



**HAL**  
open science

# Transformer le monde ou se transformer : Production de la performance ESG et production identitaire dans le champ de l'analyse extra-financière

Michelle van Weeren

## ► To cite this version:

Michelle van Weeren. Transformer le monde ou se transformer : Production de la performance ESG et production identitaire dans le champ de l'analyse extra-financière. Gestion et management. Université Paris sciences et lettres, 2021. Français. NNT : 2021UPSLD040 . tel-03663597

**HAL Id: tel-03663597**

**<https://theses.hal.science/tel-03663597v1>**

Submitted on 10 May 2022

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



**THÈSE DE DOCTORAT**

**DE L'UNIVERSITÉ PSL**

Préparée à l'Université Paris-Dauphine

**Transformer le monde ou se transformer**

***Production de la performance ESG et production identitaire dans le champ de l'analyse extra-financière***

Soutenue par

**Michelle VAN WEEREN**

Le 03 décembre 2021

Ecole doctorale n° ED 543

**Ecole doctorale SDOSE**

Spécialité

**Sciences de gestion**

**Composition du jury :**

Jérémy MORALES Professeur King's College London	<i>Rapporteur</i>
Gérald NARO Professeur Université de Montpellier	<i>Président / rapporteur</i>
Aziza LAGUECIR Professeure EDHEC Business school	<i>Suffragante</i>
Jean-Luc MORICEAU Professeur Institut Mines-Télécom	<i>Suffragant</i>
Élise PENALVA ICHER Maître de conférences HDR Université Paris-Dauphine	<i>Suffragante</i>
Hèla YOUSFI Maître de conférences HDR Université Paris-Dauphine	<i>Suffragante</i>
Frédérique DÉJEAN Professeure Université Paris-Dauphine	<i>Directrice de thèse</i>



## Remerciements

Une thèse est moins une aventure individuelle que collective. On arrive à trouver des mots pour ses idées en discutant, et c'est en discutant que ses idées prennent forme et évoluent. Sans pouvoir discuter avec d'autres chercheurs et des acteurs du terrain, un doctorant qui cherche à s'exprimer serait comme une voix dans le désert. J'ai ainsi eu la chance de pouvoir intégrer une communauté académique bienveillante et diversifiée. Pendant ces trois années de recherche, j'ai été accompagnée, évaluée et soutenue par un grand nombre de personnes qui m'ont appris le fonctionnement de la recherche et sans qui cette thèse serait restée un récit autobiographique sans intérêt académique. Je voudrais donc d'abord très sincèrement remercier tous ceux qui ont pris le temps de m'accompagner, à commencer par ma directrice de thèse, Frédérique Déjean. Merci d'avoir accepté d'encadrer cette thèse, pour votre disponibilité et vos conseils. Vous m'avez aidée à comprendre les normes académiques et sans votre suivi régulier j'aurais été incapable de produire une thèse qui y réponde.

Ensuite, je dois des remerciements aux membres de mon jury de thèse, qui ont accepté de faire l'épineux travail de lecture et de relecture des pages que j'ai écrites. Merci d'abord à Jérémy Morales, Gérard Naro, et Hèla Yousfi, d'avoir accepté de faire partie de mon jury de thèse et d'avoir évalué le document de présoutenance. Votre lecture attentive, vos remarques et vos questions m'ont grandement aidée à améliorer mon travail. Merci à Jean-Luc Moriceau, qui a également accepté d'être dans mon jury et dont les conseils pendant ma première année de thèse m'ont aidée à y trouver une place pour mon expérience personnelle. Merci à Élise Penalva Icher, dont les travaux m'ont beaucoup inspirée, d'avoir accepté d'évaluer mon travail. Merci enfin à Aziza Laguecir, d'avoir accepté d'intégrer mon jury au dernier moment.

La dimension collective de l'entreprise de thèse se joue également au niveau de l'institution. J'ai été chanceuse de pouvoir réaliser ma thèse à l'Université Paris-Dauphine, dont le laboratoire DRM-MOST est un véritable incubateur de chercheurs critiques en sciences de gestion. Merci à Véronique Perret pour l'énergie et le dévouement avec lesquels vous dirigez ce laboratoire, où j'ai pu me nourrir des théories et perspectives méthodologiques critiques passionnantes dont je ne soupçonnais pas l'existence et qui m'ont ouvert l'esprit.

Ensuite, elle se joue au niveau de la discipline et ses initiatives pour accompagner ses doctorants. Merci à Hervé Laroche et à Géraldine Schmidt d'avoir organisé l'édition 2020 du CEFAG, une édition spéciale, à cause des adaptations qu'il a fallu faire face à la réalité sanitaire, mais pas moins inspirante sur le plan académique ou riche sur le plan social. Merci à Isabelle Martinez d'y avoir discuté mon travail. Merci à tous les doctorants de la promotion 2020, pour les discussions, les verres sur la plage, les « apéros Zoom » et les rires. La dimension collective

de la thèse s'exprime bien sûr dans la solidarité et l'entraide entre doctorants : merci aux doctorants que j'ai rencontrés lors de mes trois années de thèse, pour les pauses-café et les échanges : Raphaël, Margaux, Antoine, et plein d'autres. Merci particulièrement aux doctorants du « Quoi de Neuf Docteur.e » qui, en pleine période de pandémie, ont trouvé de nouvelles manières d'être solidaires : Juliette, Justine, Alice, Edwige et les autres...

Merci à tous les professeurs qui ont commenté mon travail avec sens critique et bienveillance lors des divers ateliers doctoraux auxquels j'ai participé : Anne Rivière, Ian Thomson, Matias Laine, Colin Dey, Jesse Dillard. Merci aux autres professeurs que j'ai rencontrés pendant mon parcours de thèse et qui m'ont écoutée ou conseillée : Nicolas Berland, Céline Baud, Claire Dambrin, Bernard Leca, Robert Earhart, Uwe Vormbusch. Je remercie particulièrement Hendrik Vollmer pour les échanges cordiaux, d'avoir accepté de m'accueillir à Warwick Business School pour un visiting et d'avoir fait preuve de flexibilité quant aux dates de celui-ci, car là aussi, il a fallu s'adapter à la réalité sanitaire. Merci enfin aux chercheurs du groupe Finance Biens Communs, dont les échanges sur comment (re)penser la finance dans la société m'ont fortement inspirée et m'ont aidée à mieux comprendre les rouages du monde de la finance. Je remercie particulièrement Jacques Ninet, un des « pionniers de l'ISR » et membre de ce groupe, qui est devenu un vrai ami.

Bien sûr, cette recherche n'aurait pas été possible sans les discussions menées avec les acteurs de terrain : analystes, gérants, directeurs méthodologiques, « pionniers de l'ISR » et autres acteurs de l'analyse extra-financière, qui ont accepté, avec bienveillance et sincérité, de me donner de leurs temps pour me parler de leur métier. Ich danke meinen ehemaligen Kollegen, für die Jahren, in denen wir gemeinsam versucht haben, die Finanzwelt von innen aus zu verwandeln. Ich danke dem Gründer des Unternehmens, das uns beschäftigte, dass er mich mit dieser Welt in Kontakt gebracht hat.

Au-delà la dimension collective, il y a la dimension personnelle : sans le soutien de mes proches, je n'aurais pas été capable de finir, ou même de démarrer cette thèse. Merci à mon père, qui m'a transmis, dès le plus jeune âge, la curiosité intellectuelle, l'ambition scientifique et le goût pour l'écriture. Dank aan mijn moeder, die er altijd onvoorwaardelijk voor me is geweest. Jouw bezoeken in Parijs, Berlijn en toen weer Parijs waren vrolijke lichtpuntjes in mijn jaren van studie. Merci à Philippine, pour les bons moments où on parlait de la thèse, mais surtout pour les bons moments où on ne parlait pas de la thèse. Clarence, merci d'avoir été là dès le début des doutes qui ont été à l'origine de cette thèse, pour ton soutien et pour les nombreuses discussions, d'avoir été un phare dans le brouillard du monde académique, et de m'avoir aidée de mille autres manières.

## Résumé de la thèse

L'analyse de la performance ESG (environnementale, sociale, de gouvernance) des entreprises est pratiquée par de plus en plus d'analystes. L'engouement pour « l'ESG » fait suite, d'une part, à l'incitation des autorités publiques, qui cherchent à motiver des investisseurs privés à financer la transition écologique et sociale, et d'autre part, à la diffusion de l'idée selon laquelle la performance ESG serait corrélée à la performance financière. La performance ESG n'a pas de définition juridique ou institutionnelle univoque et est donc le produit de choix méthodologiques. Ma thèse s'intéresse à comment les analystes produisent la performance ESG et leur identité professionnelle en interaction avec les normes et le discours financiers.

Cette thèse est le fruit de trois ans de pratique et trois ans de théorie : après avoir travaillé comme analyste ESG dans une agence de notation, j'ai étudié le champ de l'analyse extra-financière pendant ma thèse. Celle-ci ouvre avec un chapitre auto-ethnographique qui fait écho à mon expérience personnelle et poursuit avec les résultats d'une enquête de terrain par entretien. Les résultats montrent comment le processus de production de la performance ESG est influencé par le discours autour de sa « matérialité » financière ainsi que par les normes épistémiques issues du champ financier. Ces résultats sont ensuite commentés, dans la discussion, à la lumière d'un cadre théorique inspiré d'Axel Honneth et de Judith Butler. Cette interprétation montre comment les analystes sont soumis à une tension entre l'*opacité* inhérente au processus de production d'une performance non préexistante et l'*exposition* aux normes de reconnaissabilité en vigueur dans leur champ. La performance ESG produite est donc *mediée* par ces normes et par le discours qui justifie sa prise en compte.

Cette thèse apporte quatre contributions. La première est une illustration empirique de l'utilisation des chiffres dans des luttes de pouvoir autour de la vision du monde à promouvoir, qui, dans le cas de l'analyse extra-financière, s'exprime par des batailles méthodologiques. La deuxième est une contribution à la littérature sur l'accountability, dévoilant comment les analystes, dont le métier est d'évaluer les autres, doivent eux-mêmes s'assujettir à un régime particulier d'accountability qui les oblige à reproduire une représentation réifiée du monde. Mais comme les analystes sont les producteurs des normes méthodologiques qui les contraignent et réflexifs sur leurs pratiques, ils peuvent parfois reformuler ces normes de manière à produire des effets différents. Il est donc possible, et c'est ma troisième contribution, de lier la performativité des outils à la performativité critique. La quatrième contribution est d'ordre méthodologique, et propose de combiner immersion et exploration afin d'obtenir une perspective subjective, mais nuancée, sur un phénomène vécu. Enfin, je m'interroge sur la viabilité du projet de mettre la finance au service de la transition écologique et sociale.



Note au lecteur : l'avant-propos et le chapitre auto-ethnographique mis à part, chaque section est précédée par un résumé sur fond gris. Ces résumés sont également regroupés sur les pages 8 à 14. L'avant-propos introduit la thèse dans une forme littéraire, inspirée de ma propre expérience mais imaginée. Les verbatim qui y figurent, en italiques, sont issus des entretiens menés avec des analystes dans le cadre de mon enquête de terrain.



## Schémas récapitulatifs et résumés de la thèse

<b>I. Récit d'une désillusion</b>
<p style="text-align: center;"><b>II. Chercher des explications théoriques à une déception personnelle</b></p> <p>1. La production impossible d'une performance ESG L'impossibilité d'une définition – La production de la performance ESG dans son évaluation – Légitimation par la quantification – La production de la performance par les analystes</p> <p>2. La production d'un discours et ses effets L'émergence d'un nouveau consensus au sein d'un champ - Financiarisation de la performance ESG – Financiarisation de l'évaluation extra-financière – L'expansion d'une approche économique aux enjeux non-économiques</p> <p>3. L'expansion d'un régime particulier d'accountability L'expansion d'un régime particulier d'accountability organisationnelle – L'expansion d'un régime particulier d'accountability de soi – Professionnalisation et accountability des analystes extra-financiers</p> <p>4. Introduction du cadre théorique : la reconnaissance selon Honneth et Butler Axel Honneth : la reconnaissance précède la connaissance – Judith Butler : les conditions de la reconnaissance</p> <p style="text-align: center;"><b>QR: Comment les analystes produisent-ils la performance ESG et leur propre identité professionnelle en interaction avec les normes et le discours financiers ?</b></p>
<b>III. Immersion et exploration</b>
Posture interprétative & réflexive – Produire des connaissances à partir de sa subjectivité – Observation participante couverte (étude initiale) – Entretiens (étude principale) – Analyse ascendante des données – Production d'une structure de données puis théorisation dans la discussion
<b>IV. Échos d'un champ sous tension</b>
<p>1. La production d'un champ organisationnel Mainstreamisation de l'analyse ESG – Émulation entre analystes et gérants</p> <p>2. La production d'un discours autour de la matérialité Se justifier par les risques – Se justifier par les normes – Se justifier par les chiffres</p> <p>3. La production de la performance ESG S'adapter aux informations disponibles – S'adapter aux modèles existants – S'adapter aux attentes des acteurs financiers – (Ré-)intégrer sa propre réflexivité</p>
<b>V. Reconnaissance, assujettissement et réification</b>
<p>1. Le rôle de la reconnaissance dans le travail des analystes</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- Axel Honneth et la reconnaissance <u>par</u> l'analyste</li><li>- Judith Butler et la reconnaissance <u>de</u> l'analyste</li></ul> <p>2. Luttres de pouvoir autour de la vision du monde</p> <p>3. Contributions théoriques à la littérature sur l'accountability et sur la performativité (critique)</p> <p>4. Produire des connaissances à partir de sa subjectivité par immersion et exploration</p> <p>5. Commentaire sur le projet de mettre la finance au service de la transition</p>

### **1. La production impossible de la performance ESG**

Il est impossible, pour des raisons de complexité et d'incommensurabilité d'échelles, de définir précisément comment la durabilité devrait s'exprimer au niveau d'une organisation. Dans une perspective postmoderne, cela mène au constat que la performance ESG (environnementale, sociale et de gouvernance) des entreprises n'existe pas en dehors de ses représentations matérielles. Or, ces représentations ont des conséquences bien réelles ; la perspective pragmatiste sur la production de la performance reconnaît que la performance ESG émerge *de facto* de la production de ses représentations, qui vont ensuite orienter le comportement des acteurs. Si on accepte cette perspective, les analystes sont donc au cœur du processus de production de la performance ESG. Malgré l'avènement de la quantification comme mode dominant de gestion, le jugement qualitatif y est primordial, ainsi que l'identification préalable d'un objet épistémique. Les représentations méthodologiques qui traduisent ce processus auront des effets performatifs sur la performance produite.

