⁷ Art. 6 du règlement 2020/852.

²¹⁸ Art. 6 du règlement 2020/852.

²¹⁹ Art. 7 du règlement 2020/852.

²²⁰ Art. 8. 1 du règlement 2020/852.

considérées comme étant durables sur le plan environnemental »²²¹ et « la partie de leurs dépenses d’investissement et la partie de leurs dépenses d’exploitation relatives à des actifs ou à des processus associés à des activités économiques qui sont considérées comme étant durables sur le plan environnemental »²²² au sens du règlement 2020/852.

Section 4. L’identification des activités durables sur le plan environnemental

Pour qu’une activité économique soit considérée comme étant durable sur le plan environnemental, quatre conditions doivent être respectées :

1. La contribution de manière significative à l’un des six objectifs environnementaux prévus de manière exhaustive par le règlement 2020/852 (Sous-section 1) ;
2. L’interdiction de nuisance significative aux six objectifs environnementaux prévus de manière exhaustive par le règlement 2020/852 (Sous-section 3) ;
3. Le respect des garanties minimales en matière de justice sociale et bonne gouvernance prévues par le règlement (Sous-section 2) ; et
4. Le respect des critères de sélection techniques prévus pour chaque objectif environnemental par la Commission dans des actes délégués (Sous-section 4 et 5).

Sous-section 1. Les six objectifs environnementaux

Afin de fournir un cadre réglementaire qui permette de déterminer les activités contribuant à la durabilité de l’environnement, le règlement taxonomie établit une liste exhaustive de six objectifs environnementaux :

1. L’atténuation du changement climatique ;
2. L’adaptation au changement climatique ;
3. L’usage durable et la protection de l’eau et des ressources marines ;
4. La transition vers une économie circulaire ;
5. La prévention et le contrôle de la pollution ; et
6. La protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes²²³.

²²¹ Art. 8. 2. (a) du règlement 2020/852.

²²² Art. 8. 2. (b) du règlement 2020/852.

²²³ Art. 9 et préambule (23) du règlement 2020/852.

Le règlement taxonomie n'a pas pour objectif de déterminer le caractère durable d'une entreprise ou d'un actif, mais la durabilité d'une activité économique²²⁴. Dès lors, une même entreprise peut effectuer des activités considérées comme étant durables au sens du règlement, et d'autres activités qui ne le sont pas²²⁵. Le caractère durable d'un portefeuille d'investissement est évalué par rapport à la durabilité des activités qui en font partie²²⁶.

Le système de catégorisation des activités économiques durables que l'UE propose dans le règlement taxonomie peut être qualifiée de « liste verte »²²⁷, en ce qu'il ne réglemente que les activités durables sur le plan environnemental. Il est par ailleurs regrettable que le règlement n'envisage pas les activités qui, au contraire, ne sont pas durables sur le plan environnemental.

A l'appui du système de classification présent dans le règlement taxonomie, le TEG a fourni une liste de critères quantifiés qui permettent de sélectionner ces activités 'vertes' qui contribuent de manière significative à l'atténuation du changement climatique ou à l'adaptation au changement climatique²²⁸. Dans un premier temps, cette liste de critères porte sur les secteurs d'activités à l'origine de 93,50% des émissions directes de gaz à effet de serre, à savoir l'agriculture, la foresterie, la fabrication industrielle, l'énergie, le transport, l'eau, la construction et les technologies de l'information²²⁹.

Sous-section 2. Les quatre critères permettant de déterminer si une activité économique est durable sur le plan environnemental

L'art. 3 du règlement 2020/852 établit quatre critères qui permettent de déterminer si une activité économique est durable dans le respect de l'environnement²³⁰.

²²⁴ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *op. cit.*, p. 194.

²²⁵ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *ibidem*, p. 194.

²²⁶ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *ibidem*, p. 194.

²²⁷ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *ibidem*, p. 194.

²²⁸ TEG, *Taxonomy report : Technical annex*, disponible sur https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy-annexes_en.pdf, mars 2020.

²²⁹ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *op. cit.*, p. 194.

²³⁰ Art. 3. (a) du règlement 2020/852.

Premièrement, l'activité économique concernée doit apporter une contribution significative²³¹ à un ou plusieurs des objectifs environnementaux énumérés de manière exhaustive par le règlement 2020/852 dans son art. 9 et développés aux art. 10 à 15²³² : l'atténuation du changement climatique, l'adaptation au changement climatique, l'usage durable et la protection de l'eau et des ressources marines, la transition vers une économie circulaire, la prévention et le contrôle de la pollution et la protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes²³³.

Deuxièmement, l'activité concernée ne peut nuire de manière significative²³⁴ à un des objectifs environnementaux prévus par le règlement²³⁵. En d'autres termes, si une activité économique contribue de manière significative à un objectif environnemental, mais nuit de manière significative à un autre de ces objectifs, elle ne peut être qualifiée d'activité durable²³⁶.

Troisièmement, l'activité économique concernée est effectuée en conformité avec les garanties minimales relatives à des considérations sociales et de gouvernance prévues à l'art. 18 du règlement 2020/852²³⁷. Les entreprises doivent donc mettre en place des mesures pour faire application des garanties prévues dans les Principes Directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales, les Principes Directeurs des Nations Unies relatifs aux entreprises et aux droits de l'homme, les droits et principes prévus dans la Déclaration de l'Organisation Internationale du Travail relative aux principes et droits fondamentaux du travail et la Charte internationale des droits de l'homme, à savoir l'interdiction du travail forcé, la liberté d'association, le droit des travailleurs de s'organiser, le droit de négociation collective, l'égalité de rémunération selon les genres, la non-discrimination et l'interdiction du travail des enfants²³⁸. Les mesures qui mettent en place les différentes lignes directrices identifiées *supra* doivent être implémentées en conformité avec le principe de 'ne pas nuire de manière significative' prévu à l'art. 2 du règlement 2019/2088²³⁹.

²³¹ Les art. 10 à 16 du règlement 2020/852 explicitent le degré auquel une activité économique doit contribuer à un ou plusieurs des objectifs environnementaux pour que sa contribution soit considérée comme étant « significative ».

²³² Art. 10 à 15 du règlement 2020/852.

²³³ Art. 3. (a) du règlement 2020/852.

²³⁴ L'art. 17 du règlement 2020/852 explicite le degré auquel une activité économique nuit à un des objectifs environnementaux pour que sa contribution soit considérée comme étant « significative ».

²³⁵ Art. 3. (b) du règlement 2020/852.

²³⁶ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *op. cit.*, p. 195.

²³⁷ Art. 3. (c) du règlement 2020/852.

²³⁸ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *op. cit.*, p. 195.

²³⁹ Art. 2. (17) du règlement 2019/2088.

Malgré ces garanties en matière de justice sociale et de pratiques de bonne gouvernance, le règlement 2020/852 accorde certainement plus d'importance aux objectifs environnementaux qu'aux questions sociales et de gouvernance. Ainsi, l'on peut dire qu'aux termes du règlement 2020/852, « un investissement durable (...) est avant tout un investissement durable sur le plan environnemental »²⁴⁰. Le règlement 2020/852 prévoit en effet le respect des acquis en matière de droits sociaux et de pratiques de bonne gouvernance entérinés dans d'autres actes, sans viser à faire avancer ceux-ci²⁴¹. A cet égard, la définition de l'investissement durable au sens du règlement 2020/852 diffère de la définition de l'investissement durable au sens du règlement 2019/2088²⁴². Pour rappel, la notion d'investissement durable au sens du règlement publication comprend des dimensions sociales et de bonne gouvernance²⁴³.

Enfin, le règlement prévoit l'adoption par la Commission d'actes délégués qui mettent en place des critères de sélection technique pour chacun des objectifs environnementaux énumérés ci-dessus²⁴⁴. La quatrième condition à respecter pour qu'une activité économique soit considérée comme étant durable dans le respect de l'environnement consiste dès lors en la conformité de l'activité en question avec les critères prévus par la Commission dans ses actes délégués²⁴⁵. Ces critères de sélection technique sont des critères qualitatifs et/ou quantitatifs qui identifient d'une part, les manières les plus adéquates de contribuer à l'objectif environnemental en question et d'autre part, les garanties minimales à respecter afin de ne pas nuire de manière significative à un objectif environnemental²⁴⁶. Un premier acte délégué portant sur les objectifs d'adaptation et d'atténuation du changement climatique a été adopté par la Commission le 4 juin 2021 et a été soumis au Parlement européen et au Conseil pour d'éventuelles objections. Un second acte délégué sera publié en 2022 et portera sur les autres objectifs²⁴⁷.

