

## L'investisseur face à la durabilité



**Marie Lambert**  
Professor & vice-dean  
HEC Liège



**Bertrand Bernier**  
Head of Asset Management  
Ethias

### ABSTRACT

**Driven by the European regulatory framework or by conviction, the financial sector is taking greater account of climate and societal issues. However, the complexity of regulatory constraints, ESG data management and lack of expertise make ESG integration very complex and costly for investors. Furthermore, the impact of ESG risks and opportunities on the price of financial assets, or the price associated with negative externalities, remains difficult to quantify.**

**But these challenges must be met, and finance is expected to contribute to the building of a more sustainable and fairer world. Ethias and HEC ULiège intend to play an active role in this evolution. The two players have just renewed their partnership that celebrates its 2nd anniversary. The extracts from their work presented in this article demonstrate the usefulness of combining academic research with practical experience, in order to advance the investor's integration of sustainability.**

### 1. Introduction

Sous l'influence d'Harry Markowitz (1952), les principes fondamentaux qui ont guidé tout investisseur depuis les années 50 – qu'il soit institutionnel ou particulier – sont la diversification et le couple rendement-risque. Mais depuis quelques années, la finance connaît une évolution qui « challenge » ces lois fondamentales en élargissant les critères de décision à de nouveaux indicateurs non-financiers, mesurant la performance environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) sur les entreprises. Les actifs sous gestion investis avec des objectifs « durables » ont significativement augmenté ces dernières années représentant 35 300 milliards d'AUM en 2019 soit 35,9% de l'AUM gérés par des professionnels (contre 33,4% en 2017 et 27,9% en 2015). En 2017, l'Europe était le principal acteur du marché de l'investissement durable avec 14 100 milliards de dollars d'actifs sous gestion représentant ainsi près de la moitié des actifs mondiaux de l'investissement responsable. Bien que cette tendance soit particulièrement importante en Europe, cette répartition mondiale a connu des changements significatifs. La plupart de ces changements résultent de la transition opérée par le cadre réglementaire européen, qui a eu un impact sur la manière dont l'investissement durable est défini (taxonomie de l'UE). En utilisant cette nouvelle définition plus stricte, l'Europe a rapporté en 2019 un total d'actifs d'investissement durable de 12 000 milliards de dollars, soit une baisse de 13 % par rapport à 2017. A l'inverse, l'investissement durable s'est développé considérablement aux États-

Unis avec une croissance de 42 % par rapport à 2017, ce qui porte à 48 % la proportion d'actifs gérés professionnellement dans le cadre de stratégies d'investissement durable aux États-Unis. D'autres régions ont connu une croissance exponentielle, comme le Japon et le Canada, avec une augmentation de 34 % et 48 % respectivement au cours des deux dernières années (GSIA, 2020<sup>1</sup>).

Cette (r)évolution est impulsée tant par les investisseurs eux-mêmes que par un cadre législatif de plus en plus contraignant visant à relier la finance aux besoins spécifiques de l'économie européenne et mondiale, au bénéfice de la planète et de notre société. En particulier, le « Sustainable Finance Action Plan » de l'Union Européenne s'attaque à l'ensemble de la chaîne de valeur financière, du « manufacturer » du produit à son distributeur. Plus précisément, il vise à (i) réorienter les flux de capitaux vers l'investissement durable afin de parvenir à une croissance durable et inclusive, (ii) gérer les risques financiers liés au changement climatique, à l'épuisement des ressources, à la dégradation de l'environnement et aux problèmes sociaux, et (iii) promouvoir la transparence et une vision long-terme dans la prise de décisions économiques. L'encadré 1 résume les objectifs et les grands principes des différentes pièces législatives européennes<sup>2</sup>.

**Encadré 1. Objectives of the Sustainable Action Plan.**

- Provide transparent information to investors as to how sustainability criteria are taken into account and how risks are managed (*Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)*, timeline 2021-2023).
- Collect standardized and comparable data on European companies' results and targets in Environmental, Social and Governance policies (*Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*, time line 2024-2026, *Due Diligence Directive* TBC).
- Clarify which activities and investments contribute to green transition (Green Taxonomy, timeline 2022-2024)
- Integrate ESG preferences of investors into product offering (*Markets in Financial Instrument Directive (MiFID)*, August 2022).