### **2. La production d'un discours et ses effets**

Malgré ses racines éthiques et son historique forgé par des mouvements religieux et sociaux, le champ de la finance durable a progressivement vu naître l'émergence du discours selon lequel il existerait un lien positif entre performance ESG et performance financière. Le lien entre les deux types de performance, s'il était longtemps controversé ou réputé inexistant, fait désormais consensus. Ce consensus est produit et consolidé par la publication d'études par des acteurs institutionnels et académiques, qui introduisent également la « matérialité » (financière) de l'ESG comme nouveau mot d'ordre. Le résultat est une financiarisation de la performance ESG : celle-ci est mesurée non plus pour elle-même, mais pour ce qu'elle apporte à la performance financière. Le glissement sémantique a permis l'intéressement d'une nouvelle catégorie d'utilisateurs aux besoins d'information spécifiques : les investisseurs mainstream. Pour répondre à leurs besoins, l'analyse extra-financière se trouve progressivement intégrée à l'analyse financière classique. Ces développements relèvent d'un phénomène qui dépasse le seul champ financier, qui est l'expansion d'une approche économique aux enjeux non-économiques, décrit par certains auteurs comme un processus de « réification ».

### **3. L'expansion d'un régime particulier d'accountability**

Depuis quelques décennies, la littérature en comptabilité constate l'expansion d'un régime particulier d'accountability. Ce régime est caractérisé par la mesure de la performance selon des catégories prédéfinies, le recours intensifié aux techniques comptables et la domination de l'efficacité économique comme principe conducteur. Il s'étend désormais non seulement aux organisations non-marchandes mais également aux individus et produit des effets constitutifs sur ceux-ci. Lorsqu'une organisation ou un individu produit des comptes qui ne correspondent pas aux critères du régime d'accountability dominant, cela crée une opacité qui entrave sa reconnaissabilité au sein d'un champ. Pour les analystes extra-financiers d'aujourd'hui, ces critères dérivent du champ financier. Or, des tensions sont créées par le transfert des techniques d'analyse financière sur des informations extra-financières.

### **4. Introduction du cadre théorique : la reconnaissance selon Honneth et Butler**

Le cadre choisi combine les philosophies d'Axel Honneth et de Judith Butler, dont le point en commun est l'importance qu'elles accordent à la notion de reconnaissance. Pour Honneth, la reconnaissance décrit un « engagement primaire » avec autrui et le monde qui précède la connaissance. Judith Butler pense la reconnaissance comme un processus d'acceptation sociale, conditionnée par l'adaptation à un ensemble de normes au sein d'un champ donné. En écho à Honneth, la production de la performance ESG est interprétée comme reconnaissance par l'analyste. Ce processus est médié par les conditions de la reconnaissance de l'analyste comme membre d'un champ social, au sens de Butler.

**QR : comment les analystes produisent-ils la performance ESG et leur propre identité professionnelle en interaction avec les normes et le discours financiers ?**

## **1. Étude initiale**

L'étude initiale a été menée en amont de l'inscription en thèse, alors que je travaillais comme analyste extra-financière dans une petite agence de notation, pendant que celle-ci avait entamé un processus de standardisation méthodologique pour mieux se conformer aux demandes du marché. La motivation de cette étude était le constat de tensions liées à ce processus et l'envie de mieux en comprendre l'origine. Cette étude se décompose en deux parties : premièrement, une auto-ethnographie, par observation participante couverte (Roulet et al., 2017), à partir de la prise de poste en octobre 2015 jusqu'à ma démission en juillet 2018. Le premier chapitre de cette thèse a été écrit sur la base d'un journal réflexif rédigé pendant cette période. Deuxièmement, une étude de cas organisationnelle, menée conjointement avec un autre chercheur dans une démarche insider-outsider (Gioia et al., 2010), basée sur mes notes personnelles mais également sur deux tours d'entretiens menés par l'autre chercheur avec l'ensemble de mes collègues. De grandes quantités de données secondaires ont également été collectées et analysées (comptes rendus de réunions de l'équipe, documents méthodologiques, articles rédigés par le fondateur de l'agence, etc.). Ces données secondaires couvrent mes trois ans d'activité dans cette agence, à partir d'octobre 2015. Les retranscriptions d'entretien (24 entretiens) ainsi que les notes personnelles ont été codées de manière ascendante. L'étude de cas organisationnelle ne figure pas dans cette thèse mais a grandement influencé mon positionnement, mes questionnements et ma conduite au long de l'étude principale qui a suivi.

## **2. Étude principale**

L'étude principale a démarré après mon inscription en thèse. Marquée par ma propre expérience mais consciente que celle-ci n'était peut-être pas représentative du champ, j'ai voulu m'ouvrir à l'expérience des autres. Pendant mes années d'analyste et pendant l'étude initiale, j'avais fait le constat de l'existence de tensions qui me semblaient inhérentes à la pratique de l'analyse extra-financière. Or, je ne pouvais pas être sûre que ces tensions n'étaient pas liées aux caractéristiques de l'organisation où j'avais travaillé. J'ai donc d'abord voulu vérifier l'existence de ces tensions chez d'autres analystes qui travaillaient avec des méthodologies moins flexibles dans des organisations plus établies. Une étude exploratoire visant à systématiser ces tensions m'en a rapidement donné la confirmation. Ensuite, l'objectif de l'étude principale était de comprendre comment les analystes produisent la performance ESG malgré ces tensions. Afin d'explorer cette question, j'ai mené une enquête de terrain par entretien. Au total, 41 entretiens ont été menés avec des analystes, des directeurs de recherche, des « pionniers de l'ISR » et d'autres acteurs. Les analystes constituaient la première population ciblée ; les autres entretiens ont été menés pour contextualiser leurs pratiques et comprendre les différentes sources des injonctions auxquelles ils doivent faire face. L'ensemble des retranscriptions ont été analysées par codage « inductif », c'est-à-dire de manière ascendante, à partir des extraits plutôt que des concepts théoriques. Or, mon positionnement épistémologique dans cette étude peut être plus correctement décrite comme abductive, dans le sens où les résultats, présentés dans une structure de données, sont le produit de mes interprétations à la lumière de mon expérience précédente et du contexte dont je suis issue. J'ai essayé, dans ce chapitre méthodologique, de suivre les recommandations d'Alvesson & Skoldberg (2009) pour une méthodologie qualitative réflexive. Cette approche débouche non pas sur la représentation mais sur l'interprétation des données collectées. Dans une étude réflexive, cette interprétation est à interpréter, ce qui veut dire qu'il faut être attentif non seulement aux manières dont ces données sont construites, mais également mais au rôle du chercheur comme sujet qui construit et au contexte idéologique, politique et linguistique qui construit le chercheur.

## **Prologue : Motivations personnelles des analystes**

En avant-propos du chapitre, je compare les motivations personnelles des analystes à profil extra-financier et financier à faire des analyses de la performance ESG. Le premier groupe a généralement une conception instrumentaliste de la finance (durable) : celle-ci est envisagée comme un instrument pour transformer les pratiques des entreprises ou des investisseurs. Le deuxième groupe considère non pas la finance, mais la performance ESG comme un instrument, utilisé pour détecter des enjeux extra-financiers qui pourraient constituer des risques ou opportunités financiers pour l'entreprise. En d'autres termes : si les analystes extra-financiers cherchent à mettre la finance au service de l'extra-financier, les analystes financiers essaient plutôt de mettre l'extra-financier au service de la finance.

### **1. La production d'un champ organisationnel**

L'idée de plus en plus répandue que la performance ESG serait corrélée à la performance financière a rendu l'analyse ESG mainstream. Ce consensus mène à des restructurations de marché comme résultat des nombreuses fusions et acquisitions impliquant des acteurs spécialisés dans l'analyse extra-financière. Malgré l'intérêt que suscitent ces acteurs auprès des investisseurs et gérants d'actif, le coût élevé de l'analyse extra-financière les contraint à se réinventer pour rester rentable. Une première conséquence est une accélération et une industrialisation des pratiques d'analyse, parfois au détriment de leur qualité et profondeur. Une deuxième conséquence est une intégration progressive des profils d'analyste, qui sont de plus en plus amenés à réaliser des analyses dites « intégrées ». On constate donc une émulation entre analystes et gérants aux profils hybrides.

### **2. La production d'un discours autour de la matérialité financière**

Le consensus sur la « matérialité » de l'ESG, c'est-à-dire son impact financier influence la manière dont les analystes parlent de leur travail. Afin de se conformer au discours en vogue et paraître professionnel, ils ont tendance à justifier la plus-value de leurs analyses en référence aux risques financiers, soit directement, soit indirectement en évoquant des nouvelles normes susceptibles de se transformer en risques. Pour ne pas être accusé de subjectivité, ils cherchent à se justifier en référence aux chiffres pour attester de la pertinence de leurs méthodologies.

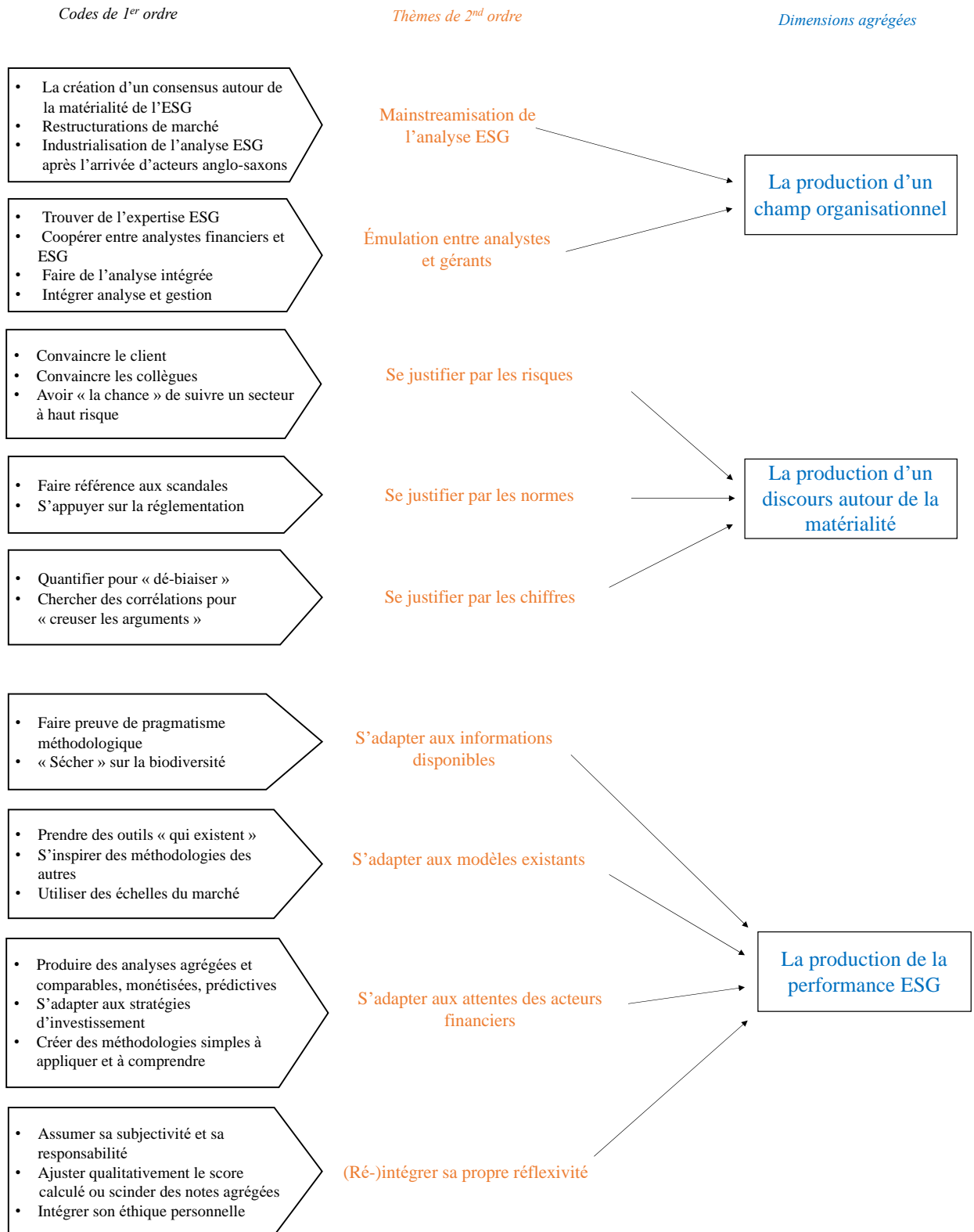
### **3. La production de la performance ESG**