Comme la Commission n'a encore adopté que le premier acte délégué portant sur les filtres techniques liés à l'atténuation du changement climatique et à l'adaptation au changement

²⁴⁰ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *op. cit.*, p. 196.

²⁴¹ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *ibidem*, p. 196.

²⁴² Art. 2. (17) du règlement 2019/2088.

²⁴³ A. DE BACKER, *op. cit.*, p. 197.

²⁴⁴ Art. 10. (3), 11. (3), 12. (2), 13. (2), 14. (2), 15. (2) du règlement 2020/852.

²⁴⁵ Art. 3. (d) du règlement 2020/852.

²⁴⁶ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *op. cit.*, p. 195.

²⁴⁷ « EU taxonomy for sustainable activities », disponible sur https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_fr, *s. d.*, consulté le 20 juillet 2021.

climatique, nous examinons uniquement les critères énumérés ci-dessus en lien avec l'atténuation du changement climatique et l'adaptation au changement climatique.

Sous-section 3. La nuisance significative aux objectifs environnementaux

L'art. 17 du règlement 2020/852 explicite en quoi consiste une nuisance significative pour chacun des six objectifs environnementaux²⁴⁸. Cet art. 17 complète l'art. 3. (b)²⁴⁹ qui prévoit l'interdiction de nuire de manière significative aux objectifs environnementaux prévus par le règlement, l'une des quatre conditions qu'une activité économique doit respecter de manière cumulative afin d'être considérée comme contribuant de manière significative à un de ces six objectifs environnementaux.

En ce qui concerne l'atténuation du changement climatique, une activité économique nuit à cet objectif de manière considérable lorsqu'elle entraîne des émissions significatives de gaz à effet de serre²⁵⁰. Ensuite, une activité économique nuit à l'objectif d'adaptation au changement climatique lorsqu'elle contribue à une augmentation de l'incidence négative du climat présent et futur sur l'activité économique elle-même, les humains, la nature ou des actifs²⁵¹.

L'art. 17 du règlement prévoit en son point 2 que pour évaluer l'impact de l'activité économique selon les critères indiqués *supra*, il faut non seulement prendre en compte l'incidence environnementale de l'activité elle-même, mais aussi l'incidence des produits et des services fournis par l'activité économique concernée, y compris la fabrication, l'usage et la fin de vie des produits et services susmentionnés²⁵².

Sous-section 4. La contribution significative à l'atténuation du changement climatique

Aux termes de l'art. 10, point 1 du règlement 2020/852, une activité économique est considérée comme contribuant de manière significative à l'atténuation du changement climatique si elle permet d'éviter les émissions de gaz à effet de serre, de réduire celles-ci ou d'augmenter les retraits des émissions de gaz à effet de serre, de sorte que cette activité contribue de manière

²⁴⁸ Art. 17 du règlement 2020/852.

²⁴⁹ Art. 3. (b) du règlement 2020/852.

²⁵⁰ Art. 17. 1. (a) du règlement 2020/852.

²⁵¹ Art. 17.1. (b) du règlement 2020/852.

²⁵² Art. 17. 2 du règlement 2020/852.

considérable à « stabiliser les concentrations de gaz à effet de serre dans l’atmosphère à un niveau qui empêche toute ingérence anthropogénique dangereuse du système climatique, en conformité avec les objectifs de température à long-terme prévus dans l’Accord de Paris »²⁵³.

L’atténuation du changement climatique signifie « maintenir l’augmentation de la température moyenne mondiale à moins de 2 °C et poursuivre les efforts pour la limiter à 1,5 °C au-dessus des niveaux préindustriels conformément à l’Accord de Paris »²⁵⁴. Dans son rapport final, le groupe d’experts a établi comme objectif pour l’atténuation du changement climatique zéro émissions de carbone d’ici à 2050 et une réduction de 50% à 55% d’ici à 2030²⁵⁵.

L’art. 10 énumère différentes manières de contribuer de manière significative à l’atténuation du changement climatique, parmi lesquelles : la production, la distribution et le stockage d’énergie renouvelable, l’amélioration de l’efficacité énergétique, la mobilité zéro carbone ou neutre carbone, etc.²⁵⁶.

Le point 2 de l’art. 10 vient tout de même modérer le niveau d’exigence en prévoyant la possibilité pour une activité économique qui ne présente pas d’alternative bas-carbone d’être considérée comme étant conforme au règlement 2020/852 lorsqu’elle soutient la transition vers une économie neutre envers le climat²⁵⁷. Cette activité, qualifiée d’activité de transition (ou activité transitoire), est examinée dans la sous-section 6.

Sous-section 5. La contribution significative à l’adaptation au changement climatique

Conformément à l’art. 11. 1 du règlement 2020/852, une activité économique contribue de manière significative à l’adaptation au changement climatique lorsqu’elle « inclut des mesures d’adaptation qui soit permettent de réduire de manière significative le risque de conséquences négatives du climat - actuel et son évolution estimée – sur cette activité économique, soit permettent de réduire de manière significative ses conséquences négatives, sans pour autant augmenter le risque de conséquences négatives sur les humains, la nature ou des actifs »²⁵⁸. De

²⁵³ Art. 10. 1 du règlement 2020/852.

²⁵⁴ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *op. cit.*, p. 195.

²⁵⁵ TEG, *Taxonomy : Final report ...*, *op. cit.*, p. 19.

²⁵⁶ Art. 10. 1. (a), (b) et (c) du règlement 2020/852.

²⁵⁷ Art. 10.2 du règlement 2020/852.

²⁵⁸ Art. 11. 1. (a) du règlement 2020/852.

manière alternative, une activité économique contribue de manière significative à l'adaptation au changement climatique lorsqu'elle « fournit des solutions d'adaptation qui, en plus de satisfaire aux conditions prévues à l'Article 16, contribuent de manière significative à prévenir ou réduire le risque de conséquences négatives du climat – actuel et son évolution estimée – sur les humains, la nature ou des actifs, sans pour autant augmenter le risque de conséquences négatives sur d'autres humains, nature ou actifs »²⁵⁹.

L'art. 16 (qui sera examiné plus en détail *infra*) prévoit les conditions auxquelles une activité économique, bien que ne pouvant être qualifiée comme contribuant de manière significative à l'un des six objectifs environnementaux du règlement *per se*, se voit attribuer cette qualification lorsqu'elle permet directement à d'autres activités de contribuer de manière significative à l'un ou plusieurs de ces objectifs²⁶⁰.

En son point 2, l'art. 11 du règlement 2020/852 énonce que les mesures d'adaptation permettant soit de réduire de manière considérable le risque d'incidence négative du climat sur une activité économique, soit de réduire de manière considérable cette incidence négative, prévues à l'art.11. 1. (a), sont évaluées par rapport aux modèles climatiques disponibles et doivent au moins empêcher ou réduire « l'incidence négative du changement climatique sur l'activité économique, spécifique au lieu et circonstances »²⁶¹ ou « l'incidence négative potentielle du changement climatique sur l'environnement dans lequel l'activité économique se déroule »²⁶².

L'impact de l'activité économique s'examine donc par rapport à un lieu et à un faisceau de circonstances déterminées²⁶³. En effet, l'adaptation au changement climatique se distingue de l'atténuation du changement climatique en ce que les mesures d'adaptation sont toujours contextuelles. Par conséquent, les critères d'évaluation sont eux aussi qualitatifs. Par exemple, la construction d'un bâtiment résistant aux inondations dépend de sa localisation, tandis que les émissions de gaz à effet de serre ont partout le même impact négatif²⁶⁴.

²⁵⁹ Art. 11. 1. (b) du règlement 2020/852.

²⁶⁰ Art. 16 du règlement 2020/852.

²⁶¹ Art. 11. 2. (a) du règlement 2020/852.

²⁶² Art. 11. 2. (b) du règlement 2020/852.

²⁶³ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *op. cit.*, p. 196.

²⁶⁴ J. HAY, « EU Taxonomy – a mix of soft and strong, clear and vague », disponible sur <https://www.proquest.com/trade-journals/eu-taxonomy-mix-soft-strong-clear-vague/docview.2388657201/se-2?accountid=17215>, 10 mars 2020, p. 3.