Cet article documente les difficultés posées par l'implémentation de ce cadre législatif et liées au changement de paradigme financier pour les investisseurs, en apportant un regard à la fois académique et pratique.

---

<sup>1</sup> <https://www.gsi-alliance.org>

<sup>2</sup> Le 13 juin 2023, la Commission Européenne a étendu le corpus législatif avec notamment (i) une proposition établissant des règles pour les fournisseurs de notation ESG, (ii) les actes délégués finaux de la taxonomie pour les quatre objectifs restants à examiner, (iii) des actes délégués adaptés à la taxonomie du changement climatique, (iv) des recommandations sur le financement de la transition, et (v) une vue d'ensemble des mesures et des outils visant à améliorer l'utilisation de la taxonomie.

## 2. Trois défis de la finance durable pour les investisseurs

### 2.1. Le concept de l'investissement durable

De nombreux systèmes de notations, de labellisation coexistent afin de guider les investisseurs vers ce qui peut être qualifié d'investissement durable.

- Les ratings : Les notations ESG fournissent des indicateurs de performance ou de risque lié à la durabilité des entreprises ou des émetteurs souverains en les évaluant sur des aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance.
- Les labels durables : Les labels durables sont des certifications attestant de la qualité durable d'un produit d'investissement, généralement un fonds d'investissement (généralement basées sur un ensemble de critères durables similaires aux critères sous-jacents aux critères ESG).

Au travers de la réglementation SFDR, le législateur européen poursuit l'objectif de fournir de l'information transparente et standardisée sur les objectifs durables et les risques environnementaux, sociaux inclus dans les produits d'investissement, qu'il soit distribué par une banque ou un assureur dans le cadre d'une assurance vie. Est considéré un investissement durable tout « investissement *dans une activité économique qui contribue à un objectif environnemental ou social, à la condition que l'investissement ne nuise pas significativement d'autres objectifs sociaux et environnementaux and que l'entreprise sujette à l'investissement suive des pratiques de bonne gouvernance* » (Template pre-contractual disclosure for financial products referred to in Article 8 of Regulation (EU) 2019/2088 – SFDR).

Au travers de cette réglementation, de nombreuses obligations incombent aux acteurs financiers. La réglementation SFDR propose une typologie permettant de mieux identifier les fonds, notamment au travers de trois catégories – les fonds article 6, article 8 et article 9 – et permettant de fournir des informations *ad hoc* sur les objectifs poursuivis. L'encadré 2 fournit les niveaux d'implémentation de la réglementation.

#### Encadré 2. Niveaux d'implémentation de SFDR.

##### Niveau 1

Mars 2021 – Classification des produits d'investissement en article 6 (fonds neutres, sans promotion de l'ESG), 8 (produits promouvant l'utilisation de critères ESG) et 9 (fonds avec objectifs durables). Mise à jour des documents pré-contractuels des produits et des politiques d'investissement au regard des objectifs durables, de la gestion des risques liés à la durabilité et des impacts négatifs sur la société.

##### Niveau 2

Janvier 2023 – Template pré-contractuel pour les produits d'investissement classés article 8 et article 9 comportant des informations quant aux objectifs durables poursuivis par le fonds et la stratégie de gestion des risques, ainsi que l'alignement à la taxonomie européenne.

Juin 2023 – Reporting sur les impacts négatifs des investissements (« Principal Adverse Impacts statement » ou PAI).

### 2.1.1. Recherche académique

La littérature académique reporte une importante confusion des investisseurs face au concept d'investissement durable et un manque important de standardisation de l'information durable (voir section 2.2.).

En effet, bien que les notations ESG fournissent des informations faciles à traiter concernant la durabilité des portefeuilles d'investissement, plusieurs études ont montré que la divergence de ces mesures pouvait être source de confusion pour les investisseurs (Billio et al., 2020 ; Avramov et al., 2020) et pouvait induire un manque de compréhension des scores (Pelizzon et al., 2021).