Les injonctions qui émanent du champ et du discours ont leurs répercussions sur la façon dont les analystes produisent la performance ESG : ils s'adaptent aux informations disponibles, en se limitant aux indicateurs qui leur permettent de produire des analyses comparables ; ils s'adaptent aux modèles et outils existants, même quand ceux-ci semblent peu appropriés pour refléter les caractéristiques des informations extra-financières ; ils s'adaptent aux attentes des acteurs financiers sur la forme et le contenu des informations, qui doivent pouvoir être intégrées à leurs stratégies d'investissement. Mais face aux complexités inhérentes à l'analyse de la performance extra-financière, certains analystes réintègrent leur propre réflexivité, disent vouloir assumer leur subjectivité et leur responsabilité d'analyste, ce qui passe parfois par des ajustements manuels de scores calculés automatiquement ou par l'intégration de leur éthique personnelle.

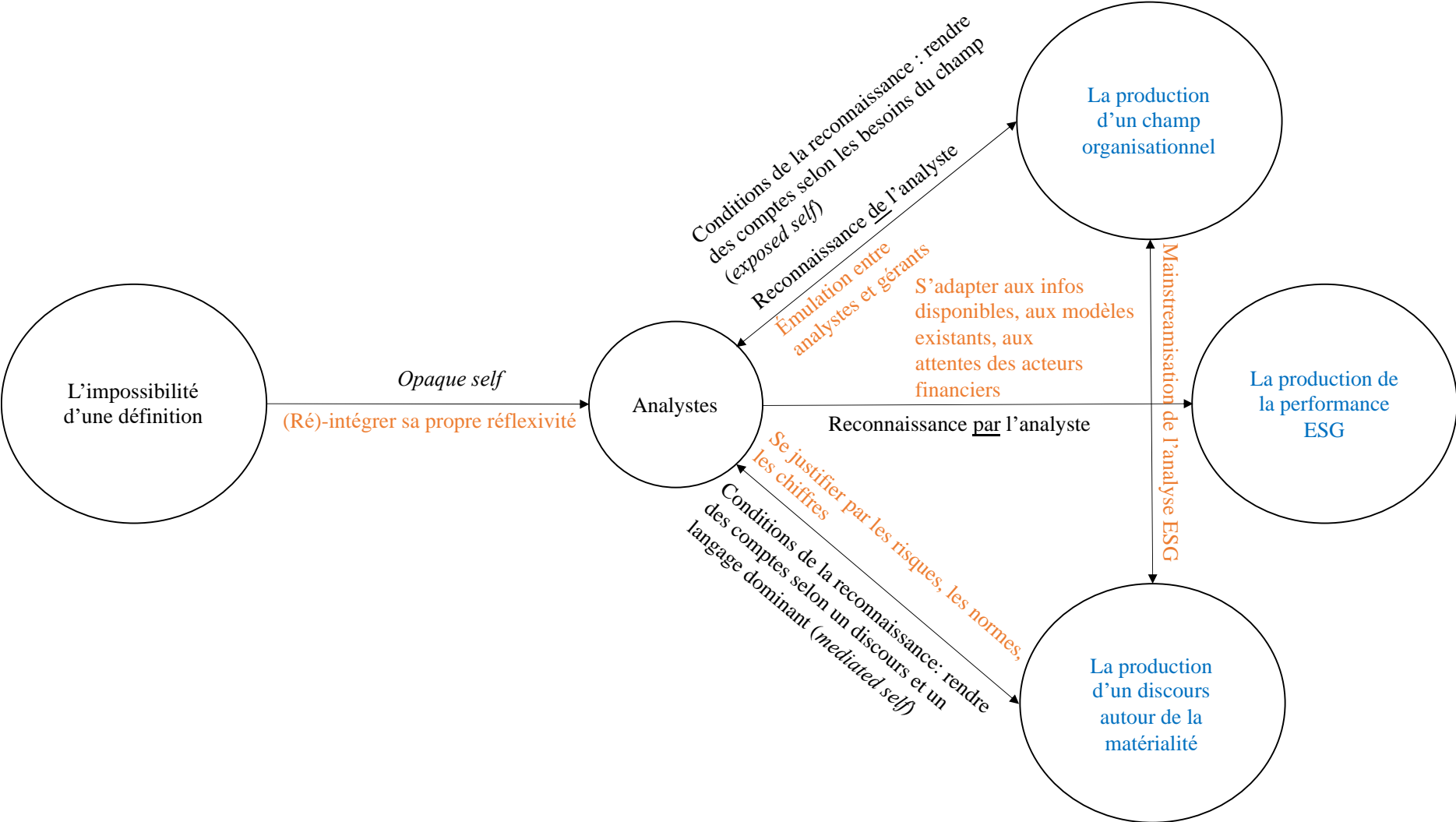
## **Épilogue : les analystes et leurs émotions**

En épilogue, je propose une caractérisation des différents profils d'analystes rencontrés en fonction de leurs émotions. Celles-ci vont de la satisfaction à pouvoir mettre l'ESG au service de la finance pour toujours mieux prédire les risques et les opportunités des entreprises, à la frustration, voire la déprime de ne pas pouvoir mettre la finance au service de l'ESG à cause des injonctions du champ financier.

## Structure de données



Application du cadre théorique sur les résultats



### **1. Le rôle de la reconnaissance dans le travail des analystes**

Dans cette thèse, j'ai cherché à comprendre comment les analystes produisent la performance ESG en interaction avec les normes et le discours financiers. Il s'agissait donc d'étudier la reconnaissance par l'analyste qui détermine ce qui constituera la performance ESG. Je m'inspire ici de la pensée d'Axel Honneth, pour qui la reconnaissance, assimilée à une identification préalable d'autrui et du monde, précède la production de connaissances. Mais l'analyste ne peut produire des connaissances jugées utiles au sein d'un champ que s'il est lui-même reconnu. Selon Judith Butler, la reconnaissance est conditionnée à l'adaptation à des normes sociales. Ainsi, la reconnaissance de l'analyste est liée à un certain nombre de conditions de la reconnaissance qui comprennent sa capacité à se rendre intelligible dans un certain langage mais également à répondre à une demande à laquelle il est exposé et qui colonise ses pratiques, transformant le projet même de l'analyse extra-financière.

### **2. Luttes de pouvoir autour de la vision du monde**

Ma thèse illustre comment les chiffres sont utilisés dans une lutte de pouvoir autour de la vision du monde. Cette lutte oppose les acteurs historiques de l'ISR, à l'origine d'importantes innovations méthodologiques visant à développer les meilleures métriques pour refléter la performance ESG dans toutes ses facettes, aux nouveaux entrants sur le marché, qui ont une perspective très financière sur la performance ESG. Cette lutte a une dimension discursive importante, mais se déroule également de manière plus frontale par des rachats d'agences et des batailles méthodologiques. Ma thèse souscrit ainsi aux constats de la sociologie de la quantification, et montre que ceux qui s'approprient la production des métriques sont également ceux qui sont en position d'établir et de garder une position dominante.

### **3. Contributions théoriques à la littérature sur l'accountability et sur la performativité (critique)**

Ma thèse apporte deux contributions théoriques. La première est à la littérature sur l'accountability et montre comment les professionnels dont c'est le métier de construire des mesures de la performance internalisent des normes qu'ils n'ont pas choisies et qui les contraignent à traiter le monde de manière réifiée (Honneth). Cette contribution dévoile la violence éthique (Butler) que l'assujettissement à ces normes provoque. La deuxième est à la littérature sur la performativité des outils et la performativité critique, et montre comment il est possible de lier les deux. Les analystes produisent eux-mêmes les normes qui les contraignent mais sont réflexifs sur leur travail et peuvent parfois traduire cette réflexivité dans leurs outils de manière à produire des résultats différents. Ils sont à la fois soumis à la performativité contraignante de leurs outils, mais également à l'origine d'un processus de performativité critique.

### **4. Produire des connaissances à partir de sa subjectivité par l'immersion et l'exploration**

Ma thèse combine une approche immersive et personnelle avec une démarche d'ouverture et d'exploration, dans laquelle la subjectivité est acceptée comme centrale pour la production de connaissances. Par rapport à l'auto-ethnographie ou l'enquête ethnographique, cette démarche combine une perspective détaillée et intime de l'intérieur d'une organisation avec une perspective plus large sur le champ dont celle-ci fait partie, ce qui fournit une double perspective sur un même phénomène, qui est étudié d'abord en profondeur, ensuite en largeur.

### **5. Commentaire sur le projet de mettre la finance au service de la transition**

La production d'un discours autour de la matérialité financière de l'ESG a provoqué une inversion des fins (mobiliser la finance pour appuyer la transition écologique et sociale) et moyens (diffuser un discours pour convaincre les acteurs financiers à se lancer). Plutôt que de se féliciter de l'engouement pour l'ESG « matériel », il me semble urgent d'étudier les répercussions concrètes de cette inversion sur la capacité de l'analyse extra-financière à servir la transition écologique et sociale.

AVANT-PROPOS : « MOI JE SUIS LA, EUX ILS SONT A L'AUTRE BOUT ET ENTRE LES DEUX, IL Y A LA MATERIALITE FINANCIERE » .....	17
<b>INTRODUCTION .....</b>	<b>25</b>
<b>I. RECIT D'UNE DESILLUSION .....</b>	<b>31</b>
<b>II. CHERCHER DES EXPLICATIONS THEORIQUES A UNE DECEPTION PERSONNELLE.....</b>	<b>59</b>
1. LA PRODUCTION IMPOSSIBLE D'UNE PERFORMANCE ESG .....	65
1.1. <i>L'impossibilité d'une définition.....</i>	65
1.2. <i>La production de la performance ESG dans son évaluation.....</i>	68
1.3. <i>Légitimation par la quantification.....</i>	73
1.4. <i>La production de la performance par les analystes .....</i>	80
2. LA PRODUCTION D'UN DISCOURS ET SES EFFETS .....	87
2.1. <i>L'émergence d'un nouveau consensus au sein d'un champ.....</i>	87
2.2. <i>Financiarisation de la performance ESG.....</i>	99
2.3. <i>Financiarisation de l'évaluation extra-financière .....</i>	106
2.4. <i>L'expansion d'une approche économique aux enjeux non-économiques.....</i>	112
3. L'EXPANSION D'UN REGIME PARTICULIER D'ACCOUNTABILITY.....	118
3.1. <i>L'expansion d'un style particulier d'accountability organisationnelle .....</i>	118
3.2. <i>L'expansion d'un régime particulier d'accountability de soi .....</i>	125
3.3. <i>Professionnalisation et accountability des analystes extra-financiers.....</i>	132
4. INTRODUCTION DU CADRE THEORIQUE : LA RECONNAISSANCE SELON HONNETH ET BUTLER.....	138
4.1. <i>Axel Honneth : la reconnaissance précède la connaissance.....</i>	140
4.2. <i>Judith Butler : les conditions de la reconnaissance .....</i>	144
<b>III. IMMERSION ET EXPLORATION .....</b>	<b>149</b>
1. ÉTUDE INITIALE .....	152
1.1. <i>Positionnement épistémologique pour l'étude initiale .....</i>	152
1.2. <i>Caractéristiques de l'organisation .....</i>	157
1.3. <i>Sources d'informations étudiées.....</i>	158
1.4. <i>Analyse des informations.....</i>	160
2. ÉTUDE PRINCIPALE.....	163
2.1. <i>De l'étude initiale à l'étude principale.....</i>	163
2.2. <i>Positionnement épistémologique pour la conduite d'entretiens.....</i>	164
2.3. <i>Collecte de données.....</i>	168
2.4. <i>Analyse des données.....</i>	173
<b>IV. ÉCHOS D'UN CHAMP SOUS TENSION .....</b>	<b>181</b>
PROLOGUE : MOTIVATIONS PERSONNELLES DES ANALYSTES.....	183
1. LA PRODUCTION D'UN CHAMP ORGANISATIONNEL .....	192