Sous-section 6. Les activités de facilitation et les activités de transition

Des activités économiques qui ne contribuent pas de manière significative à un des objectifs environnementaux prévus par le règlement 2020/852 peuvent tout de même être considérées comme étant conformes au règlement si elles rentrent dans la définition d'activité de facilitation (ou activité habilitante) ou d'activité de transition (ou activité transitoire)²⁶⁵.

L'art. 16 du règlement 2020/852 prévoit qu'une activité de facilitation, bien qu'elle ne contribue pas de manière significative à un ou plusieurs des objectifs environnementaux prévus par le règlement, peut être considérée comme permettant de manière directe à d'autres activités économiques de contribuer de manière significative à l'un ou plusieurs de ces objectifs, tout en respectant deux conditions²⁶⁶. Premièrement, l'exercice de cette activité ne peut avoir pour conséquence une situation de blocage dans des actifs qui empêchent la réalisation des objectifs environnementaux à long terme²⁶⁷. Deuxièmement, l'exercice de l'activité doit avoir de manière significative des conséquences environnementales positives, au niveau des cycles de vie²⁶⁸.

Aux termes de l'art. 10. 2 et du considérant 41 du règlement 2020/852, l'activité de transition ne comporte pas d'alternative bas-carbone qui soit faisable au niveau technologique ou économique. Elle peut néanmoins être considérée comme contribuant de manière significative à l'atténuation du changement climatique lorsqu'elle est compatible avec une augmentation de la température moyenne globale limitée à 1,5 °C au-dessus des niveaux préindustriels²⁶⁹.

Trois conditions sont énumérées pour qu'une activité économique puisse être considérée comme contribuant à l'atténuation du changement climatique, bien qu'elle ne remplisse pas le cadre prévu au point 1. Premièrement, les émissions de gaz à effet de serre produites par cette activité doivent correspondre à la meilleure performance dans son industrie²⁷⁰. Deuxièmement, des alternatives bas-carbone ne pourraient être compromises par la continuation de cette

²⁶⁵ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *op. cit.*, p. 197.

²⁶⁶ Art. 16 du règlement 2020/852.

²⁶⁷ Art. 16. (a) du règlement 2020/852.

²⁶⁸ Art. 16. (b) du règlement 2020/852.

²⁶⁹ Art. 10.2 et considérant (41) du règlement 2020/852.

²⁷⁰ Art. 10. 2. (a) du règlement 2020/852.

activité²⁷¹. Enfin, il ne faut pas que la continuation de cette activité implique une situation de blocage dans des actifs avec des émissions importantes²⁷².

Un investissement dans des bâtiments qui ont une très bonne efficacité énergétique, mais ne sont pas encore zéro net carbone, peut être considéré comme un investissement transitoire. En revanche, un investissement dans le transport de gaz ou l'équipement de stockage de gaz ne pourrait être qualifié de transitoire car il est susceptible d'avoir pour conséquence l'extension de l'usage du gaz²⁷³.

Section 5. L'évaluation du règlement 2020/852 par l'UN PRI

L'UN PRI a largement contribué tant au niveau politique, que technique dans l'élaboration du règlement 2020/852²⁷⁴. Afin de contribuer à la mise en place du règlement 2020/852, l'UN PRI a rassemblé en 2019 plus de 40 investisseurs parmi ses signataires - établis au sein de l'UE ou non – afin de partager des recommandations et réfléchir sur leurs expériences à propos de l'implémentation de la taxonomie²⁷⁵.

A l'issue de ce projet, l'UN PRI a publié un rapport comprenant presque 40 études de cas réalisés par des actionnaires et gestionnaires de fonds portant sur différentes catégories d'actifs. Enfin, les investisseurs ayant participé à l'initiative de l'UN PRI²⁷⁶ ont fait des recommandations aux décideurs européens, en vue du développement du règlement 2020/852.

Premièrement, les décideurs devraient s'assurer que les investisseurs ont à leur disposition les données requises pour pouvoir répondre aux exigences de la taxonomie lorsqu'ils doivent déclarer des informations. En ce sens, il faudrait encourager les sociétés à uniformiser les méthodologies utilisées dans leur déclaration d'informations. Afin de s'assurer de la qualité des

²⁷¹ Art. 10. 2. (b) du règlement 2020/852.

²⁷² Art. 10. 2. (c) du règlement 2020/852.

²⁷³ J. HAY, « EU Taxonomy – a mix of soft and strong, clear and vague », disponible sur <https://www.proquest.com/trade-journals/eu-taxonomy-mix-soft-strong-clear-vague/docview.2388657201/se-2?accountid=17215>, 10 mars 2020, p. 3.

²⁷⁴ UN PRI, *Testing the taxonomy. Insights from the PRI Taxonomy Practitioners Group*, disponible sur <https://www.unpri.org/download?ac=11662>, 2021.

²⁷⁵ UN PRI, *Testing the taxonomy ...*, *ibidem*, p. 1.

²⁷⁶ Parmi les participants au projet lancé par UN PRI et ayant fourni des études de cas et de recommandations pour la mise en place et l'évolution du règlement 2020/852 se retrouvent AXA, BlackRock, Crédit Suisse, Morgan Stanley, VidaCaixa Group, etc. Pour une liste complète des participants, v. UN PRI, *Testing the taxonomy ...*, *ibidem*, p. 8 et 9.

données publiées par les sociétés en conformité avec le règlement 2020/852, l'UE devrait inciter les sociétés à faire vérifier leurs déclarations d'informations par des auditeurs²⁷⁷. Selon les investisseurs, les obligations de publier des informations prévues par la directive 2014/95²⁷⁸ devraient s'imposer non seulement aux plus grands acteurs des marchés financiers - principalement des sociétés publiques - mais aussi aux sociétés privées²⁷⁹. De plus, les investisseurs attirent l'attention de l'UE sur la nécessité de rendre plus stricte l'émission d'obligations vertes²⁸⁰. Il serait également opportun de réglementer la déclaration d'informations qualitatives, telles que les garanties minimales qu'une activité économique doit respecter afin d'être considérée comme contribuant de manière significative à l'un des six objectifs environnementaux prévus par le règlement 2020/852, entre autres²⁸¹.

Deuxièmement, les décideurs européens devraient fournir aux investisseurs des orientations pratiques pour la mise en place du règlement 2020/852, ainsi que préciser de manière claire les attentes de autorités de surveillance²⁸². Afin de s'assurer que le règlement est appliqué de manière rigoureuse et uniforme tant sur le marché européen, qu'au-delà, l'UE devrait prévoir des outils, tels que des tableaux de correspondance, qui permettent la prise en compte de standards non-européens²⁸³. Les investisseurs demandent également plus de détails sur les critères d'adaptation au changement climatique qui seraient difficilement interprétables en raison de leur dimension plus qualitative²⁸⁴. Les investisseurs font également remarquer qu'étant donné le caractère rapproché de la première échéance prévue par le règlement 2020/852, il est fort probable que les données nécessaires pour répondre aux exigences du règlement ne soient pas disponibles. Si tel est le cas, les investisseurs espèrent pouvoir communiquer cela aux autorités de surveillance²⁸⁵. Enfin, les investisseurs réclament une meilleure harmonisation du règlement 2020/852 avec d'autres obligations applicables aux acteurs financiers, telles que les obligations en matière de marketing des produits financiers, ou

²⁷⁷ UN PRI, *Testing the taxonomy ...*, *op. cit.*, p. 19.

²⁷⁸ Directive 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes, *J.O.U.E.*, L330/1, 15 novembre 2014.

²⁷⁹ UN PRI, *Testing the taxonomy ...*, *op. cit.*, p. 19.

²⁸⁰ UN PRI, *Testing the taxonomy ...*, *ibidem*, p. 19.

²⁸¹ Art. 18 du règlement 2020/852.

²⁸² UN PRI, *Testing the taxonomy ...*, *op. cit.*, p. 20.

²⁸³ UN PRI, *Testing the taxonomy ...*, *ibidem*, p. 20.

²⁸⁴ UN PRI, *Testing the taxonomy ...*, *ibidem*, p. 20.

²⁸⁵ UN PRI, *Testing the taxonomy ...*, *ibidem*, p. 20.

les obligations prévues par le futur règlement relatif à la déclaration d'informations liées à la durabilité dans le secteur des services financiers²⁸⁶.