La réglementation poursuit donc un objectif légitime. En effet, SFDR vise à renforcer la transparence et la divulgation d'informations sur la durabilité environnementale et sociale des produits financiers. En visant à garantir que les investisseurs reçoivent des informations claires et comparables sur la manière dont les produits financiers intègrent les critères de durabilité et les risques associés, cette réglementation permettra aux investisseurs de prendre des décisions éclairées en tenant compte de l'impact environnemental et social des investissements. La réglementation SFDR vise également à harmoniser les pratiques de divulgation des informations sur la durabilité dans le secteur financier facilitant ainsi la comparaison et la prise de décisions en matière d'investissement durable pour les investisseurs. En se basant sur la classification SFDR des produits financiers, les investisseurs peuvent décider d'investir dans des fonds qui intègrent les considérations liées au risque ESG (article 6), qui promeuvent des caractéristiques environnementales ou sociales (article 8) ou qui poursuivent un objectif durable (article 9). Néanmoins, les effets directs de SFDR sont encore difficilement mesurables du fait du manque de recul. Becker et al. (2022) montre que les fonds classés article 8 ont profité de la classification tandis que les fonds classés article 9 recevaient déjà d'importantes souscriptions des investisseurs. Ferriani (2023) montre que la Covid-19 a eu un impact positif sur les flux vers les fonds article 9.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2023, les fonds sous le champ d'application de l'article 8 ou de l'article 9 de la réglementation doivent reporter un ensemble d'informations concernant les objectifs poursuivis en termes de durabilité. A la date du 1<sup>er</sup> mars 2023, 30% des fonds européens ont rentré leur formulaire pour une classification article 8 et 9 (89% and 11% d'entre eux respectivement). Parmi les fonds classés article 8, plus de 58% déclarent promouvoir des caractéristiques environnementales et sociales. Ils reportent en moyenne une proportion minimale d'investissements durables d'en moyenne 22%. En ce qui concerne les fonds classifiés article 9, 74% d'entre eux s'engagent à réaliser un minimum d'investissements durables ayant un objectif environnemental ou social. Le seuil minimum d'investissements durables ayant un objectif environnemental est d'en moyenne 30% alors que le pourcentage minimum moyen de ceux ayant un objectif social s'élève à 15%. (*Source* : Les statistiques sont réalisées par le service d'analyse financière et d'entreprise de HEC Liège sur base des prospectus extraits du site web <https://www.morningstar.be>).

### 2.1.2. SFDR en pratique

Le concept d'investissement durable est sujet à interprétation. En pratique, ce qui est considéré comme un investissement durable varie d'un acteur à l'autre. Ceci s'explique par le fait que les engagements en matière d'investissement durable dépendent de la manière dont les gestionnaires d'actifs interprètent la définition d'un "investissement durable" au sens de la réglementation SFDR et de la manière dont ils évaluent ou mesurent la durabilité des actifs en portefeuille.

Il existe par ailleurs d'importantes disparités en termes de niveau minimum d'investissements durables dans les fonds d'investissement. Une étude menée par Morningstar (2023<sup>3</sup>) montre qu'environ 30% des fonds d'investissement classés selon l'article 8 ne prennent aucun engagement en termes de minimum d'investissements durables, contre moins de 10% avec un engagement entre 50 et 60%.

Par ailleurs, les changements de classification sont fréquents. Entre juin 2022 et juin 2023, Morningstar reporte plus de 1 300 changements de classifications de fonds. Bien que la plupart de ces changements correspondent à des « upgrades » (environ 70%), une importante vague de « downgrades » a eu lieu lors du dernier trimestre de l'année 2022. Sur les 420 produits ayant changé de classification SFDR lors de ce trimestre, 307 fonds ont été « rétrogradés » passant d'article 9 à article 8. Ces changements de classification peuvent s'expliquer par les questions-réponses fournies par la Commission Européenne de juin 2021. Dans son rapport à fin juin 2023, Morningstar relève que les reclassifications sont en diminution. A titre d'exemple, certains ont été reclassés à la suite de la clarification longtemps attendue de la Commission européenne selon laquelle les fonds qui suivent des indices de référence alignés à Paris et sur la transition climatique relèvent automatiquement de l'article 9.