1.1.	<i>Mainstreamisation de l'analyse ESG</i> .....	193
1.2.	<i>Émulation entre analystes et gérants</i> .....	221
2.	LA PRODUCTION D'UN DISCOURS AUTOUR DE LA MATERIALITE FINANCIERE.....	241
2.1	<i>Se justifier par les risques</i> .....	242
2.2.	<i>Se justifier par les normes</i> .....	258
2.3.	<i>Se justifier par les chiffres</i> .....	263
3.	LA PRODUCTION DE LA PERFORMANCE ESG.....	277
3.1.	<i>S'adapter aux informations disponibles</i> .....	278
3.2.	<i>S'adapter aux modèles existants</i> .....	287
3.3.	<i>S'adapter aux attentes des acteurs financiers</i> .....	297
3.4.	<i>(Ré-)intégrer sa propre réflexivité</i> .....	312
	ÉPILOGUE : LES ANALYSTES ET LEURS EMOTIONS .....	328
<b>V.</b>	<b>RECONNAISSANCE, ASSUJETTISSEMENT ET REIFICATION</b> .....	<b>335</b>
1.	LE ROLE DE LA RECONNAISSANCE DANS LE TRAVAIL DES ANALYSTES .....	340
1.1.	<i>Axel Honneth et la reconnaissance par l'analyste</i> .....	341
1.2.	<i>Judith Butler et la reconnaissance de l'analyste</i> .....	345
2.	LUTTES DE POUVOIR AUTOUR DE LA VISION DU MONDE.....	363
3.	CONTRIBUTIONS THEORIQUES : LES APPORTS DE LA PHILOSOPHIE CRITIQUE A LA RECHERCHE EN COMPTABILITE .....	367
3.1.	<i>Violence éthique dans l'assujettissement à une norme réifiante</i> .....	369
3.2.	<i>La réflexivité comme itération performative face à la performativité contraignante des outils</i> ..	374
4.	PRODUIRE DES CONNAISSANCES A PARTIR DE SA SUBJECTIVITE PAR L'IMMERSION ET L'EXPLORATION.	381
5.	COMMENTAIRE SUR LE PROJET DE METTRE LA FINANCE AU SERVICE DE LA TRANSITION.....	384
	<b>CONCLUSION</b> .....	<b>389</b>
	<b>BIBLIOGRAPHIE</b> .....	<b>397</b>
	ANNEXE 1. STRUCTURE DE DONNEES POUR L'ETUDE DE CAS ORGANISATIONNELLE.....	414
	ANNEXE 2. EXEMPLE DE GUIDE D'ENTRETIEN .....	415
	ANNEXE 3. TOUS LES ENTRETIENS REALISES .....	416
	ANNEXE 4. PETIT PANORAMA DE PROFILS D'ANALYSTES .....	417
	ANNEXE 5. LES PRINCIPES DE PRI .....	419

## Avant-propos : « Moi je suis là, eux ils sont à l'autre bout et entre les deux, il y a la matérialité financière »

### *Confessions d'un analyste ESG<sup>1</sup>*

—Entrez, asseyez-vous, il y un sofa devant la fenêtre... Vous êtes bien installé ? Vous m'avez contacté en raison de votre malaise au travail. Racontez-moi tout.

—Oui, merci de votre accueil. Je suis un peu gêné d'avoir fait appel à vous, après tout je n'ai aucune raison de ne pas être bien au travail : je travaille dans un secteur prometteur en plein développement, j'apprends énormément de choses tous les jours, j'ai été bien accueilli au sein de l'équipe, *on m'a proposé un CDI au terme de mon contrat d'apprentissage<sup>2</sup>...* Et c'est moi qui avais voulu travailler dans le secteur de la finance. Même si je n'ai jamais spécialement été attiré par ce secteur. J'ai fait un M1 en développement durable, ensuite j'ai complété ma formation par un M2 en finance. *Je n'étais pas intéressé par la finance pour la finance, j'étais très tenté développement durable et je me suis rendu compte que le levier financier pouvait être un bon levier de développement de pratiques<sup>3</sup>.* Car dans le cadre de mon M1, on avait eu un cours sur l'ISR. L'investissement socialement responsable. C'était un ancien analyste de Kepler Cheuvreux qui était venu nous expliquer comment certains investisseurs font appel à des analystes pour les aider à sélectionner des entreprises durables pour investir. Et que ces investisseurs sont de plus en plus nombreux. Il nous expliquait aussi que maintenant, il y a même de plus en plus d'investisseurs qui ne sont pas spécialement intéressés par le développement durable, mais qui demandent quand-même des analyses de la performance non-financière des entreprises. On appelle ça des analyses « ESG », pour environnement, social et gouvernance. Car ces investisseurs pensent que de telles analyses aident à mieux comprendre la performance « globale » d'une entreprise.

Donc l'ISR et l'ESG sont des secteurs en plein développement. A vrai dire, j'ai toujours été plus intéressé par les langues et la littérature, c'est peut-être pourquoi ça ne m'avait jamais traversé l'esprit d'aller travailler dans le secteur de la finance. Mais je me rappelle avoir été fasciné par le potentiel de transformation, la force de frappe de ce secteur... Vous n'imaginez pas combien de milliards y circulent et à quel point notre monde est contrôlé par des investisseurs privés, sans qu'on s'en rende compte ! Quand j'ai compris ça, je me suis dit, *mais en fait, le pouvoir est là<sup>4</sup>.* Et j'ai toujours voulu avoir un métier avec un impact. Je pense que c'était ça, ma motivation principale. Oui, j'ai voulu avoir un métier à impact et dans la finance, *le pouvoir d'impact est énorme<sup>5</sup>.*

---

<sup>1</sup> Cet avant-propos propose une introduction littéraire et imaginée de mon sujet de thèse, même si certains éléments peuvent être inspirés de mon expérience personnelle. Les verbatim, en italiques, sont tirés des entretiens menés avec des analystes pendant mon enquête de terrain.

<sup>2</sup> Analyste ESG, le 3 avril 2020

<sup>3</sup> Analyste-gérante intégrée, le 14 mai 2019

<sup>4</sup> Analyste ESG, le 22 mars 2019

<sup>5</sup> Analyste ESG, le 22 mars 2019

—Cela me semble une réflexion lucide. En plus, vous dites que le secteur est en plein développement. Qui dit développement dit aussi impact croissant.

—Oui, certainement. C'est la raison pour laquelle j'ai fait un M2 en finance. Mais *je n'ai pas du tout aimé, le master finance*<sup>6</sup>. Mais je me suis dit que c'était pour la bonne cause. Or, malgré la montée en puissance de l'ESG ces dernières années, on ne nous en a pas beaucoup parlé pendant la formation. L'ambiance était très financière de toute façon : *j'étais avec des clichés de gens qui sont en finance, donc des gens de Wall Street et c'était très pesant, parce que je trouvais qu'il n'y avait aucune réflexion sur des problématiques connexes à la finance, que ce soit le développement, l'environnement, les questions de société etc.*<sup>7</sup> Il y avait quelques retours sur expérience par des anciens du master qui maintenant travaillaient en tant que gérant d'actifs ou analyste, et qui nous disaient que l'ESG était vraiment *booming*. Mais je n'ai pas eu de cours sur comment intégrer l'ESG dans les modèles d'évaluation... Maintenant je comprends pourquoi : ces modèles n'existent pas. Justement, on m'a embauché pour les développer. En master, on nous faisait faire des modèles de *pricing* classiques, basé sur des calculs stochastiques, des probabilités... Des trucs chiants, quoi. Est-ce que j'ai déjà mentionné que j'ai un cerveau plutôt littéraire ? Tous ces calculs m'embêtaient et je ne voyais pas bien à quoi ils servaient. J'ai toujours trouvé bizarre ces tentatives de prédire l'avenir sur la base de statistiques sur des événements passés. La finance en soi, ça ne m'a jamais branché. Mais comme je disais tout à l'heure, en même temps je savais que c'était là que des choses intéressantes étaient en train de se passer. Je suis donc sorti de mon master avec une certitude : *si j'allais faire de la finance, ça allait être responsable*<sup>8</sup>.

—Et est-ce que vous avez réussi à trouver un poste dans la finance responsable ?

—Alors, la finance responsable, je ne sais pas, mais j'ai réussi à trouver un poste dans l'ESG. Plus précisément, on m'a donné la mission de développer une méthodologie d'analyse ESG pour des analystes crédit. C'est-à-dire que je suis dans une équipe d'analystes crédit classiques, une équipe qui fait partie d'une grande banque d'investissement, et on m'a demandé de les aider dans leur reconversion en analystes intégrés, c'est-à-dire des analystes qui intègrent dans leurs analyses financières des aspects ESG. Car l'ESG, *tout le monde s'y met maintenant. Tout le monde s'y met, pourquoi, c'est purement mercantile, c'est que tout le monde veut de l'ESG sur le marché, et que si tu ne fais pas de l'ESG, tu es en dehors du marché*<sup>9</sup>. Même les grandes banques et les gérants d'actif classiques en font. Même Moody's, Standard & Poor's, Blackrock... Vous ne savez pas qui c'est ? Blackrock, c'est le plus grand gérant d'actifs au monde. Ils ont presque 8 000 milliards de dollars sous gestion<sup>10</sup>. Ces mecs-là, ils contrôlent

---

<sup>6</sup> Analyste ESG/financier, le 14 avril 2020

<sup>7</sup> *Ibidem*

<sup>8</sup> Analyste ESG, le 22 mars 2019

<sup>9</sup> Analyste financière, le 21 février 2020

<sup>10</sup> « Blackrock dépasse les attentes et approche les 8 000 milliards sous gestion ». Capital, le 13 octobre 2020. Consulté le 2 mars 2021. <https://www.capital.fr/entreprises-marches/blackrock-depasse-les-attentes-et-approche-les-8-000-milliards-de-dollars-dactifs-sous-gestion-1383012>

tout. Bref, comme m'a dit mon chef à mon entretien d'embauche : dans ma structure, ils ont reconnu qu'il y a là *un mouvement de fond qu'ils ne peuvent pas se permettre de rater*<sup>11</sup>. Mais les analystes dans l'équipe, ils ont été formés à la finance classique. Ils avaient entendu parler de l'ESG, bien sûr, mais ils ne savaient pas du tout comment l'intégrer à leurs analyses. Donc ils ont fait appel à moi pour les aider, avec mon profil mixte développement durable/finance, ils pensaient sûrement que j'en serais capable.

—On dirait en effet que vous avez fait les bons choix pendant votre formation initiale pour vous préparer au marché de travail. Votre profil doit être très recherché maintenant, dans le contexte de marché que vous décrivez.

—C'est vrai. Comme je le disais tout à l'heure, les formations en finance n'ont pas encore intégré cette nouvelle demande du marché. Donc en ESG, il y a *une création de poste quasiment tous les jours, tous les deux jours au moins ! Parce qu'il faut relayer, et du jour au lendemain, il faut des analystes ESG*<sup>12</sup>. Donc on m'a demandé de développer une méthodologie intégrée. Ce qui veut dire que je dois proposer des indicateurs dans chacun des trois dimensions, donc E, S et G, qui viendront compléter la grille que mes collègues utilisent déjà. L'objectif, comme me l'a fait comprendre mon chef, c'est d'avoir non pas deux méthodologies séparées mais une grille vraiment intégrée. Ses instructions ont été très claires : il faut que ce soit facile à utiliser, il faut que ça s'intègre bien à notre méthodologie existante, il faut que les gérants y voient l'intérêt et il faut que ce soit bien défini, cadré et stable, car *le but quand-même à terme est de faire valider la méthodologie par l'ESMA*<sup>13</sup>, le régulateur européen des marchés financiers. Pour qu'on ait une chance d'obtenir un agrément de l'ESMA, il faut que la méthodologie soit extrêmement minutieusement décrite et stable, pour pouvoir produire des résultats qui soient comparables dans le temps. Personnellement, j'aurais préféré développer un *référentiel plus souple*<sup>14</sup>, à adapter par l'analyste selon la situation de chaque entreprise. *Moi, c'est comme ça que j'aurais vu finalement le meilleur référentiel ESG. Mais par souci de simplicité d'une part pour les analystes mais aussi pour pouvoir vendre le référentiel aux clients, il faut quelque chose de compréhensible et de facile à expliquer, tout en étant performant et efficace et qui permette de tirer des conclusions sur la performance ESG d'une entreprise*<sup>15</sup>.

—Et comment avez-vous procédé ?

—Vous savez, j'ai eu la chance d'effectuer un stage dans une petite agence de notation, avant d'obtenir ce poste. C'était une agence ISR, donc qui faisait des analyses pour des investisseurs qui voulaient investir dans des entreprises durables. Qui avaient donc un autre objectif que les investisseurs qui intègrent l'ESG pour des raisons financières. Ce stage m'avait bien plu, même si l'agence en question avait de gros problèmes de rentabilité et d'ailleurs n'existe plus aujourd'hui. Et donc, à mon départ de l'agence, vous ne le répérez pas...