Troisièmement, les investisseurs participant à l'étude de l'UN PRI expriment des espoirs de voir le règlement 2020/852 se développer dans le futur. Il est conseillé de simplifier la manière de présenter les différents critères, de développer certains critères pour assurer plus de certitude et de sécurité, ainsi que de renoncer aux critères impliquant des considérations subjectives ou, alternativement, fournir plus d'indications pour les évaluer²⁸⁷. Les investisseurs conseillent également d'étendre le champ d'application du règlement 2020/852 afin de couvrir le plus de secteurs possible. Ils souhaiteraient retrouver plus d'activités qui, bien que ne contribuant pas de manière significative à l'un des six objectifs environnementaux prévus par le règlement, elles rendent possibles de manière directe les activités qui y contribuent²⁸⁸. Les décideurs européens devraient déclarer les secteurs qu'ils n'ont expressément pas repris dans le règlement et qui constitueraient des activités engendrant toujours une nuisance significative. De plus, les investisseurs trouveraient opportun d'obtenir des clarifications sur l'impact des activités économiques 'neutres' qui, sans contribuer de manière significative à l'un des six objectifs environnementaux prévus par le règlement, n'y nuisent de manière significative non plus²⁸⁹. Enfin, les décideurs européens devraient continuer à réglementer les activités considérées comme étant en conformité avec le règlement 2020/852 à travers la réglementation sectorielle²⁹⁰.

Chapitre IX. L'évaluation du règlement 2020/852 en tant que vecteur de la transition climatique européenne

Après avoir esquissé les contours du concept de considérations ESG ainsi que la manière dont ce concept a été développé par les acteurs du secteur privé, avec le support des organisations internationales, et après avoir présenté le cadre réglementaire que l'UE a mis en place en vue de réguler les flux financiers dans le cadre de la transition climatique, il convient d'évaluer l'adéquation du règlement 2020/852 au rôle majeur que l'UE lui a attribué dans sa stratégie environnementale. Dans un premier temps, nous relevons les points forts du règlement

²⁸⁶ UN PRI, *Testing the taxonomy ...*, *op. cit.*, p. 21.

²⁸⁷ UN PRI, *Testing the taxonomy ...*, *ibidem*, p. 21.

²⁸⁸ UN PRI, *Testing the taxonomy ...*, *ibidem*, p. 21.

²⁸⁹ UN PRI, *Testing the taxonomy ...*, *ibidem*, p. 21.

²⁹⁰ UN PRI, *Testing the taxonomy ...*, *ibidem*, p. 21.

taxonomie (Section 1). Ensuite, nous examinons les points faibles du règlement et proposons des solutions (Section 2).

Section 1. Les points forts du règlement 2020/852

Le règlement 2020/852 présente trois points forts : le règlement met l'accent sur l'impact de l'investissement sur l'environnement plutôt que sur le risque auquel le changement climatique expose l'investissement ; la voie adoptée par l'UE a été celle de la réglementation par des normes juridiquement contraignantes ; le règlement harmonise le processus de détermination d'une activité économique durable sur le plan environnemental, adressant ainsi le phénomène de *greenwashing*.

Premièrement, en fournissant une manière harmonisée de déterminer si une activité économique est durable sur le plan environnemental, le règlement 2020/852 enjoint les investisseurs à évaluer et à intégrer l'incidence de leur investissement sur l'environnement. L'investissement durable sur le plan environnemental tel que réglementé par la taxonomie s'inscrit dans l'étape la plus avancée de l'évolution des considérations ESG, se rapprochant du concept d'investissement à impact durable développé par l'UN PRI dans son rapport de 2021. En effet, de manière similaire à l'investissement à impact durable, l'investissement durable sur le plan environnemental élaboré à l'échelle européenne implique la volonté de l'investisseur de contribuer de manière positive à la lutte contre le changement climatique. L'investissement durable au sens européen va donc au-delà d'une conception des considérations ESG comme un risque pour l'investissement. Il faut tout de même noter que le règlement ne prévoit qu'une liste des activités durables, ce qui fait que cette évaluation de l'impact de son investissement sur l'environnement n'est pas généralisée à tous les investissements – les investissements neutres ou nuisibles sur le plan environnemental.

Deuxièmement, l'UE met en œuvre sa politique en matière de finance durable par la réglementation, en adoptant les trois règlements que nous examinons (règlement 2019/2088 et règlement 2020/852) ou évoquons (règlement 2019/2089) dans ce travail. Les obligations prévues dans les règlements européens sont juridiquement contraignantes pour leurs destinataires, contrairement à d'autres dispositions en matière d'ESG qui sont contenues dans des sources de *soft law*. A ce sujet, Axel De Backer souligne que de nombreuses initiatives en matière de finance durable ont vu le jour dans le secteur financier lui-même et remet en question

le degré auquel les normes contenues dans les règlements européens représentent une « révolution » dans la réglementation du secteur financier²⁹¹. Il est indiscutable que les organisations internationales telles que l'UN PRI ont pour objectif l'avancement de l'intégration des considérations ESG dans le processus d'investissement. Néanmoins, les signataires de l'UN PRI – les volontaires qui se soumettent aux principes d'investissement responsable - ne sont pas tenus juridiquement par leurs engagements et peuvent avoir des intérêts divergents. Si BlackRock, l'un des signataires de l'UN PRI, est un investisseur responsable reste encore à être prouvé²⁹². De plus, si les initiatives non-contraignantes en matière de finance durable développées par le secteur financier avaient fonctionné, on ne se retrouverait pas dans la situation alarmante décrite par le GIEC lors de son sixième rapport publié en août 2021²⁹³.

Enfin, le règlement taxonomie propose une méthodologie harmonisée qui permette de déterminer ce que constitue une activité économique durable sur le plan environnemental, méthodologie qui a été basée sur certaines des recommandations d'un groupe d'experts. Cette méthodologie a été conçue de manière à lutter contre le phénomène de *greenwashing*, un obstacle majeur à l'efficacité de toute initiative en finance durable. En effet, le financement durable est trop souvent instrumentalisé par les grandes entités financières à des fins publicitaires. En absence d'une réglementation adéquate, au lieu de changer de modèle de business pour contribuer de manière véritable au changement climatique, de nombreux acteurs des marchés financiers prétendant être des champions 'verts' continuent leur *business as usual* au détriment de nous tous²⁹⁴. Si l'application de la méthodologie harmonisée fournie par l'UE dans le règlement taxonomie est vérifiée par des auditeurs externes afin de s'assurer que tous les acteurs concernés respectent les différents critères énoncés, la taxonomie constituera une avancée considérable dans l'éradication du *greenwashing*.

²⁹¹ A. DE BACKER, *op. cit.*, p. 62.

²⁹² « One year on : BlackRock still addicted to fossil fuels », disponible sur <https://reclaimfinance.org/site/en/2021/01/12/one-year-on-blackrock-still-addicted-fossil-fuels/>, 12 janvier 2021.

²⁹³ GIEC, *Climate Change 2021 – The Physical Science Basis. Summary for Policymakers*, disponible sur https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg1/downloads/report/IPCC_AR6_WGI_SPM.pdf, août 2021.

²⁹⁴ L. ESPOSITO, G. MASTROMATTEO et A. MOLOCCHI, « Extending 'environment-risk weighted assets' : EU taxonomy and banking supervision », *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 2020, p. 2.

Section 2. Les points faibles du règlement 2020/852

Après avoir identifié les points forts du règlement taxonomie, nous examinons ses points faibles, ainsi que des solutions à ces failles. Le problème majeur du règlement taxonomie est la logique qui le sous-tend, à savoir l'efficacité des marchés lorsque les acteurs sont informés. La solution que nous proposons est la réglementation financière au-delà de la transparence et de la publication d'information. Ensuite, pour que le règlement taxonomie soit un réel vecteur de la transition climatique et un point d'appui pour la solution précédente, il doit également proposer une méthodologie harmonisée permettant de déterminer les activités économiques qui sont nuisibles sur le plan environnemental.

Sous-section 1. La logique du marché informé et efficient

L'exposé de l'évolution des considérations ESG et de la relation avec les obligations fiduciaires, à travers maints rapports mandatés par des organisations internationales en partenariat avec le secteur financier, laisse entrevoir le défaut intrinsèque de toutes ces initiatives entreprises en vue de rendre la finance durable. Elles ont été développées par les acteurs des marchés financiers, pour les acteurs des marchés financiers et leur succès dépend de la volonté des acteurs des marchés financiers.