Pour les professionnels du secteur financier, le processus de classification des investissements directs est complexe. Il demande une étude approfondie de la réglementation afin d'éviter tout risque de communication erronée ou de conformité. Ceci signifie que la gouvernance, les politiques et processus mis en place doivent démontrer que l'entreprise intègre les principaux concepts de gestion responsable et durable de ses investissements dans la pratique. Cela montre l'importance de surveiller l'évolution de la réglementation et de son interprétation afin de suivre les pratiques du marché et, in fine, informer les clients finaux de manière irréprochable.

Pour ce qui concerne les investissements indirects, c'est-à-dire effectués à travers la sélection de fonds d'investissement, il est nécessaire de procéder régulièrement à une revue exhaustive et de défier régulièrement l'interprétation de la SFDR par les gestionnaires d'actifs externes. SFDR a permis d'améliorer l'échange d'informations avec les gestionnaires de fonds qui doivent communiquer de manière transparente leur approche ESG, notamment à travers l'utilisation du modèle officiel d'échange de données ESG, à savoir l'EET (European ESG Template). Pourtant, après avoir utilisé ces

---

<sup>3</sup> <https://www.morningstar.com/en-uk/lp/sfdr-article8-article9>

données et suite à de nombreux échanges avec les gestionnaires de fonds, force est de constater qu'il subsiste d'importantes divergences d'interprétation entre ces derniers.

Malgré l'avènement de la réglementation de niveau 2, il reste beaucoup d'incertitudes quant à la manière de réaliser les rapports et d'importants problèmes de manque de données dans leurs rapports SFDR. En particulier, pour les mesures d'émissions de gaz à effet de serre du rapport sur les impacts néfastes des investissements (« Principal Adverse Impacts » ou PAI) et pour les évaluations de la taxonomie. A ce stade, la réglementation CSRD n'est pas encore en vigueur et les taux de couverture de données restent insuffisants même pour l'univers des entreprises cotées. En effet, toutes les entreprises ne rapportent pas encore sur le scope 3 de leurs émissions de gaz à effet de serre ou ne sont pas soumises à la taxonomie EU. De ce fait, les indicateurs globaux publiés dans les déclarations sur les principaux impacts négatifs (PAI) restent parcellaires. A noter que tous les acteurs de marché ne sont pas transparents sur le taux de couverture de données implicite derrière chaque indicateur publié.

### **Encadré 3. La catégorisation de produits en pratique. Le cas d'Ethias.**

Pour classer ses actifs liés à la gestion des assurances vie aux clients particuliers et collectivités au niveau de l'article 8 SFDR, Ethias applique l'approche en trois étapes préconisées par la réglementation.

1. La première étape consiste à identifier la composante qualifiant l'investissement d'investissement durable. Six angles différents sont pris en considération par Ethias : (i) augmentation de la température implicite devrait être égale ou inférieure à 1,5°C ou statut approuvé par le SBTi concernant l'alignement sur l'accord de Paris, (ii) la taxonomie de l'UE, (iii) les objectifs de développement durable, (iv) les obligations durables, (v) les best performer sur le critère social et (vi) les investissements immobiliers en fonction de leur niveau de certification.

2. La deuxième étape consiste à effectuer un test DNSH (Do No Significant Harm) en tenant compte d'un certain nombre de PAI. Par exemple, si l'évaluation globale d'une entreprise indique qu'elle a connu une controverse grave au niveau social ou environnemental (SFDR PAI 10), Ethias considère qu'elle ne passe pas ce test.

3. Enfin la troisième étape concerne le test des bonnes pratiques de gouvernance. Une entreprise émettrice doit obtenir une notation d'au moins BB auprès du fournisseur de données MSCI pour réussir ce test. Ethias considère qu'un rating ESG de BB ou plus indique généralement la capacité d'une entreprise à gérer les ressources, à atténuer les principaux risques et opportunités ESG et à répondre aux attentes de base en matière de gouvernance d'entreprise, y compris sur les volets E et S.