---

<sup>11</sup> Analyste financier, le 22 février 2019

<sup>12</sup> Analyste ESG/financier, le 14 avril 2020

<sup>13</sup> Analyste ESG, le 10 mai 2019

<sup>14</sup> Analyste ESG, le 19 juillet 2019

<sup>15</sup> *Ibidem*

—En tant que psychologues, nous avons l’obligation de respecter le secret professionnel.

—...mais au moment de partir de cette agence, j’ai sauvegardé une copie de leur grille d’indicateurs sur mon ordinateur. C’est évidemment du vol, car cette méthodologie fait partie de la propriété intellectuelle de cette agence. Je pense qu’on pourrait m’attaquer en justice pour ça, d’autant plus que c’est un secteur hyperconcurrentiel... Mais je suis content de l’avoir fait. C’est une grille super-détaillée, avec plein de critères, donc ça m’a donné une source d’inspiration considérable. Sans ça, je n’aurais vraiment pas su comment m’y prendre et de toute façon, l’agence n’est plus opérationnelle et n’utilise plus cette méthodologie. Le seul problème c’est que, comme c’était une agence ISR, la plupart de ces critères étaient liés à la vertu d’une entreprise, et pas tellement à ses risques et opportunités financiers. *Il n’y avait pas vraiment de démonstration, de justification économique, financière, ou opérationnelle de ces critères*<sup>16</sup>. Dans le secteur, on appelle ça la « matérialité ». Les critères sont « matériels » s’ils ont une incidence sur les risques ou le rendement d’une entreprise. Donc il faut que je fasse un tri des critères de la grille de mon ancienne agence ISR. *Parce qu’il y a tout un côté éthique de l’ESG qui est dans [leur grille], le côté de dire, cet indicateur permet de dire si cette boîte est éthique ou non. Finalement, dans le crédit, ce n’est pas important*<sup>17</sup>. Car même si on dit de plus en plus, les *millennials* ne voudront plus travailler pour des entreprises qui traitent mal leurs employés, ces entreprises-là vont avoir des problèmes de recrutement, ne vont plus être capables d’attirer et de garder des talents... Franchement, ça, c’est quelque chose que les agences de notation ISR racontent à leurs clients, mais je n’ai pas encore vu le cas où une entreprise avait fait faillite parce qu’elle avait mal traité ses employés. *L’égalité homme-femme en entreprise, ou le taux d’employés en situation d’handicap, à court terme, à notre sens, à mon sens, ce n’est pas quelque chose qui va empêcher une boîte de rembourser ses obligations*<sup>18</sup>. C’est plutôt l’inverse : les plans de licenciement massifs, les restructurations, généralement, ça consolide la situation financière des entreprises et rend leurs obligations moins risquées... Il fallait donc se débarrasser de tous ces critères « éthiques », *parce que ce que l’on cherche, ce n’est pas une entreprise éthique, mais une entreprise qui ne va pas faire défaut, en fait*<sup>19</sup>.

—Donc si je vous comprends bien, vous ne pouviez pas reprendre tous ces critères qui sont liés à la vertu d’une entreprise, parce qu’ils ne correspondent pas toujours à l’objectif de l’analyse ESG, qui est d’évaluer des critères qui sont « matériels », donc liés aux risques ou opportunités financiers d’une entreprise ?

—C’est exactement ça. Et donc je me suis mis à tailler dans les indicateurs, j’ai retenu uniquement les critères dont la répercussion sur ce fameux couple risques-rendement est évidente... Donc par exemple, le grand classique, c’est la gouvernance. C’est un critère ESG mais en réalité ça faisait déjà partie de l’analyse financière telle qu’elle était pratiquée par mes

---

<sup>16</sup> Analyste ESG, le 3 avril 2020

<sup>17</sup> Analyste ESG, le 10 mai 2019

<sup>18</sup> *Ibidem*

<sup>19</sup> *Ibidem*

collègues avant que j'arrive. J'ai donc commencé par ça, c'était le plus simple. Une entreprise qui a des problèmes de gouvernance aura tôt ou tard des problèmes financiers. Mes collègues pouvaient facilement comprendre ça ; la gouvernance était donc *ce qui parlait le plus, qui était le plus pertinent, où il y avait une matérialité plus facilement visible alors que l'environnemental et le social, c'est très, très compliqué*<sup>20</sup>. Et après, j'ai essayé de détailler tout ça un petit peu. Souvenez-vous, il fallait que la méthodologie que je développe soit aisément utilisable par mes collègues, compréhensible par les gérants et corresponde aux exigences du régulateur... *Il y a une doctrine AMF [l'Autorité des Marchés Financiers] sur l'avis de marché, c'est le MAR, market abuse regulation, sur le fond et la forme, sur ce qu'on dit et la manière dont on le dit qui doit être présenté de manière non seulement claire mais aussi objective et le plus froide possible*<sup>21</sup>. Il fallait donc diminuer la part qualitative de l'analyse, car ça fait plus sérieux quand c'est quantifié. Vous savez, *l'ESG a plus à prouver par rapport à ça, d'un côté il y a des chiffres et de l'autre côté il y a les lettres*<sup>22</sup>. *J'ai donc essayé de quantifier tant que possible*<sup>23</sup>. Ce n'était pas toujours évident, pour m'aider j'ai donc fait un benchmark de critères proposés par des providers spécialisés, vous n'imaginez pas ce qu'on trouve aujourd'hui sur le marché ! Des critères complètement farfelus, des modèles prédictifs liés à l'ESG, *des critères automatiques qui font des comparaisons de choux et de carottes*<sup>24</sup>... Parce que s'il y a une chose que j'ai compris, c'est que c'est le plus souvent très difficile de démontrer la matérialité d'un critère ESG. Il n'y a pas de liens de causalité en fait, ou en tout cas on ne peut pas le prouver. Mais il fallait bien que je trouve *un peu de vernis, car c'est extrêmement compliqué d'argumenter en l'absence d'outils*<sup>25</sup>... Je me suis donc résigné à prendre des critères qui étaient susceptibles à impressionner ma hiérarchie et mes collègues, car ce sont eux à qui je dois rendre des comptes. J'ai trouvé des trucs. Par exemple, il y a *une fintech, qui utilise l'intelligence artificielle et le big data en fait pour reconnaître des patterns comptables douteux*<sup>26</sup>. Incroyable ce qu'on peut faire, non ?

—Incroyable, en effet. Et donc vous avez contacté cette entreprise pour développer un partenariat ?

—Oui, parce que les critères qu'ils proposaient correspondent parfaitement à mon cahier des charges : quantifiés, avec un lien explicite, même non-prouvé, aux risques potentiels, facilement intégrables à la grille existante... Car une partie de ma mission consiste aussi à former les analystes crédit, donc mes collègues, à la méthodologie que je suis train de développer. Les critères comme ceux-là, ils comprennent.

—D'accord. Mais euh, si je vous écoute parler, je me demande pourquoi vous dites souffrir de votre situation au travail. Par rapport à ce que vous me dites, j'ai l'impression que tout va bien :

---

<sup>20</sup> Analyste ESG, le 3 avril 2020

<sup>21</sup> *Ibidem*

<sup>22</sup> *Ibidem*

<sup>23</sup> *Ibidem*

<sup>24</sup> Analyste-gérante intégrée, le 14 mai 2019

<sup>25</sup> Analyste ESG, le 13 mai 2019

<sup>26</sup> Analyste ESG, le 4 avril 2020

vous avez réussi à décrocher un job dans le secteur que vous visiez, vous contribuez activement à la transformation de ce secteur en élaborant une méthodologie ESG pour des analystes crédit qui auparavant regardaient uniquement des critères financiers, et en plus dites recevoir un bon écho de la part de vos collègues... Qu'est-ce qui ne va pas, au juste ?

—C'est normal que vous ne compreniez pas tout de suite ce qui ne va pas, moi-même ça m'a pris plusieurs mois avant de me rendre compte qu'il y avait quelque chose qui me dérangeait... Et comme je vous l'ai dit au début, objectivement, je n'ai pas de raisons de désespérer. Mais c'est en formant mes collègues que j'ai compris. Si vous voulez, eux, ils sont habitués à regarder une entreprise uniquement sous le prisme de ses risques. Est-ce que l'entreprise va faire faillite ou pas ? Ils ont fait des formations en finance, ça fait longtemps qu'ils travaillent en tant qu'analyste financier, ils ont leurs habitudes. Pour eux, l'ESG est une demande commerciale qui vient du marché, rien de plus. Mais moi, j'espérais pouvoir utiliser l'ESG comme levier pour réorienter des flux de financement vers des entreprises plus vertueuses, pour ainsi contribuer à la transition écologique et sociale. J'espérais peut-être *réussir aussi un peu entre guillemets en tant que virus, à transformer la finance*<sup>27</sup>. Et je pensais pouvoir d'autant plus le faire dans ce premier poste, qui consiste justement à former des analystes financiers classiques à l'ESG. Mais j'ai compris qu'on n'a pas les mêmes aspirations. *Moi, je veux changer le monde. On ne parle pas du tout la même langue avec les analystes financiers qui sont très axés finance depuis 20 ans. Moi je suis là, eux ils sont à l'autre bout, et entre nous deux, il y a la matérialité financière*<sup>28</sup>.

—OK, je comprends mieux. Et cette mentalité que vous décrivez, est-ce que vous la voyez chez l'ensemble de vos collègues ?

—Non, en réalité, c'est en train de se transformer. Il y a certains qui commencent à se poser des questions. Car de plus en plus, *il y a des choses qu'ils ne peuvent pas ne pas voir, des crises actuelles, des crises énergétiques, ils voient bien qu'il y a des problèmes. Donc oui, ça bouge pas mal, et ça bouge assez vite. Après, le problème est que même si leur conviction personnelle changeait, en fait, ça ne suffirait pas du tout, parce qu'eux, ils sont pris dans une structure. Parce qu'ils sont là depuis longtemps, ils ont une famille à nourrir... C'est con hein, ce n'est pas tellement une logique individuelle que... enfin les deux sont liés, évidemment, mais plutôt qu'individuelle c'est une logique structurelle, collective. Et finalement, ce n'est pas évident, parce que c'est eux qui sont le plus en dissonance cognitive parce qu'ils sont le plus dans le truc et en même temps ils sont de plus en plus conscients qu'il y a un problème. Et c'est assez violent, moi je les envie pas du tout*<sup>29</sup>. Car moi je suis juste un apprenti finalement, je réfléchis d'ailleurs à refuser le CDI qu'on m'a proposé, *car je ne suis pas sûr de vouloir continuer là-dedans, parce que c'est un peu trop éloigné, je fais beaucoup de compromis dans mes valeurs*<sup>30</sup>. Car quand on me demande de supprimer les critères liés à la vertu, de garder uniquement des

---

<sup>27</sup> Analyste-gérante intégrée, le 14 mai 2019

<sup>28</sup> Analyste ESG, le 30 avril 2019

<sup>29</sup> Analyste ESG, le 4 avril 2020

<sup>30</sup> Analyste ESG, le 4 avril 2020

critères facilement quantifiables et utilisables pour mes collègues analystes financiers, sans qu'ils aient *trop à changer de modèles*<sup>31</sup>...est-ce que je pourrais toujours compter sur l'ESG pour changer le monde par la finance ? J'y crois de moins en moins, et c'est ça, je pense, qui cause mon mal-être. Je pense que c'est lié aux *limites de mon travail : je trouve que c'est actuellement un peu un jeu de dupes, c'est un peu une hypocrisie générale*<sup>32</sup>. Et d'ailleurs je ne suis pas seul : il m'arrive de me rendre aux Apéros de la Finance Durable, qui sont organisés une fois par mois par les professionnels de l'ESG à Paris, et là, il y a beaucoup de gens comme moi. On parle même du *syndrome de l'analyste ESG, c'est un syndrome qu'on retrouve chez notamment les scientifiques du climat, qui font des dépressions parce qu'ils passent leur temps à voir des modèles absolument cataclysmiques, et tout le monde s'en fout. Et j'ai l'impression, dans les AFD, quand je discute avec des gens, tout le monde, alors on n'est pas cyniques mais un peu... Alors on sait tous que ça va dans le mur, mais, voilà, quoi*<sup>33</sup>...

—Je comprends mieux. J'ai comme l'impression que vous ne serez pas le dernier patient issu du secteur de la « finance responsable » que j'accueillerai...