Bien que les acteurs des marchés financiers semblent prendre conscience du rôle que doit jouer la finance dans la transition vers une économie bas-carbone, leurs stratégies restent modelées par une vision à court terme, sans intégrer la dimension systémique du changement climatique²⁹⁵. La métaphore de la « tragédie des horizons »²⁹⁶ met en évidence le fait que les agents économiques ne se sentent pas concernés par les conséquences futures de leurs activités²⁹⁷. Les marchés financiers sont caractérisés par le court terme²⁹⁸. Pour Ivar Ekeland, il est indubitable que les marchés – financiers ou non – n'intègrent pas le concept de limites planétaires et donc franchiront celles-ci²⁹⁹.

²⁹⁵ L. CLERC, « Prise de conscience du risque climatique et de sa dimension systémique », *Annales des mines – Responsabilité et environnement*, n°102, 2021, p. 7.

²⁹⁶ M. CARNEY, *Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability*, disponible sur <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability>, 29 septembre 2015.

²⁹⁷ L. CLERC, *op. cit.*, p. 6.

²⁹⁸ A. GRANDJEAN, *op. cit.*, p. 353.

²⁹⁹ I. EKELAND, « La finance à l'heure des limites planétaires », *Annales des Mines – Responsabilité et environnement*, n°102, 2021, p. 5.

Ce qui permet de penser que l'investisseur, guidé par un rendement financier à court terme, prendrait en compte un risque à long terme est l'image de l'investisseur en tant qu'agent économique rationnel, informé et efficient. Selon la conception prédominante en économie, les marchés sont efficients lorsqu'ils disposent de l'information nécessaire. Daniel Kahneman démonte ce dogme par l'intermédiaire de la psychologie. Il démontre que l'*homo œconomicus* est en réalité un individu guidé par deux niveaux de pensée. Le système 1 fournit les sentiments et les impressions aux fondements des décisions que nous pensons prendre de manière délibérée dans le système 2, avec lequel nous nous identifions³⁰⁰. Notamment en ce qui concerne les investisseurs professionnels, Kahneman affirme qu'ils se trouvent sous « l'illusion de la compétence de savoir choisir des actions »³⁰¹ : le succès de leurs portefeuilles dépend plus du hasard que de la compétence, mais ils sont persuadés du contraire³⁰².

La faille fondamentale du règlement taxonomie et du cadre réglementaire européen en matière de finance durable est la logique du marché informé et efficient qui les sous-tend. La voie de la transparence poursuivie par l'UE est basée sur la croyance que les investisseurs informés préféreront les investissements durables. Le règlement 2020/852 n'impose aux acteurs des marchés financiers ni d'investir dans des activités économiques durables, ni même un pourcentage minimum d'investissement dans des activités durables pour qu'un produit financier soit qualifié de durable³⁰³. L'UE espère qu'une fois la transparence sur le caractère durable d'un investissement renforcée, les investisseurs apprécieront tant le caractère durable de l'investissement, que sa performance financière³⁰⁴.

Des membres du TEG partagent cette confiance en la volonté et la capacité du marché financier de contribuer à la réalisation des objectifs environnementaux, une fois informés des problématiques en jeu. Selon Sean Kidney, membre du TEG, « la Taxonomie offre des opportunités énormes pour les investisseurs institutionnels de soutenir les secteurs bas en carbone, les activités de transition et la décarbonisation »³⁰⁵. A son tour, Nathan Fabian, chef responsable des investissements chez l'UN PRI et rapporteur du Groupe Taxonomie dans le

³⁰⁰ D. KAHNEMAN, *Thinking, Fast and Slow*, London, Penguin Books, 2012, p. 21.

³⁰¹ D. KAHNEMAN, *ibidem*, p. 212.

³⁰² D. KAHNEMAN, *ibidem*, p. 215.

³⁰³ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *op. cit.*, p. 200.

³⁰⁴ V. MARQUETTE et S. DELWAIDE, *ibidem*, p. 204.

³⁰⁵ J. HAY, *op. cit.*, p. 1.

TEG, déclare que grâce à la taxonomie, « les investisseurs comprendront qu'ils ont des empreintes environnementales énormes qui sont différentes des empreintes environnementales qu'ils devraient avoir. Ils commenceront à comprendre à quel point la transition économique qui doit arriver sera considérable. »³⁰⁶.

Alain Grandjean résume sa critique de cette logique de marché informé et efficient appliquée à la finance durable comme « la devise illusoire de la finance durable »³⁰⁷. Afin d'assurer l'affectation des flux financiers au financement des activités durables sur le plan environnementales, l'UE doit orienter une partie des investissements vers les activités durables identifiées grâce au règlement taxonomie par la réglementation. Le mouvement d'investissement dans des activités durables devra être accompagné par un mouvement de désinvestissement des activités nuisibles sur le plan environnemental.

Sous-section 2. L'absence de liste d'activités économiques nuisibles sur le plan environnemental

Le deuxième point faible du règlement taxonomie européenne est de ne pas avoir dressé de liste d'activités économiques qui sont nuisibles sur le plan environnemental, notamment l'industrie des combustibles fossiles. De plus, nous avons démontré qu'en ce qui concerne les activités durables sur le plan environnemental, une approche basée sur l'information des investisseurs n'est pas adéquate pour l'objectif de canaliser les flux financiers nécessaires vers la réalisation des objectifs environnementaux. Il est dès lors nécessaire de réglementer les activités des investisseurs au-delà des obligations de transparence et de publication d'informations. Au vu de l'urgence de réduire de manière drastique nos émissions de CO₂, une seule option se présente : réglementer le désinvestissement de l'industrie des énergies fossiles et orienter ces investissements vers les sources d'énergie renouvelable.

Il est illusoire de penser que les acteurs des marchés financiers redirigeront les flux financiers avec la rigueur et la célérité qui sont nécessaires. Dans les faits, au-delà de la publicité, l'absence d'action est générale au sein des marchés financiers³⁰⁸. Les 60 banques les plus puissantes au monde ont continué à soutenir le secteur des énergies fossiles en fournissant des

³⁰⁶ J. HAY, *op. cit.*, p. 5.

³⁰⁷ A. GRANDJEAN, *op. cit.*, p. 352.

³⁰⁸ A. GRANDJEAN, *ibidem*, p. 353.

financements en valeur de plus de \$3,8 trillions dans les quatre années suivant l'adoption de l'Accord de Paris³⁰⁹. Le cinquième rapport du GIEC avertit que les compagnies de combustibles fossiles détiennent des réserves qui, si elles brûlent, résulteront en une quantité d'émissions de gaz à effet de serre quatre fois plus grande que le niveau au-delà duquel l'augmentation de la température moyenne dépassera 1,5 °C³¹⁰, ce qui provoquera des dérèglements climatiques en cascade³¹¹. Le principe de précaution exige que ces réserves restent intouchées³¹². Selon Stephen Heintz, CEO de The Rockefeller Brothers Fund, essayer d'influencer les grandes compagnies de combustibles fossiles via l'actionnariat actif a montré ses limites. C'est pour cela que la seule option reste le désinvestissement des énergies fossiles et l'investissement dans de nouvelles sources d'énergie renouvelable³¹³.

Certains évoquent le concept d'actifs échoués en référence aux ressources de pétrole et de gaz qui n'ont pas encore été extraites mais qui figurent comme des actifs dans les comptes des sociétés, et le risque que ces actifs deviennent sérieusement dévalorisés en cours de transition climatique³¹⁴. Michel Lepetit fait remarquer que l'application du concept d'actifs ensablés au secteur de production d'énergie est trompeuse car l'énergie n'est pas juste une matière première parmi d'autres³¹⁵. Selon Lepetit, désinvestir de l'industrie des énergies fossiles n'aura pas l'effet escompté tant que le Traité sur la charte de l'énergie (ci-après **TCE**)³¹⁶ prévoit la protection des investissements dans le secteur énergétique, sous risque d'arbitrages internationaux. Le plan allemand de sortie du charbon illustre la difficulté de s'affranchir des obligations en vertu de ce traité. En effet, le plan prévoit des indemnités substantielles des investisseurs dans le secteur du charbon³¹⁷. La menace des arbitrages internationaux en vertu

³⁰⁹ BankTrack, *Banking on Climate Chaos – Fossil Fuel Finance Report 2021*, disponible sur <https://www.ran.org/wp-content/uploads/2021/03/Banking-on-Climate-Chaos-2021.pdf>, mars 2021, p. 5.