Fin 2022, sur base de son analyse interne, Ethias a reclassifié 332 millions de fonds de l'article 9 vers l'article 8.

## 2.2. Disponibilité et qualité des données

Les notations ESG ont comme objectif de fournir aux investisseurs une analyse de performances d'une entreprise dans des domaines tels que la gestion de l'environnement, les pratiques de travail et la gouvernance d'entreprise. Dans le cadre des politiques d'intégration, les notations ESG sont utilisées comme un outil de sélection pour identifier les entreprises qui sont performantes dans ces domaines et éviter celles qui ne le sont pas. Dans le cadre des politiques d'exclusion, ces notations sont utilisées pour identifier les entreprises qui risquent de subir un préjudice financier ou de réputation en raison de leurs mauvaises performances ou de l'avènement de controverses.

Le reporting et la gestion des risques demandées dans le cadre de l'implémentation du Sustainable Action Plan demande également des points de données afin de mesurer la contribution aux objectifs de gestion du risque climatique ou de gestion des impacts négatifs sur la société.

### 2.2.1. Recherche académique

Des études académiques documentent le manque de convergence dans les notations ESG. Berg et al. (2021) montrent que 53% du manque de corrélation provient de données sources tandis que 44% provient de l'usage de méthodologie différentes. Seulement quelques pourcents sont liés aux poids différents (« materiality map ») utilisés pour les différents critères utilisés à méthodologie constante. Les agences de notations utilisent en effet des matérialités différentes lors de la construction de leurs notations. A titre d'exemple, Refinitiv construit ses notations de manière automatique en résumant des critères ESG sous-jacents. Les notations de Sustainalytics mesurent la part du risque ESG qui n'est pas maîtrisée par l'entreprise, alors que MSCI construit ses notations pour prendre en compte les capacités des firmes de saisir les opportunités et de limiter les risques ESG. S&P utilise une matérialité financière, de manière telle que la pondération est faite en fonction de la performance financière.

De récents travaux ont également montré que les notations des entreprises pouvaient être « gonflées ». Sous certaines conditions, les entreprises peuvent être poussées à mettre en place des conduites de greenwashing, alors que les fournisseurs sont incités à ne pas mettre en place de vérifications (Yang, 2022). De plus, ces pratiques remettent en question la capacité des notations à prédire les futures controverses ESG (Yang, 2022). Bams et van der Kroft (2023) documentent que l'inflation des ratings touche trois des plus importants fournisseurs de données. En conséquence, ces notations ne sont plus corrélées avec la performance ESG des entreprises.

Finalement, la recherche académique a relevé l'existence de biais relatifs aux notations ESG. En s'appuyant sur la théorie des ressources limitées, Drempetic et al (2020) montrent que les firmes possédant le plus de ressources sont plus transparents en matière de reporting ESG et reçoivent un meilleur score ESG. De la même façon, selon Hong et al (2011), il est nécessaire pour les entreprises d'avoir des ressources pour mettre en place des politiques ESG. Di Giuli and Kostovetsky (2014) constatent que les entreprises dirigées par des chefs d'entreprise proches du parti démocrate font plus de dépenses liées à l'ESG. Liang and Renneboog (2017) et Jha and Cox (2015) font état de biais géographiques alors que Cao and al. (2019) montrent que la notation de chaque entreprise est influencée par la performance ESG de ses pairs. Faverjon et Lambert (2023) démontrent l'existence

de biais de sélection (en fonction de la disponibilité des données, de la taille et du pourcentage d'investisseurs institutionnels) et du survivant dans les bases de données ESG.

### 2.2.2. Les données en pratique : avènement d'un nouvel écosystème

Les gestionnaires d'actifs ont l'habitude de traiter un grand nombre de données financières nécessaires à la prise de décision et au reporting financier. Pour ce faire, ils ont mis en place des processus de collecte, de contrôle et de traitement et analyse des données.