---

<sup>31</sup> Analyste quantitative reconvertie en analyste ESG, le 16 mai 2019

<sup>32</sup> Analyste ESG/financier, le 14 avril 2020

<sup>33</sup> Analyste climat, le 17 mai 2019





# Introduction

Cette thèse trouve ses origines dans une désillusion personnelle et professionnelle. J'ai commencé ma vie active avec la solide intention d'instrumentaliser la machine financière pour provoquer un changement positif dans le monde. Trois ans d'emploi dans une petite agence de notation extra-financière, qui s'était donné pour mission d'évaluer la performance environnementale, sociale et gouvernance (ESG) pour le compte d'investisseurs afin que ceux-ci puissent faire des choix éclairés et réorienter des flux financiers dans la « bonne » direction, m'ont appris que la machine financière ne se laisse pas transformer si facilement. Même si l'intérêt pour la performance « ESG » ne peut plus être nié, il convient toujours de s'intéresser à ce qui se passe derrière les coulisses pour comprendre le sens réel des nouveaux termes. J'ai été derrière les coulisses, et j'ai expérimenté à quel point il est difficile de changer des mentalités traditionnelles, des réflexes bien ancrés, des objectifs de rentabilité institutionnalisés et intégrés dans des structures de rémunération et de promotion professionnelle. J'ai aussi expérimenté d'autres difficultés, plutôt d'ordre épistémologique, liées à l'identification et à l'évaluation de ces nouvelles dimensions de la performance, qui se distinguent de la performance financière par leur caractère hétérogène, voire incommensurable, mais qui faisaient écho à mes convictions personnelles. En tout cas, c'est ce que je pensais au début.

Qu'est-ce que cette performance ESG ? Il n'en existe pas de définition juridique ou institutionnelle (Chelli & Gendron, 2013). Il faut donc la définir en mesurant, par la création de catégories, d'indicateurs et de seuils d'acceptabilité. Dans l'agence où je travaillais, nous critiquions l'absence de définition communiquée par nos compétiteurs et nous félicitions d'avoir identifié une définition claire, basée sur huit principes d'action<sup>34</sup> de « bon sens » avec lesquels tout le monde était d'accord, mais qui s'avéraient difficilement traduisibles en critères d'évaluation concrets. En réalité, la performance que nous mesurions était plus prosaïque, basée en grande partie sur l'opinion de notre analyste senior, quelqu'un avec une personnalité forte et des idées claires sur comment les entreprises devraient se comporter sur le plan environnemental, social et de gouvernance. À part la direction donnée par le senior, notre cadre méthodologique était composé de quatre grandes dimensions (économique, sociale,

---

<sup>34</sup> Suffisance : ne pas vivre aux dépens d'autrui ; subsistance : se satisfaire de ce qu'il existe ; efficience : ne rien gâcher ; consistance : privilégier l'économie circulaire ; résilience : augmenter la robustesse ; obsolescence : minimiser l'usure ; génétique : transmettre des informations essentielles ; efficacité : être rigoureux dans la réalisation des objectifs.

environnementale, éthique) et deux perspectives : nous mesurons la performance ESG du point de vue de l'entreprise mais également du point de vue de son impact extérieur. Mais comme nous étions convaincus que cette performance devrait se définir en fonction des particularités de chaque entreprise, il fallait la réinterpréter à chaque nouvelle analyse. Or, cette compréhension flexible provoqua l'incompréhension chez notre client, qui avait besoin d'analyses comparables sans ambiguïtés, résumées par des notes simples qu'il pouvait intégrer à ses propres analyses financières. Mes trois ans d'emploi dans cette petite agence utopiste, qui ne peut pas être considérée comme représentative du secteur, était concomitante d'un processus de standardisation méthodologique pour se conformer aux attentes des acteurs financiers. Ce processus était plein de tensions et de désillusions, pour moi comme pour les plus idéalistes de mes collègues. Nous avons rejoint l'agence non pas par attrait pour le secteur financier mais avec l'idée de pouvoir s'en servir comme levier puissant de transformation. Finalement, c'était notre agence qui s'en est trouvée transformée, et qui a fini par se conformer à une définition instrumentaliste et non plus intrinsèque de la performance ESG pour espérer survivre.

Cette thèse peut être considérée comme un remède à trois ans de tensions et de doutes, « un remède à la mélancolie<sup>35</sup>. » J'ai voulu prendre du recul de mon propre vécu qui est bien sûr personnel, coloré par mes expériences précédentes, par mes opinions mais aussi par les normes sociales qui m'ont formée. Je ne me sentais pas très légitime à baser l'ensemble de ma recherche sur ma seule expérience personnelle, même s'il est bien sûr impossible de m'en détacher lorsque je décide de faire une thèse sur un champ que j'ai connu de l'intérieur. J'ai donc voulu explorer le vécu des autres dans des situations comparables mais aussi comprendre l'origine de ces tensions et leur imbrication dans des structures plus larges. J'ai surtout voulu prendre le temps pour comprendre, le temps dont on ne dispose pas lorsqu'on est acteur du terrain et pris dans les injonctions du quotidien.

Le point de départ de cette thèse est donc très personnel et empirique. Sa structure est le reflet du cheminement parcouru pendant ces trois dernières années. D'abord, je précise mon positionnement en tant que chercheuse et ancienne actrice de terrain dans un premier chapitre « auto-ethnographique », dans lequel je retrace les expériences qui m'ont constituée et donné envie de me lancer en recherche. La revue de littérature explore différentes catégories de littérature en comptabilité et finance susceptibles d'apporter des réponses théoriques aux

---

<sup>35</sup> En référence à l'émission d'Eva Besner, tous les dimanches matin sur France Inter.

tensions vécues par moi-même et par les analystes interrogés, sur la commensuration, la quantification, la financiarisation, puis également sur la production d'un discours et ses effets sur un champ spécifique et de manière plus large, sur l'expansion d'une approche économique aux enjeux non-économiques, ainsi que les caractéristiques du régime dominant d'accountability, qui réunit les principes sous-jacents aux comptes qui sont demandés aux acteurs. Le cadre théorique, qui s'inspire des philosophies de la reconnaissance d'Axel Honneth et de Judith Butler, sera brièvement présenté dans la revue de littérature mais, reflétant ma démarche de recherche qui s'est d'abord concentrée sur les données empiriques avant de théoriser, commenté plus en détail dans la discussion. Le chapitre méthodologique détaille ensuite les différentes étapes de la recherche, qui en réalité a déjà commencé avant l'inscription officielle en thèse en octobre 2018. C'est pourquoi je distingue deux phases de recherche : d'abord une phase initiale, concomitante de mes années d'analyste, qui ont débouché non seulement sur un chapitre auto-ethnographique mais également sur une étude de cas organisationnelle, détaillée dans un article<sup>36</sup> que j'ai finalement décidé de ne pas intégrer à cette thèse pour des raisons de cohérence. Étant donné que cette étape a pourtant été décisive dans mon parcours de thèse, je l'ai incluse dans le chapitre méthodologique. La phase initiale fut suivie d'une enquête de terrain par entretien pendant la thèse, que j'ai appelée « étude principale ».

D'abord orientée sur les tensions et les réponses apportées aux tensions, l'analyse, effectuée de manière ascendante, a finalement fait ressortir l'importance des dynamiques institutionnelles pour le travail des analystes. Je n'ai pas voulu en rester aux tensions, comme cela n'aurait pas permis de me détacher de mon point de départ. Ma question de recherche, « comment les analystes produisent-ils la performance ESG et leur identité personnelle en interaction avec les normes et le discours financiers ? » reflète mon intuition que ces tensions proviennent de la relation paradoxale de l'analyse extra-financière au monde de la finance, et la volonté d'en comprendre les répercussions sur la performance ESG produite. Les résultats de mon analyse et mon interprétation montrent comment les analystes sont influencés par des injonctions émanant du champ financier et du discours qui domine ce champ, à savoir l'idée que la performance ESG est « matérielle », c'est-à-dire a des répercussions importantes sur la performance financière. C'est cette idée qui a permis l'intéressement d'acteurs financiers mainstream et le décollement du marché de l'analyse extra-financière, qui historiquement

---

<sup>36</sup> Bluntz & van Weeren, 2020. Article en révision.

servait principalement un petit nombre d'investisseurs intéressés par la performance ESG pour des raisons éthiques. Maintenant, les agences historiques de l'analyse extra-financière peuvent se féliciter de pouvoir servir une base de clientèle toujours plus large, mais doivent en même temps s'adapter aux besoins de cette dernière, au risque, comme ce fut le cas pour l'agence qui m'employait, de voir transformer leur définition de la performance.

La production d'un champ autour de l'analyse de la performance ESG, de plus en plus caractérisé par une approche hybride à l'analyse qui cherche à intégrer l'ESG dans des analyses plus classiques de performance financière, sera commentée dans la première partie du chapitre résultats. La production d'un discours qui insiste sur une compréhension instrumentaliste de la performance ESG, ainsi que ses effets sur les analystes et leurs pratiques, sera décrite dans la deuxième partie. La centralité de ce discours mais également d'un ensemble de normes issues de l'analyse financière a des conséquences importantes sur la performance produite, que je décrirai dans la troisième partie du chapitre « résultats ». La discussion commente ces résultats à la lumière du cadre théorique choisi : il s'agit d'une adaptation des philosophies de la reconnaissance d'Axel Honneth et de Judith Butler. Je mobilise la notion de reconnaissance d'abord dans une dimension cognitive théorisée par Axel Honneth, pour qui la reconnaissance précède la connaissance ; ensuite dans une dimension sociale décrite par Judith Butler, pour qui la reconnaissance est constitutive de l'individu et de ce qu'il peut exprimer au sein d'un champ social donné. C'est le croisement de ces deux interprétations de la reconnaissance, ainsi que le travail de Martin Messner, qui applique la théorie de Butler à la comptabilité, qui me permet de théoriser mes résultats. Ainsi, le processus de production de la performance ESG est interprété comme un processus *opaque*, dans lequel certains jugements sont difficiles à rendre calculables, mais qui *expose* les analystes à une demande qui vient du champ et à laquelle il faut répondre dans un langage jugé acceptable et compréhensible au sein de ce champ. Les analystes sont donc *médiés* par des normes épistémiques et discursives qui déterminent leur reconnaissance professionnelle et la « reconnaissabilité » des analyses qu'ils produisent. La deuxième partie de la discussion présente mes contributions empiriques et théoriques : d'abord une contribution empirique sur la sociologie de la quantification, qui s'intéresse depuis longtemps aux interactions entre production de chiffres et relations de pouvoir. Ma thèse montre que des luttes de pouvoir autour de la vision du monde à privilégier se déroulent par des batailles méthodologiques qui opposent certaines catégories d'acteurs de l'analyse extra-financière. Ensuite deux contributions empiriques, à la littérature sur l'accountability et à celle sur la performativité (critique). La littérature sur l'accountability a documenté la souffrance des

acteurs qui sont soumis aux nouvelles mesures de leur performance ; ma thèse rend visible la souffrance des professionnels dont c'est le métier de mesurer la performance des autres, mais qui sont obligés à reproduire des normes qui projettent une vision du monde qui est contraire à leurs convictions personnelles. Ces professionnels existent grâce à l'expansion d'un régime d'accountability où l'efficacité économique est au centre et où la performance des acteurs se confond avec les indicateurs qui sont censés la mesurer. La littérature sur la performativité des outils montre comment les acteurs peuvent être enfermés dans des définitions étroites de la performance qui sont contenues dans les outils de mesure et qui sont reproduites à chaque application. La littérature sur la performativité critique cherche à faire usage de ces dynamiques de manière subversive, pour mettre en avant des définitions alternatives de la performance. Ma thèse comment il est possible de lier ces deux littératures. Les analystes sont d'abord victimes de la performativité de leurs outils, car ils sont obligés de reproduire les normes de la finance dans leurs analyses. Ces normes ne laissent que très peu de place pour l'imagination et l'implicite. Mais mes résultats montrent également comment certains analystes réintroduisent leur propre réflexivité, en adoptant d'autres façons de mesurer ou en étendant le périmètre de leur analyse. Étant donné que les analystes produisent eux-mêmes les normes qui les contraignent, ils ont la possibilité de légèrement les reformuler à chaque reproduction. Ces reformulations, aussi marginales soient-elles, peuvent laisser des traces durables dans les outils et ainsi façonner la production de la performance ESG dans le futur. C'est la position unique des analystes, qui se trouvent dans un état de schizophrénie réflexive par rapport à leurs pratiques et outils, qui me permet de lier la performativité des outils à la performativité critique et ainsi de montrer comment il est possible de changer la norme, même si cela ne suffira pas pour mettre la finance au service de la transition écologique et sociale.