³¹⁰ GIEC, *Rapport spécial du GIEC sur les conséquences d'un réchauffement planétaire de 1,5 °C par rapport aux niveaux préindustriels et les trajectoires associées d'émissions mondiales de gaz à effet de serre, dans le contexte du renforcement de la parade mondiale au changement climatique, du développement durable et de la lutte contre la pauvreté. Résumé à l'intention des décideurs*, disponible sur https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/sites/2/2019/09/IPCC-Special-Report-1.5-SPM_fr.pdf, 2018.

³¹¹ W. STEFFEN *et al.*, « Trajectories of the Earth System in the Anthropocene », *Proceedings of the National Academy of Sciences*, vol. 115(33), 2018, p. 8254.

³¹² C. HENRY, « Capitalism and the curse of external effects », *Standing up for a sustainable world : voices of change*, C. Henry, J. Rockstrom et N. Stern (dir.), Northampton, Edward Elgar Publishing, 2020, p. 25.

³¹³ S. B. HEINTZ, « The case for fossil fuel divestment », *Standing up for a sustainable world : voices of change*, C. Henry, J. Rockstrom et N. Stern (dir.), Northampton, Edward Elgar Publishing, 2020, p. 341.

³¹⁴ M. LEPETIT, « Risques de transition, énergie et actifs échoués », *Annales des mines – Responsabilité et environnement*, n°102, 2021, p. 19.

³¹⁵ M. LEPETIT, *ibidem*, p. 19.

³¹⁶ Traité sur la Charte de l'énergie, conclu à Lisbonne le 17 décembre 1994, *R.T.N.U.*, 1999, vol. 2080, p. 95.

³¹⁷ F. SIMON, « Brussels opens in-depth investigation into Germany's coal phase-out plan », disponible sur <https://www.euractiv.com/section/energy/news/brussels-opens-in-depth-investigation-into-germanys-coal-phase-out-plan/>, 2 mars 2021.

du TCE pèse telle une épée de Damoclès au-dessus des signataires de ce traité, dont l'UE. La menace du dérèglement irrémédiable du climat, avec des conséquences désastreuses pour nos cadres de vie et nos économies, est par contre en train de se déployer devant nos yeux. Le sixième rapport du GIEC est concluant : nous devons réduire les émissions de gaz à effet de serre de manière drastique et immédiate pour rester en-dessous d'une augmentation de la température globale annuelle de 1,5 °C ou 2 °C au-delà des niveaux préindustriels. Une solution qui permette aux Etats de régler leur sortie des combustibles fossiles est de modifier le TCE afin d'intégrer des dispositions spécifiques relatives au changement climatique. La modification du traité requérant l'unanimité, le processus risque de s'avérer particulièrement long, voire impossible³¹⁸.

La réduction drastique des émissions de CO₂ ne peut plus attendre. Si l'UE veut que la finance puisse jouer le rôle qu'elle lui a assigné dans le cadre de la transition climatique, elle ne doit pas tarder d'une part, de dresser une liste des activités économiques qui sont nuisibles sur le plan environnemental et d'autre part, de réglementer l'attitude des investisseurs tant envers les activités durables, qu'envers les activités nuisibles sur le plan environnemental³¹⁹. L'investissement peut constituer « le pont entre un présent non-durable et un futur durable »³²⁰. Cependant, la finance à elle seule ne suffira pas pour résoudre le changement climatique - il lui faut des « objectifs clairs et de garde-fous, que seule la réglementation et, dans une certaine mesure, l'opinion publique peuvent lui donner »³²¹.

Conclusion

Ce travail a tenté de répondre à la question de savoir si le règlement 2020/852 relatif à l'établissement d'un cadre réglementaire visant à favoriser les investissements durables³²² (ci-après **règlement 2020/852** ou **règlement taxonomie**) peut constituer de manière véritable un vecteur de la transition climatique, en conformité avec le rôle assigné par la Commission européenne à la finance durable dans son Pacte vert pour l'Europe.

³¹⁸ E. CIMA, « Retooling the Energy Charter Treaty for climate change mitigation: lessons from investment law and arbitration », *Journal of World Energy Law and Business*, 2021.

³¹⁹ L. ESPOSITO, G. MASTROMATTEO et A. MOLOCCHI, *op. cit.*, p. 15.

³²⁰ N. ROBINS, « The emergence of sustainable investing », *Sustainable investing – The art of long-term performance*, C. Krosinski et N. Robins (dir.), Abingdon, Routledge, 2008, p. 4.

³²¹ I. EKELAND, *op. cit.*, p. 5.

³²² 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, *J.O.U.E.*, L198/13, 22 juin 2020.

Dans un premier temps, nous avons mis cette question dans son contexte. La crise du coronavirus, ainsi que les phénomènes climatiques extrêmes de cette année sont des manifestations du changement climatique qui est en train de se dérouler sous nos yeux. Le sixième rapport du GIEC avertit que pour maintenir l'augmentation de la température moyenne globale en-dessous de 1,5 °C ou 2 °C au-delà des niveaux préindustriels, nous devons diminuer de manière drastique et immédiate nos émissions de CO₂. Le droit international avance moins rapidement que le changement climatique. Elaboré à partir des années 1970, le concept de développement durable a connu une intégration grandissante dans les sources de droit internationales et notamment en 2015, avec l'adoption des objectifs de développement durable (ci-après **ODD**) et de l'Accord de Paris. L'Initiative financière du Programme des Nations Unies pour l'environnement (ci-après **UNEP FI**) a commencé à expliciter les devoirs de durabilité qui s'imposaient aux entreprises. L'application du concept de développement durable à la finance a donné naissance au concept de finance durable. Tant les Nations Unies, que l'Union européenne ont réalisé que la finance durable allait devoir jouer un rôle essentiel en vue de la réalisation des ODD et des engagements pris en vertu de l'Accord de Paris. Au niveau des entreprises, la théorie selon laquelle la société ne peut poursuivre d'autres buts que la performance financière est en train d'évoluer vers une conception plus large des buts sociaux. Au niveau du secteur financier, des acteurs des marchés financiers se dotent de principes d'investissement responsable, sous l'égide des Nations Unies.

Dans un second temps, nous avons examiné le concept de considérations environnementales, sociales et de gouvernance (ci-après **ESG**). Ce terme *sensu stricto* renvoie à un type d'investissement qui poursuit un rendement financier au taux du marché, tout en privilégiant les actifs qui ont une performance positive en matière d'environnement, droits sociaux et bonne gouvernance. Les considérations ESG se distinguent d'autres types présentant une dimension sociale, tels que l'investissement socialement responsable, l'investissement d'impact et l'investissement à mission, de par son objectif financier principal. La poursuite du rendement financier au taux du marché, tout en privilégiant une bonne performance ESG des actifs, rapprochent les considérations ESG des principes d'investissement responsables élaborés par les Principes d'investissement responsable sous l'égide des Nations Unies (ci-après **UN PRI**). Les considérations ESG ne font pas l'unanimité car les méthodologies d'évaluation et de déclaration présentent des limites, et ce notamment en ce qui concerne le changement climatique. Malgré ces difficultés, les études semblent indiquer que le portefeuille ayant intégré les considérations ESG n'a pas automatiquement une performance financière moindre qu'un

portefeuille traditionnel. De plus, il semble que si le portefeuille intègre des considérations ESG à long terme, ce portefeuille obtient un meilleur rendement financier qu'un portefeuille traditionnel. Il existe plusieurs types d'approches des investisseurs par rapport aux considérations ESG, en fonction du degré auxquels ils pensent que les considérations ESG peuvent avoir une incidence considérable sur la performance financière du portefeuille. De même, il existe plusieurs modalités d'intégration des considérations ESG dans la prise de décision d'investissement. Ensuite, comme les obligations fiduciaires ont pour objectif d'encadrer la marge de manœuvre de l'investisseur par rapport au bénéficiaire, nous avons examiné l'évolution de la relation entre les obligations fiduciaires et l'intégration des considérations ESG, documentée dans différents rapports réalisés à l'initiative de l'UNEP FI et de l'UN PRI.