La prise en compte de critères durables dans les prises de décision d'investissement nécessite l'accès à des données extra-financières de qualité. La problématique de la disponibilité et de la qualité des données récoltées est démultipliée en fonction du nombre d'émetteurs en portefeuille sélectionné afin de satisfaire au principe de diversification. A ce stade, et avant la rentrée en vigueur de la réglementation CSRD (la date d'entrée en vigueur dépend de la taille de l'entreprise et du secteur dans lequel elle opère), la qualité et l'uniformité des données générées reste très variable d'une entreprise à une autre. Le manque de convergence entre les agences de notation contribue également à la complexité d'implémentation des réglementations telles que SFDR et nuit à la facilité de compréhension des chiffres présentés. La proposition de la commission européenne visant à réglementer les fournisseurs de notation ESG va dans ce sens. En effet, elle fixe notamment des exigences fortes en matière de transparence, y compris sur : les objectifs des notations (impact vs. matérialité financière), la distinction entre E, S et G, et la distinction entre les évaluations absolues et relatives (par exemple, les meilleures de leur catégorie). Ceci devra notamment permettre à terme des avancées dans la comparabilité des notations extra financières émises par ces agences de notation.

À mesure que l'intégration ESG dans la gestion de portefeuille progresse, il devient de plus en plus important de comprendre ces méthodologies.

#### **Encadré 4. Intégration ESG et disponibilité et qualité des données sources. Le cas d'Ethias.**

Au 31/12/2022, par rapport à l'ensemble de ses actifs sous gestion, y compris les contrats en unité de compte, Ethias dispose de données ESG pour environ 70% des actifs sous gestion. Cependant, la profondeur des données disponibles varie fortement en fonction du type d'investissement.

- Le périmètre des encours analysés concerne principalement les émetteurs souverains et privés pour lesquels Ethias dispose de données suffisantes. Pour ce faire, Ethias recourt aux services de l'agence de notation extra-financière MSCI afin de disposer de données qualitatives et quantitatives sur les émetteurs investis dans son portefeuille. MSCI utilise une échelle de notation qui permet d'évaluer ces émetteurs sur une échelle s'étendant de 0 (moins bonne entreprise de son secteur) à 10 (meilleure entreprise de son secteur). D'autres sources de données sont parfois utilisées en fonction de la classe d'actif ou de l'émetteur analysé. L'analyse des critères ESG sur les investissements gagne en maturité, mais les données y associées manquent encore de fiabilité et sont souvent difficilement comparables. L'inexistence ou le manque de fiabilité des données implique des difficultés à les mesurer et les analyser.



- En ce qui concerne les fonds d'investissement, ces derniers sont, pour la plupart, tenus de transmettre à Ethias un ensemble de données quantitatives et qualitatives sur les indicateurs ESG des investissements effectués dans leurs fonds. Ethias se base principalement sur ces données pour analyser les fonds concernés. Comme évoqué précédemment, il s'agit notamment de comprendre comment la réglementation SFDR est prise en compte par les gestionnaires.

Enfin, pour certaines classes d'actifs, Ethias se base sur les certifications externes ou référentiels de place dont l'objectif est de démontrer le caractère durable et responsable des investissements concernés. Il s'agit notamment des certifications de performance énergétique obtenues pour les immeubles d'investissement ou le cadre des émissions d'obligations vertes, sociales ou durables.

### **2.3. Le nouveau triangle d'or de l'investisseur : risk, return & impact**

#### 2.3.1. La recherche académique

La recherche académique a montré des tensions entre les objectifs de rendement et d'impact.

Une étude récente menée par Gantchev et al. (2021) met en effet en évidence la prise en compte à court terme des notations ESG par rapport aux mesures de performance. Suite à l'introduction des notations de durabilité par Morningstar, les fonds communs de placement ont accru leurs investissements en actions durables dans l'objectif d'améliorer leur note. Ce phénomène a eu comme conséquence d'augmenter significativement la demande pour les actions ayant un score ESG élevé induisant une pression à l'achat et provoquant ainsi une baisse de rendement. Il en résulte alors une détérioration de la performance des fonds qui cherchaient à rehausser leurs notations de durabilité. En étudiant la manière dont les investisseurs valorisent la durabilité lorsque l'arbitrage avec la performance devient important, les auteurs finalement montrent que la performance semble être plus importante pour attirer les flux que la durabilité.