# I. Récit d'une désillusion

Chapitre auto-ethnographique



*The account I give of myself is opaque, including to me, and lacks coherence and consistency, as I am always recuperating, reconstructing, even as I produce myself differently in the very act of telling.*  
*The account I give of myself is not entirely mine, as I am unconsciously mediated by a set of social norms I have to comply with to make my story recognizable.*  
*The account I give of myself is addressed to you, as a result of my exposure to you, and no account takes place outside the structure of address.*

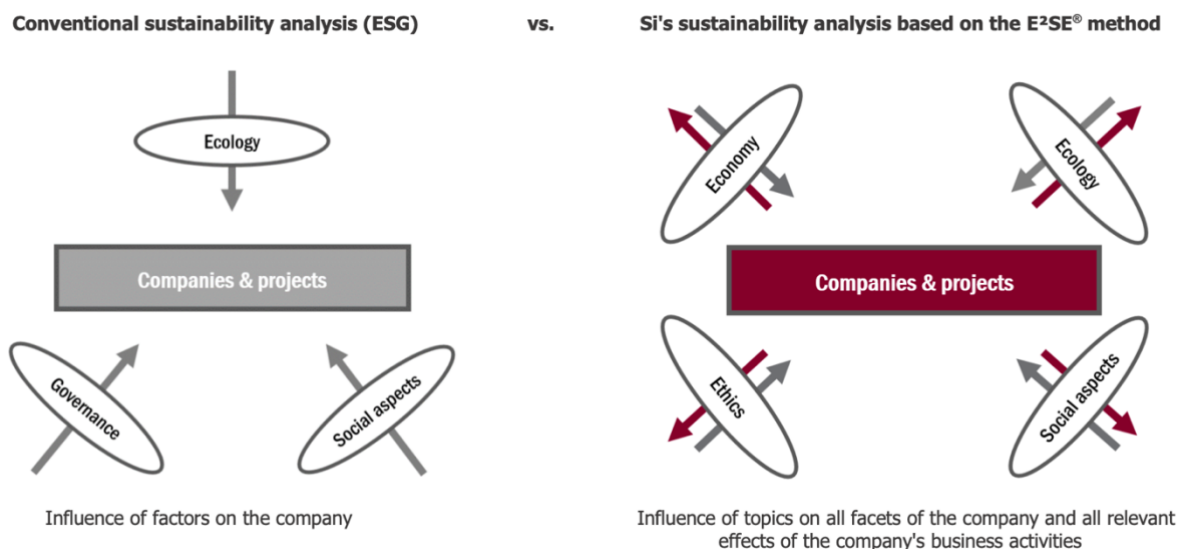
(inspiré de Judith Butler, 2001)

### **A la recherche d'un impact**

Les raisons pour lesquelles j'ai voulu me lancer dans cette thèse sont très personnelles. Après des études en management culturel et en développement durable, je me retrouve, en 2015, à Berlin à faire un stage dans une agence de notation extra-financière. J'avais, pendant ma première année de master *Développement durable et responsabilité des organisations* (aujourd'hui *Affaires internationales et développement*) à l'Université Paris-Dauphine, déjà eu l'occasion d'assister à des cours sur l'investissement socialement responsable (ISR) par Stéphane Voisin et je me rappelle que la puissance du secteur financier comme levier de changement m'avait frappée, potentiel que je n'avais pas identifié auparavant. J'étais à l'époque, comme la plupart de mes collègues en master Développement durable, à la recherche des débouchés les plus à même de maximiser mon « impact » sur le monde. En revanche, à la différence de certains de mes camarades, j'avais intégré Paris-Dauphine au niveau master et je n'avais jamais eu de cours en finance ou en économie lors de mon parcours universitaire précédent. Dotée d'un fonctionnement de cerveau très littéraire et d'une appétence pour les langues, la « manipulation des chiffres » n'a jamais fait partie de mes compétences les plus naturelles. La finance ne m'était donc pas forcément venue à l'esprit comme le secteur d'activité où j'aurais ma première expérience professionnelle. C'est pourtant ce qui s'est produit.

L'agence qui m'embouche est une jeune entreprise avec quelques années d'existence seulement. Elle est fondée par un professeur retraité d'une école de commerce privée avec une forte affinité pour des sujets de philosophie et de sciences humaines et sociales qui fait passer

des examens de culture générale à ses nouveaux employés. Vraisemblablement, il considère que cela fait partie des compétences requises pour être un bon analyste. Il a développé, avec un groupe d'étudiants, une méthodologie de notation ambitieuse, destinée à apprécier la performance « holistique » des entreprises. Cette méthodologie, qui se veut hautement innovante et qui, selon le fondateur, « porte le potentiel de s'établir comme standard pour l'analyse extra-financière » (document de communication interne, avril 2018), se distingue des méthodologies d'analyse développées par les agences pionnières du secteur de l'ISR<sup>37</sup> de différentes manières. Plutôt que d'apprécier la performance des entreprises en termes relatifs, comme dans les approches dites « best-in-class », elle mesure selon une définition absolue de la performance, basée sur huit principes généraux<sup>38</sup>. Plutôt que de s'intéresser uniquement au *comportement* des entreprises dans des domaines environnementaux, sociaux et de gouvernance, ou aux éléments issus de ces domaines susceptibles de constituer un risque pour l'entreprise, elle prend aussi en compte *l'impact* des produits et services proposés par les entreprises sur la société et l'environnement, ainsi que son impact « éthique » (voir extrait ci-dessous).



*Extrait de document de présentation de l'entreprise, avril 2018*

<sup>37</sup> Ces agences pionnières cherchaient à se légitimer auprès de leurs clients issus des marchés financiers en copiant leurs codes et conventions (Déjean, Gond, & Leca, 2004), dont la quantification, l'agrégation et la mesure relative de la performance.

<sup>38</sup> Suffisance : ne pas vivre aux dépens d'autrui ; subsistance : se satisfaire de ce qu'il existe ; efficience : ne rien gâcher ; consistance : privilégier l'économie circulaire ; résilience : augmenter la robustesse ; obsolescence : minimiser l'usure ; génétique : transmettre des informations essentielles ; efficacité : être rigoureux dans la réalisation des objectifs.

Plutôt que de se baser sur une méthodologie formalisée, elle privilégie une démarche à l'analyse dite « exploratoire », qui laisse une marge d'interprétation importante à l'analyste et lui donne la responsabilité de poser des questions pertinentes en fonction des spécificités de chaque entreprise à évaluer.

**« C'est challengeant, enrichissant sur le plan intellectuel et sincèrement engagé »**

Mon a priori à l'égard de cette agence et de sa méthodologie d'analyse est très positif. Tout comme la plupart de mes collègues, qui sont majoritairement des jeunes diplômés sans expériences professionnelles préalables (hormis stages), je n'ai pas de connaissances notables en matière de théorie financière ni d'expérience avec le fonctionnement des marchés financiers. Je ne suis pas consciente des écarts éventuels entre les caractéristiques propres à cette méthodologie et les besoins des investisseurs. J'apprécie les huit principes dont le bon sens me semble incontestable et aller au-delà des déclarations qu'on trouve habituellement dans la communication des agences de conseil ou de recherche en lien avec le développement durable des organisations, qui relèvent souvent d'une interprétation du type « win-win » de la RSE. A ma surprise, les principes affichés par cette agence semblent plutôt s'ancrer dans la reconnaissance de la finitude des ressources et de l'accroissement de la responsabilité de l'espèce humaine face à l'amplification de sa puissance, évoquant un moi le souvenir des lectures que j'avais pu effectuer pour mon mémoire de recherche (Jackson, 2010; Jonas, 1979). Je me souviens alors de quelque chose que j'avais dit à Alexandre Rambaud, l'un de mes professeurs de Dauphine, en réponse à sa demande adressée à la classe de qui envisageait de faire une thèse et pourquoi. J'avais levé la main et dit que pour moi, la principale raison pour privilégier la thèse à un poste en entreprise était que je m'étais rendu compte, à travers mes stages, que la temporalité et la subordination aux exigences économiques propres à la vie en entreprise ne favorisent pas la réflexion critique, pourtant indispensable au projet de développement durable. A Berlin, où j'avais effectué les six derniers mois de mon master 2, une rencontre m'avait finalement conduite à abandonner ce projet de thèse et à chercher un emploi qui me permette de rester dans cette ville. Il fallait pourtant absolument que cet emploi ait un lien avec le développement durable et dans l'idéal également avec la recherche. Je m'estime alors chanceuse d'avoir trouvé une organisation qui semble relier la réflexion critique avec un projet de transformation concrète.

« Je m'y sens très bien. C'est challengeant, enrichissant sur le plan intellectuel et sincèrement engagé » (entrée du 4 novembre 2015)

Le stage se transforme en CDI au bout de trois mois, mais cette intégration permanente n'est évidente. En raison de la situation financière incertaine de l'agence, qui avait pu effectuer un premier tour d'embauches de jeunes diplômés grâce à une levée de fonds un an auparavant mais qui n'avait nullement atteint une situation d'équilibre financière, le responsable ressources humaines ne peut rien me promettre et ce n'est qu'en décembre 2015, moins de 15 jours avant la fin de mon contrat de stage, que je reçois la confirmation que celui-ci va être transformé en CDI. Je vis difficilement cette période d'incertitude (que ma colocataire qualifie d'« entretien d'embauche de trois mois ») et la joie de finalement décrocher mon premier contrat de travail en est d'autant plus grande.

« Dans tous les cas, la nouvelle année commence bien. J'ai trouvé un poste, un poste intéressant, challengeant, et, le plus important, avec du sens » (entrée du 3 janvier 2016)

### **Bauchgefühl**

Pendant ces premiers mois après la conversion de mon contrat, ma mission se transforme de « chargée de mission de gestion de la base de données », un travail répétitif et assez pénible, en véritable analyste avec un portfolio d'entreprises à analyser et à surveiller. Les modalités de formation prévoient une espèce de tutorat, dans lequel le nouvel arrivé assiste un autre analyste plus expérimenté dans l'analyse d'une entreprise. La première entreprise que je co-analyse est une PME allemande du secteur de l'informatique. Ma collègue me montre comment elle se sert des documents d'analyse, qui se résument à l'époque à des fichiers Excel pré-remplis d'un certain nombre de thématiques assez larges que l'on peut choisir de renseigner ou non, et qu'on peut aussi compléter par d'autres critères, en fonction du contexte spécifique de l'entreprise à évaluer. Ces documents, m'explique-t-elle, sont destinés à se former une opinion, une *Bauchgefühl* (intuition), sur la performance de l'entreprise en termes de politiques et d'impact. La structure analytique de la méthode comporte quatre dimensions (économique, écologique, sociale et éthique) et deux perspectives (appelées *entropie*, pour la manière dont l'entreprise gère la finitude des ressources, et *pareto*, pour la façon dont elle répartit ces ressources parmi ses différentes parties prenantes). Cette structure de base et les modalités de la démarche d'analyse (en binôme, avec validation par un analyste senior), sont les seuls aspects standardisés de la méthodologie. L'emphase sur le caractère exploratoire de la démarche interdit l'identification de critères prédéfinis et invite les analystes plutôt à se poser des questions adaptées à chaque situation d'entreprise. Pour nous aider, le fondateur nous donne des exemples

très généraux qu'il appelle *Fragewolken* (« nuages de questions »). Voir ci-dessous pour quelques exemples des « Fragewolken » avec lesquels on travaille<sup>39</sup>.

Ökonomie	Entropie	Ist das Geschäftsmodell langfristig tragfähig und unabhängig von Einmaleffekten?
	Pareto	Bietet das Geschäftsmodell gesellschaftlichen Mehrwert bzw. Innovationen?
Ökologie	Entropie	Werden natürliche Potenziale erhalten? Gibt es Kreislaufsysteme?
	Pareto	Werden ökologische Belange austariert, Ökosysteme belastet?
Soziales	Entropie	Werden persönliche Freiheiten erhalten bzw. geschaffen?
	Pareto	Kann sich jemand besser stellen, ohne andere schlechter zu stellen?
Ethik	Entropie	Werden Menschen bevormundet? Gibt es Gesinnungsfreiheit?
	Pareto	Wird Compliance eingehalten? Werden Stakeholder angemessen behandelt?

*Quelques « Fragewolken » : exemples de questions à se poser pour analyser la performance des entreprises dans chacune des dimensions méthodologiques*

A l'époque, je ne suis pas consciente des difficultés en termes de comparabilité des analyses qu'une telle approche peut engendrer. Au contraire, je trouve ça bien que l'on puisse adapter les critères en fonction des particularités de chaque entreprise, cela me semble important pour rester au plus près de la « réalité » qu'on cherche à saisir. En revanche, tout comme pour mes collègues, il m'est parfois difficile d'attribuer une note quantifiée après avoir étudié l'ensemble des informations. Qu'est-ce qui justifie un score de cinq sur dix, à partir de quel moment une entreprise mérite-t-elle un six sur dix ? Nous ne disposons pas d'outils pour nous aider dans la

<sup>39</sup> De haut en bas :

Économie-entropie : Est-ce que le modèle commercial est viable sur le long terme, indépendamment des effets exceptionnels ?

Économie-pareto : Est-ce que le modèle commercial génère une plus-value économique pour la société dans son ensemble, par exemple par des innovations ?

Écologie-entropie : Est-ce que l'entreprise préserve des potentiels écologiques, par exemple par l'intégration de la circularité dans ses processus de production ?

Écologie-pareto : Est-ce que l'activité de l'entreprise pèse sur les écosystèmes ?

Social-entropie : Est-ce que l'entreprise préserve ou promeut des libertés personnelles ?