Dans un troisième temps, nous avons analysé le cadre réglementaire européen en matière de finance, qui comprend trois règlements principaux : le règlement 2019/2088³²³ (ci-après règlement **2019/2088**), le règlement 2019/2089³²⁴ (ci-après règlement **2019/2089**) et le règlement 2020/852³²⁵ (ci-après règlement **2020/852**). Après avoir brièvement présenté le règlement 2019/2088 qui est étroitement lié au règlement 2020/852, nous nous sommes penchés sur l'examen du règlement 2020/852. L'adoption du règlement 2020/852 se justifie par la volonté de l'Union européenne de fournir une méthodologie harmonisée permettant de déterminer si une activité économique est durable sur le plan environnemental, en vue de répondre au phénomène de *greenwashing* et d'augmenter la sécurité juridique relative à la preuve d'un investissement durable pour les investisseurs. Nous avons exposé le champ d'application du règlement, les obligations incombant aux acteurs des marchés financiers et aux entités d'intérêt public, avant de présenter la méthodologie d'identification d'une activité durable sur le plan environnemental. En plus des activités durables sur le plan environnemental, une activité économique peut être considérée comme étant conforme avec le règlement 2020/852 si elle est identifiée comme activité de facilitation ou activité de transition. Ensuite, nous avons présenté une évaluation du règlement 2020/852 réalisée par l'UN PRI et des acteurs majeurs du

³²³ 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, *J.O.U.E.*, L317/1, 9 décembre 2019.

³²⁴ Règlement (UE) 2019/2089 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant le règlement (UE) 2016/1011 en ce qui concerne les indices de référence « transition climatique » de l'Union, les indices de référence « accord de Paris » de l'Union et la publication d'informations en matière de durabilité pour les indices de référence, *J.O.U.E.*, L317/17, 9 décembre 2019.

³²⁵ 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, *J.O.U.E.*, L198/13, 22 juin 2020.

monde financier. Enfin, nous avons procédé à une évaluation du règlement 2020/852 par rapport au but que lui a assigné la Commission, à savoir l'affectation des flux financiers à la réalisation des ODD et des engagements pris en vertu de l'Accord de Paris. Les points forts du règlement 2020/852 consistent en l'accent mis sur l'impact de l'investissement sur l'environnement plutôt que sur le risque auquel le changement climatique expose l'investissement ; la réglementation par des normes juridiquement contraignantes et l'harmonisation de la méthodologie permettant de déterminer si une activité économique est durable sur le plan environnemental. Le règlement 2020/852 ne constitue pas un véritable vecteur de la transition climatique, tout comme les autres formes d'investissement à dimension sociale que nous avons examinées *supra*, car il présente un défaut fondamental : le règlement 2020/852 est basée sur la logique du marché informé et efficient. Nous avons suggéré de réglementer le comportement des investisseurs par rapport aux activités durables et nuisibles sur le plan environnemental, plutôt que de se limiter à des obligations de transparence et de publication d'informations. En ce sens, le règlement 2020/852 devrait également fournir une méthodologie harmonisée afin de déterminer si une activité est nuisible sur le plan environnemental. La nécessité de réduire nos émissions de CO₂ de manière drastique et immédiate renvoie à une seule option : le désinvestissement de l'industrie des combustibles fossiles et l'investissement dans des sources d'énergie renouvelable.

Nicholas Stern avertit que le changement climatique est la plus grande défaillance de marché que le monde ait connue³²⁶. Si le changement climatique est l'œuvre du marché et de ses agents soi-disant rationnels et indépendants, pourquoi l'Union européenne leur confierait-elle le rôle de la résolution de la crise ? En matière environnementale, l'Union européenne ressemble à un metteur en scène qui assigne des rôles à ces acteurs préférés, toujours les mêmes et sans audition. Elle distribue un scénario interminable et complexe, pour ensuite donner son feu vert à l'improvisation. Et si cette mise en scène de la transition climatique était plus qu'une simple métaphore ... ?

³²⁶ N. STERN, *The Economics of Climate Change – The Stern Review*, Cambridge, Cambridge University Press, 2007, p. 1.

Bibliographie

❖ Législation interne

C.S.A., art. 1:1.

C. soc., art. 1^{er}, al. 1^{er} ancien.

❖ Législation internationale

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, *J.O.U.E.*, L198/13, 22 juin 2020.

Règlement (UE) 2019/2089 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant le règlement (UE) 2016/1011 en ce qui concerne les indices de référence « transition climatique » de l'Union, les indices de référence « accord de Paris » de l'Union et la publication d'informations en matière de durabilité pour les indices de référence, *J.O.U.E.*, L317/17, 9 décembre 2019.

Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *J.O.U.E.*, L317/1, 9 décembre 2019.

Directive 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes, *J.O.U.E.*, L330/1, 15 novembre 2014.

Directive 2013/34 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises, modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, *J.O.U.E.*, L182/19, 29 juin 2013.

Traité sur la Charte de l'énergie, conclu à Lisbonne le 17 décembre 1994, *R.T.N.U.*, 1999, vol. 2080, p. 95.

Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques, adoptée à New York le 9 mai 1992, *R.T.N.U.*, 1994, vol. 1771, p. 107.

Convention sur la diversité biologique, adoptée à Rio de Janeiro le 5 juin 1992, *R.T.N.U.*, 1993, vol. 1760, p. 79.

Résolution de l'Assemblée générale, A/RES/70/1 (2015), 25 septembre 2015.

Déclaration de Rio sur l'environnement et le développement, adoptée à Rio de Janeiro le 14 juin 1992, disponible sur [https://undocs.org/pdf?symbol=fr/A/CONF.151/26/Rev.1\(vol.I\)](https://undocs.org/pdf?symbol=fr/A/CONF.151/26/Rev.1(vol.I)).

Déclaration de la Conférence des Nations Unies sur l'Environnement, adoptée à Stockholm le 16 juin 1972, disponible sur <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/N73/039/05/PDF/N7303905.pdf?OpenElement>.

Accord de Paris, adopté à Paris le 12 décembre 2015, disponible sur <https://treaties.un.org/Pages/showDetails.aspx?objid=0800000280458f37&clang= fr>.

- **Divers**

Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions Empty – Stratégie pour le financement de la transition vers une économie durable, COM(2021) 390 final, 6 juillet 2021.

Communication de la Commission – Le pacte vert pour l'Europe, COM(2019) 640 final, 11 décembre 2019.

Communication de la Commission – Lignes directrices sur l'information non financière : Supplément relatif aux informations en rapport avec le climat, *J.O.U.E.*, C209, 20 juin 2019.

Communication de la Commission – Plan d’action : financer la croissance durable, COM (2018) 97 final, 8 mars 2018.

Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions – Prochaines étapes pour un avenir européen durable et action européenne en faveur de la durabilité, COM(2016) 739 final, 22 novembre 2016.

GIEC, *Climate Change 2021 – The Physical Science Basis. Summary for Policymakers*, disponible sur https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg1/downloads/report/IPCC_AR6_WGI_SPM.pdf, août 2021.

GIEC, *Rapport spécial du GIEC sur les conséquences d’un réchauffement planétaire de 1,5 °C par rapport aux niveaux préindustriels et les trajectoires associées d’émissions mondiales de gaz à effet de serre, dans le contexte du renforcement de la parade mondiale au changement climatique, du développement durable et de la lutte contre la pauvreté. Résumé à l’intention des décideurs*, disponible sur https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/sites/2/2019/09/IPCC-Special-Report-1.5-SPM_fr.pdf, 2018.

Report of the World Commission on Environmental Development : *Our Common Future*, 1987, disponible sur <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>.

TEG, *Taxonomy : Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance* , disponible sur https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf, mars 2020.

TEG, *Taxonomy report : Technical annex* , disponible sur https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy-annexes_en.pdf, mars 2020.

❖ Doctrine

CIMA, E., « Retooling the Energy Charter Treaty for climate change mitigation: lessons from investment law and arbitration », *Journal of World Energy Law and Business*, 2021, p. 75 à 87.

CLERC, L., « Prise de conscience du risque climatique et de sa dimension systémique », *Annales des mines – Responsabilité et environnement*, n°102, 2021, p. 6 à 9.

CRUTZEN, P. et STOERMER, E., « The ‘Anthropocene’ », *Global Change NewsLetter*, mai 2000, p. 17 et 18.