Les tensions observées entre ces différents objectifs peuvent s'expliquer par la complexité de la relation entre ESG et rendements boursiers. Comme l'indique la revue de la littérature académique réalisée par Faverjon, Hardy, and Lambert (2023), les premières études sur l'impact de la durabilité sur le couple rendement-risque des investissements remontent dans les années 1990. Les recherches académiques démontrent qu'à l'équilibre, dans un monde parfait et à long terme, les critères ESG pourraient ne pas impacter le couple rendement-risque. Toutefois, nous observons des déséquilibres ou anomalies à court terme ayant des sources et des impacts divergents :

- Les performances ESG des entreprises ne sont pas encore connues de façon transparente par les investisseurs pour diverses raisons : (i) les informations ne sont pas reportées par les entreprises ou mesurées avec un manque de précision ou encore erronées, (ii) les informations ne sont pas comprises par les investisseurs. La conséquence est que ces informations ne sont pas – ou partiellement – matérialisés dans les cours de bourse : des investisseurs avertis réalisant des analyses propriétaires et approfondies pourraient dès lors identifier des entreprises qui surperformeraient dans le futur (Pedersen et al., 2021)

- Que ce soit pour des questions de gestion du risque ou bien de préférences pour un dividende non monétaire valorisant un impact durable, les investisseurs ont démontré ces dernières années un appétit pour des investissements durables : ceci a eu comme conséquence une augmentation des prix des actifs, et donc une augmentation du rendement réalisé déjà investi dans ces actifs, au détriment du rendement attendu pour les nouveaux investisseurs payant une prime à l'ESG (Pastor et al., 2021) .

### 2.3.2. Le triangle d'or en pratique

Intégrer les critères ESG dans toutes les décisions est le principe clé d'une approche durable en matière d'investissement. En pratique, cela nécessite d'identifier les investissements qui, d'une part (i) remplissent les objectifs de durabilité fixés par l'entreprise et, d'autre part (ii) rentrent, ou a minima se rapprochent, de la frontière efficiente de rentabilité/risque du portefeuille. Un sentiment partagé par certains acteurs de marché dits « universels » (comme les fonds de pension, les assureurs) est que le capital-investissement est compatible avec des objectifs non-financiers. Ce rôle d'investisseur responsable et universel va de pair avec la responsabilité à long terme de l'assureur dans la gestion des pensions légales et complémentaires, ou encore dans le soutien à l'économie locale.

Alors que les sociétés financières orientent progressivement leurs investissements vers un développement économique durable en intégrant les facteurs environnementaux et sociaux dans ses décisions, les investissements dans l'univers des actifs non cotés permet également de déployer plus concrètement une stratégie d'investissement durable, responsable et ayant un véritable impact sur l'économie locale.

#### **Encadré 5. Des investissements qui contribuent positivement à des objectifs environnementaux et sociétaux. Le cas d'Ethias.**

Ethias promeut des investissements dans la transition vers une économie bas-carbone notamment au travers d'investissement dans les énergies renouvelables favorisant la transition énergétique. Cette transition s'est faite soit (i) indirectement par des investissements dans des fonds spécialisés en actifs d'infrastructure dédiés à l'énergie ou encore l'achat d'actions cotées, soit (ii) directement via le financement ou la participation au capital de sociétés ou de véhicules de financement.

En ligne avec ses objectifs de développement durable, une société d'assurance comme Ethias joue un rôle actif en Belgique en soutenant des initiatives sociétales. L'assureur est notamment investi dans le secteur de la santé à travers le financement d'hôpitaux, de maisons de repos ou la recherche scientifique à travers différents types d'investissements.

Ethias entend renforcer cette approche dans les années futures et a choisi de soutenir la création de l'institut Impact Finance Belgium en tant que sponsor. L'institut Impact Finance Belgium a vu le jour en 2022 dans le but d'augmenter la part du capital orienté vers l'investissement d'impact en Belgique. En lien avec cette initiative, Ethias est en train de développer sa politique d'investissement en collaboration avec Be Impact.

### 3. CONCLUSION : Comment répondre à ces principaux défis ?

Poussé par le cadre réglementaire européen ou par conviction, on observe une considération plus importante des enjeux climatiques et sociétaux par le secteur financier.

Toutefois, la complexité des contraintes réglementaires, de la gestion des données ESG ou encore le manque d'expertise rend l'intégration ESG pour un investisseur très complexe et très coûteuse. De plus, l'impact des risques et opportunités ESG sur le prix des actifs financiers ou le prix associé aux externalités négatives restent difficilement quantifiables.

Mais certainement sont-ce des défis à relever si la finance veut jouer son rôle dans l'évolution vers un monde plus durable et plus juste. Ethias et HEC ULiège entendent jouer un rôle actif dans cette évolution. Les deux acteurs viennent de renouveler leur partenariat qui fête son 2<sup>ème</sup> anniversaire en septembre 2023. Les extraits de leurs travaux présentés dans cet article démontrent l'utilité de combiner la recherche académique avec l'expérience de terrain, afin de faire progresser l'investisseur face au défi de la durabilité.

### 4. REFERENCES

- Avramov, D., Cheng, S., Lioui, A., & Tarelli, A. (2021). Sustainable investing with ESG rating uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 145(2), 642–664. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.009>
- Bams, D., & van der Kroft, B. (2022). Tilting the Wrong Firms? How Inflated ESG Ratings Negate Socially Responsible Investing under Information Asymmetries. MIT Center for Real Estate Research Paper, (22/12).
- Becker, M. G., Martin, F., & Walter, A. (2022). The power of ESG transparency: The effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors. *Finance Research Letters*, 47, 102708.
- Berg, F., Koelbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344.
- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). Inside the ESG Ratings:(Dis) agreement and performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1426–1445. <https://doi.org/10.1002/csr.2177>
- Cao, J. J., Titman, S., Zhan, X. E., & Zhang, W. E. ESG Preference and Market Efficiency: Evidence from Mispricing and Institutional Trading.
- Di Giuli, A., & Kostovetsky, L. (2014). Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility. *Journal of financial economics*, 111(1), 158-180.
- Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2020). The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings under review. *Journal of business ethics*, 167, 333-360.
- Faverjon, A., & Lambert, M. (2023). Do companies with strong ESG scores “really” outperform? Evidence of selection and survivorship biases in ESG ratings.

Faverjon, A., Hardy, C., & Lambert, M. (2023). A systematic literature review on financial stock performance of sustainable investments: Bridging the gap between empirical evidence and recent theoretical models.

Ferriani, F. (2023). The importance of labels for sustainable investments: SFDR versus Morningstar globes. *Applied Economics Letters*, 1-7.

Gantchev, N., Giannetti, M., & Li, R. (2022). Sustainability or performance? Ratings and fund managers' incentives. *Ratings and Fund Managers' Incentives* (November 21, 2022). Swedish House of Finance Research Paper, (21-4).

Hong, H. G., Kubik, J. D., & Scheinkman, J. (2012). Financial Constraints on Corporate Goodness. Available at SSRN 1734164.

Jha, A., & Cox, J. (2015). Corporate social responsibility and social capital. *Journal of Banking & Finance*, 60, 252-270.

Liang, H., & Renneboog, L. (2017). On the foundations of corporate social responsibility. *The Journal of Finance*, 72(2), 853-910.

Markowitz, H. (1952). The utility of wealth. *Journal of political Economy*, 60(2), 151-158.

Pástor, L., Stambaugh, R. F., & Taylor, L. A. (2021). Sustainable investing in equilibrium. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 550-571.

Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 572-597.

Pelizzon, L., Rzeknik, A., & Hanley, K. W. (2021). The salience of ESG ratings for stock pricing: Evidence from (potentially) confused investors.

Yang, R. (2022). What do we learn from ratings about corporate social responsibility? New evidence of uninformative ratings, *Journal of Financial Intermediation* p. 100994.