DE BACKER, A., « Disclosure and Taxonomy Regulation », *Forum Financier / Droit bancaire et financier*, 2020, p. 59 à 67.

EBERIUS, R. et RADOCH, M., « European ESG Regulations », *JurisNews Investment Management*, 2020, p. 157 à 160.

EKELAND, I., « La finance à l’heure des limites planétaires », *Annales des Mines – Responsabilité et environnement*, n°102, 2021, p. 3 à 5.

ESPOSITO, L., MASTROMATTEO, G. et MOLOCCHI, A., « Extending ‘environment-risk weighted assets’ : EU taxonomy and banking supervision », *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 2020, p. 1 à 19.

FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *A legal framework for impact*, disponible sur <https://www.unepfi.org/legal-framework-for-impact/>, 2021.

FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *A legal framework for the intergration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, disponible sur <https://www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf>, 2005.

FRIEDMAN, M., « A Friedman doctrine – The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits », *The New York Times*, disponible sur

<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>, 13 septembre 1970.

GOLLIER, J.-M., « Durabilité, climat et informations non financières des entreprises d'assurance », *Bull. Ass.*, 2020, p. 201 à 234.

GRANDJEAN, A., « How can finance be used to combat climate change ? », *Standing up for a sustainable world : voices of change*, C. Henry, J. Rockstrom et N. Stern (dir.), Northampton, Edward Elgar Publishing, 2020, p. 351 à 359.

HENRY, C., « Capitalism and the curse of external effects », *Standing up for a sustainable world : voices of change*, C. Henry, J. Rockstrom et N. Stern (dir.), Northampton, Edward Elgar Publishing, 2020, p. 24 à 26.

HEINTZ, S. B., « The case for fossil fuel divestment », *Standing up for a sustainable world : voices of change*, C. Henry, J. Rockstrom et N. Stern (dir.), Northampton, Edward Elgar Publishing, 2020, p. 341 à 350.

HILL, J., *Environmental, Social and Governance (ESG) Investing. A Balanced Analysis of the Theory and Practice of a Sustainable Portfolio*, San Diego, Elsevier Science & Technology, 2020.

JENSEN, M. C. et MECKLING, W. H., « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 305 à 360.

KAHNEMAN, D., *Thinking, Fast and Slow*, London, Penguin Books, 2012.

LEINS, S., « 'Responsible investment' : ESG and the post-crisis ethical order », *Economy and Society*, n° 49 :1, 2020, p. 71 à 91.

LEPETIT, M., « Risques de transition, énergie et actifs échoués », *Annales des mines – Responsabilité et environnement*, n°102, 2021, p. 19 à 23.

LYDENBERG, S., « Reason, Rationality, and Fiduciary Duty », *Journal of Business Ethics*, 2014, p. 365 à 380.

MARQUETTE, V. et DELWAIDE, S., « Règlement sur la taxinomie, règlement transparence et règlement sur les indices durables : l'Union européenne pose les premiers jalons du 'green deal' », *Forum Financier / Droit bancaire et financier*, 2020, p. 190 à 221.

MOORE, J. W., « Anthropocene or Capitalocene ? Nature, History, and the Crisis of Capitalism », *Sociology Faculty Scholarship*, 2016, p. 1 à 14.

OCDE, *Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors*, disponible sur <https://www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf>, 2017.

ROBINS, N., « The emergence of sustainable investing », *Sustainable investing – The art of long-term performance*, C. Krosinski et N. Robins (dir.), Abingdon, Routledge, 2008, p. 3 à 18.

ROCKSTROM, J. et STERN, N., « Science, society and a sustainable future », *Standing up for a sustainable world : voices of change*, C. Henry, J. Rockstrom et N. Stern (dir.), Northampton, Edward Elgar Publishing, 2020, p. 3 à 9.

STEFFEN, W., ROCKSTROM, J., RICHARDSON, K., LENTON, T., FOLKE, C., LIVERMAN, D., SUMMERHAVES, C. P., BARNOSKY, A. D., CORNELL, S. E., CRUCIFIX, M., DONGES, J. F., FETZER, I., LADE, S. J., SCHEFFER, M., WINKELMANN, R., SCHELLNHUBER, H. J., « Trajectories of the Earth System in the Anthropocene », *Proceedings of the National Academy of Sciences*, vol. 115(33), 2018, p. 8252 à 8259.

STERN, N., *The Economics of Climate Change – The Stern Review*, Cambridge, Cambridge University Press, 2007.

SUIRE, L., « La publicité sur les produits financiers verts dans l'Union européenne », *Revue internationale des services financiers*, n° 4, 2020, p. 49 à 58.

UN PRI, *Principles for responsible investment*, disponible sur <https://www.unpri.org/download?ac=10948>, 2021.

UN PRI, *Testing the taxonomy. Insights from the PRI Taxonomy Practitioners Group*, disponible sur <https://www.unpri.org/download?ac=11662>, 2021.

UNEP FI et UN PRI, *Fiduciary duty in the 21st century*, disponible sur <https://www.unepfi.org/fiduciary-duty/>, 2019.

WAITZER, E. J. et SARRO, D., « The Public Fiduciary : Emerging Themes in Canadian Fiduciary Law for Pension Trustees », vol. 91, n° 1, *La Revue du Barreau Canadien*, 2012, p. 163 à 210.

YARON, G., « Fiduciary Duties, Investment Screening and Economically Targeted Investing: A Flexible Approach for Changing Times », *Pensions at work*, Toronto, University of Toronto Press, 2016, p. 70 à 105.

- **Divers**

« A legal framework for the consideration of sustainability impact in investor decision-making », disponible sur <https://www.unepfi.org/legal-framework-for-impact/about/>, *s. d.*, consulté le 1^{er} juillet 2021.

« About the PRI », disponible sur <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>, *s. d.*, consulté le 1^{er} juillet 2021.

BankTrack, *Banking on Climate Chaos – Fossil Fuel Finance Report 2021*, disponible sur <https://www.ran.org/wp-content/uploads/2021/03/Banking-on-Climate-Chaos-2021.pdf>, mars 2021.

CarbonBrief, « Analysis : What the new IPCC report says about when world may pass 1.5C and 2C », disponible sur <https://www.carbonbrief.org/analysis-what-the-new-ipcc-report-says-about-when-world-may-pass-1-5c-and-2c>, 10 août 2021.

CarbonBrief, « In-depth Q&A : The IPCC's sixth assessment report on climate science », disponible sur <https://www.carbonbrief.org/in-depth-qa-the-ipccs-sixth-assessment-report-on-climate-science>, 9 août 2021.

CARNEY, M., *Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability*, disponible sur <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability>, 29 septembre 2015.

« Conférence des Nations Unies sur l'environnement, du 5 au 16 juin, Stockholm », disponible sur <https://www.un.org/fr/conferences/environment/stockholm1972>, s. d., consulté le 9 août 2021.

« EU taxonomy for sustainable activities », disponible sur https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_fr, s. d., consulté le 20 juillet 2021.

FANCY, T., « Financial world greenwashing the public with deadly distraction in sustainable investing practices », disponible sur <https://eu.usatoday.com/story/opinion/2021/03/16/wall-street-esg-sustainable-investing-greenwashing-column/6948923002/>, 16 mars 2021.

HAY, J., « EU Taxonomy – a mix of soft and strong, clear and vague », disponible sur <https://www.proquest.com/trade-journals/eu-taxonomy-mix-soft-strong-clear-vague/docview.2388657201/se-2?accountid=17215>, 10 mars 2020.

« One year on : BlackRock still addicted to fossil fuels », disponible sur <https://reclaimfinance.org/site/en/2021/01/12/one-year-on-blackrock-still-addicted-fossil-fuels/>, 12 janvier 2021.

« Overview of sustainable finance », disponible sur https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_fr, s. d., consulté le 29 juin 2021.

« Statement on the Purpose of a Corporation », disponible sur <https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment/>, s. d., consulté le 6 août 2021.

SIMON, F., « Brussels opens in-depth investigation into Germany's coal phase-out plan », disponible sur <https://www.euractiv.com/section/energy/news/brussels-opens-in-depth-investigation-into-germanys-coal-phase-out-plan/>, 2 mars 2021.

« Technical expert group on sustainable finance (TEG) », disponible sur https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_en, *s. d.*, consulté le 29 juin 2021.