Social-pareto : Est-ce que quelqu'un peut améliorer sa situation, sans empiéter sur la situation d'un autre ?

Éthique-entropie : Est-ce que des gens sont placés sous tutelle ? Y-a-t-il de la liberté d'expression ?

Éthique-pareto : Est-ce que la compliance est respectée ? Est-ce que les parties prenantes sont traitées convenablement ?

quantification de notre *Bauchgefühl*. La transformation des informations qualitatives en une note quantifiée reste une boîte noire.

### **Jugement collectif**

Cette absence de formalisation du processus de notation a des répercussions sur l'homogénéité des analyses produites. Un nouvel analyste senior, un Néerlandais qui avait auparavant travaillé pour SAM<sup>40</sup>, arrivé à l'entreprise en même temps que moi, nous aide à améliorer la qualité des analyses.

« Quand je suis arrivé dans l'entreprise, la qualité était désastreuse. [...] Jusqu'au milieu de l'année dernière, je n'ai fait que de l'optimisation de qualité. C'était énormément de travail, car beaucoup d'informations étaient manquantes, certaines choses n'étaient pas bien traitées... Avant mon arrivée ici, il y avait simplement... Les personnes qui étaient responsables pour tout ça n'ont en réalité aucune conscience des thématiques liées au développement durable, parce qu'ils n'ont jamais travaillé dans ce secteur, et les ratings qui avaient été réalisés étaient en partie extrêmement aléatoires. Et moi, j'ai simplement donné un énorme coup d'amélioration à la qualité, c'est ce que j'ai fait, finalement » (entretien avec analyste senior, août 2017, Bluntz & van Weeren, 2020).

La solution apportée par l'analyste senior pour effectuer cette amélioration de la qualité est d'instaurer un processus de jugement collectif, contrôlé par les pairs et validé par ses soins, le tout à l'oral, certes retranscrit dans des comptes rendus de réunion mais sans passer par une formalisation plus importante des outils ou de la méthodologie. Mes collègues et moi ont confiance en notre analyste senior quant à sa capacité à être le garant de l'homogénéité des ratings et l'absence d'outils standardisés ne nous pose pas problème.

### **« Une meuf corporate »**

En revanche, d'autres difficultés et réflexions liées au cadre du travail plutôt qu'à son contenu commencent à s'imposer à moi pendant ces premiers mois. J'ai toujours été quelqu'un de très actif physiquement et le fait de devoir rester assise devant un écran pendant huit heures d'affilée me paraît de plus en plus insupportable. En outre, je commence à me rendre compte des contradictions entre mes convictions assez à gauche et alternatives et la vie que je mène.

---

<sup>40</sup> Sustainability Asset Management, fondée en 1995 comme première société de gestion se focalisant exclusivement sur des investissements durables, rachetée par la société de gestion néerlandaise Robeco en 2006. Ensemble avec l'indice boursier Dow Jones, SAM a publié en 1999 pour la première fois l'indice boursier Dow Jones Sustainability Index.

« Je crois qu'en fait, je n'ai plus l'énergie d'écrire ce que je voulais écrire. C'était quelque chose sur moi étant devenue une meuf *corporate*, qui porte des jeans Replay (d'occasion, certes) et des pulls en laine mérinos – les deux en bleu foncé –, qui a mal à dos à force de fixer son écran d'ordinateur durant 8 heures par jour, gêne qu'elle essaie de soigner avec un abonnement FitnessFirst hors de prix qu'elle peut seulement s'offrir grâce à son salaire d'analyste » (entrée du 28 janvier 2016)

La phase initiale d'euphorie, dans laquelle j'étais convaincue d'avoir trouvé un poste en accord avec mes convictions et intérêts, ne dure pas très longtemps. Assez rapidement, le quotidien de mon job, qui se résume en réalité à la lecture de grandes quantités de documents, notamment des rapports annuels, me fait de plus en plus douter de la pertinence de ce travail pour mon développement personnel. En même temps, je me sens un peu coupable d'éprouver ces doutes, car après tout, je n'ai pas vraiment de raisons objectives de ne pas être totalement satisfaite.

« Je rentre, légèrement *aufgeregt* [agitée]. Après une semaine passée dans la neige, la fixation de mon écran pendant 8 heures par jour avant de rentrer, faire des courses et faire la cuisine me semble assez dur. 40 heures par semaine (45 en réalité, car la pause déjeuner n'est pas vraiment une pause) (50 en réalité, car le trajet domicile-travail ne peut pas non plus vraiment être qualifié de temps libre) (en réalité encore plus, car depuis l'arrivée du nouveau directeur, on a un séminaire obligatoire tous les mardis soir), c'est beaucoup. Et après une semaine de neige et de réflexion [je rentre alors des vacances au ski] je me suis rendu compte qu'on se développe plus rapidement quand on ne travaille pas, d'un point de vue personnel, émotionnel et même intellectuel. Je suis en fait un petit peu jalouse de [nom de mon compagnon de l'époque], qui s'est fait virer le vendredi avant les vacances. Il a pu profiter de ce temps libre pour étudier la théorie musicale et se développer, alors que moi je dois étudier des *Finanzkennzahlen* [ratios financiers] tout au long de la journée. J'étais donc un peu en train de me lamenter sur tout ça à ma coloc, qui m'a répondu : 'Mais en réalité, tu peux enfin te détendre maintenant, non ? Tu as obtenu le poste, tu as eu ton premier salaire...' C'est vrai. En réalité, je n'ai aucune raison de me plaindre » (entrée du 8 février 2016)

### **A la recherche d'une start-up**

C'est peu après qu'un nouveau directeur général est embauché, à qui incombe la mission de rendre l'agence profitable, afin que le fondateur puisse se concentrer sur le développement méthodologique et sa diffusion. Ce dernier a toujours un agenda bien rempli de conférences, colloques et rencontres de tous genres mais la gestion quotidienne de l'agence l'intéresse moins et ne fait pas non plus partie de ses points forts. Comme l'analyste senior et moi-même, le nouveau directeur général est de nationalité néerlandaise. Il a fait fortune dans l'industrie navale. Il est clairement attiré par l'aspect « start-up » de l'agence et tente d'éveiller en nous un

état d'esprit conforme à l'image qu'il se fait d'une start-up. Jusqu'à son arrivée, malgré les difficultés de l'agence qui peine à trouver un modèle commercial profitable, la pression sur les analystes n'a jamais été très grande, ni en termes de productivité, ni en ce qui concerne l'implication dans le développement commercial de l'agence. Le fondateur avait un caractère assez narcissique mais se comportait comme un chef doux et emphatique à l'égard de ses employés, presque comme un grand-père. Cette atmosphère bienveillante change avec l'arrivée du nouvel directeur.

« Je n'arrive pas à me détendre ces derniers temps. On n'arrête pas d'augmenter la pression au travail. [Nom du nouveau directeur] veut nous transformer en une espèce de start-up à la Silicon Valley, avec de grandes ambitions en matière d'innovation technologique, dans laquelle la réussite de notre concept est érigé en objectif de vie de tous les collaborateurs, avec les heures sup' et la livraison de burgers au bureau qui viennent avec » (entrée du 2 avril 2016).

C'est à cette époque-là que je commence à développer des troubles de sommeil. Enfant, j'avais déjà connu des périodes éphémères où je dormais un peu moins bien, mais sinon le sommeil ne m'avait jamais posé problème. L'incapacité soudaine à m'endormir, souvent pendant plusieurs heures, m'arrive alors par surprise. Je ne comprends pas pourquoi je n'y arrive pas. Au travail, je me sens coupable de ne pas assez me préoccuper du développement de l'agence.

« Ces derniers temps, je me sens souvent à la trappe, inférieure à mes collègues. D'ici la fin du mois je devrais normalement – après 6 mois de travail et en cas de Zielerreichung [atteinte des objectifs] – obtenir une hausse du salaire. Sauf que je n'ai pas du tout atteint mes objectifs, parce qu'on nous impose sans cesse des projets nouveaux et parce que tout dans cette entreprise est incroyablement mal organisé et mal géré. [...] Je crois que je vais travailler encore un peu ce week-end » (entrée du 10 juin 2016)

### « Tu détestes le monde dans lequel tu travailles »

C'est au moment de ces premières manifestations d'un malaise physique et psychologique croissant que Clarence m'annonce qu'il va retourner à Paris pour se lancer dans une thèse. Comme moi, il avait réfléchi à candidater à un contrat doctoral immédiatement après le master mais avait privilégié rester à Berlin dans un premier temps, où il avait travaillé pour une entreprise de stockage de gaz dans le cadre d'un VIE<sup>41</sup>. Comme moi, Clarence avait des difficultés à accepter les injonctions liées à l'organisation du travail en entreprise et on rigolait

---

<sup>41</sup> Volontariat International en Entreprise.



souvent des absurdités qu'on rencontrait au bureau. Or, à la différence de moi, il avait assez rapidement compris que ce type d'existence ne lui convenait simplement pas et décidé de changer de parcours. Même si je partage largement ses sentiments, la nature de l'activité de mon agence et mon désir d'exercer un métier avec un impact m'empêchent de suivre son exemple.

« Clarence va sûrement retourner à Paris pour faire une thèse. [...] Cela provoque en moi plusieurs questionnements. Si j'avais fait plus d'efforts, j'aurais sans doute aussi pu décrocher un contrat doctoral à Paris [après le master]. C'est quelque chose qui me correspondrait. Qui me permettrait de satisfaire mon désir de développement intellectuel en accord avec mon léger snobisme. [...] Mais au lieu de faire ça, j'ai choisi de rester à Berlin, dans une ville excitante dans laquelle on respire [...], avec un job assez challengeant, assez diversifié, peu stable mais intéressant, qui en plus me permet halbwegs [à moitié] d'œuvrer en faveur d'un développement durable » (entrée du 21 juin 2016)

Pourtant, le fait que mon « engagement » en faveur d'un développement durable passe par le secteur financier n'est pas le résultat d'un intérêt personnel pour le monde de la finance. Au contraire, je considère le secteur financier comme un moyen pour changer le monde en réorientant des flux financiers, mais ne m'intéresse guère à ses rouages intérieurs (que de toute façon, je ne maîtrise à peine à ce moment-là). Cela n'empêche pas que, malgré mon manque de formation quelconque en la matière, on m'attribue « le champ d'expertise » des entreprises du secteur financier. Ceci est un héritage de mon époque en tant que stagiaire, quand une de mes missions était de distribuer les secteurs d'activité parmi les analystes pour que chacun ait un ou plusieurs champs d'expertise. Étant donné que personne ne s'était porté volontaire pour s'occuper des entreprises financières, j'avais mis mon propre nom, également dans l'espoir de me rendre indispensable pour maximiser mes chances d'être embauchée à la fin de mon stage. Or, je nourris une opinion plutôt négative à l'égard de ce monde où l'on bâtit des instruments financiers opaques et complexes pour faire un maximum d'argent avec de l'argent. Je ne peux m'empêcher de penser aux cours en M2 à Dauphine en « société et finance informelles » du sociologue Philippe Chanial, qui nous avait fait découvrir l'économiste hongrois Karl Polanyi. Le secteur financier, dont la mission d'origine avait été d'apporter des sources de financement aux entreprises et aux projets mais dont une part de plus en plus importante relève désormais d'activités complètement déconnectées de l'économie non-financière, me paraît l'apothéose du processus de désencastrement (Polanyi, 1944). Je trouve aberrant que ce secteur ait pris autant d'importance et il m'arrive souvent, quand je travaille chez moi, de jurer à haute voix en

étudiant l'évolution des rémunérations des hauts dirigeants (l'une des critères qu'on prend en compte dans notre méthodologie) des banques et compagnies d'assurances que j'évalue.

« Tu détestes le monde dans lequel tu travailles », me disait [nom de mon compagnon de l'époque]. Le monde que j'évalue avec un regard critique, mais en effet (entrée du 13 novembre 2016).

A ce moment-là, je ne me rends pas compte qu'en tant qu'analyste employée d'une agence au service du secteur financier, je fais partie de ce monde. Je nous vois plutôt comme des activistes soucieux de révolutionner le monde de la finance de l'intérieur que comme des fournisseurs de données à destination des investisseurs. L'idée que mon métier d'analyste extra-financière me permette de manipuler les manettes de la puissante machine financière qui contrôle le monde et ainsi d'avoir un impact supérieur à celui que je pourrais avoir en faisant une thèse m'aide à accepter le quotidien de mon travail.

#### **« Problèmes d'adaptation »**

Celui-ci devient pourtant de plus en plus difficile à supporter. Mes insomnies ont commencé à dominer ma vie, mais je n'ai pas l'impression que c'est directement lié à mon travail. C'est la peur de ne pas m'endormir que m'empêche de m'endormir.

« Me coucher tôt, lire, écouter des podcasts, faire des exercices de relaxation... Rien ne marche. Mes jambes sont lourdes, mais ma tête n'est pas assez fatiguée. Et pourtant, je ne pense quasiment pas à la présentation que je dois faire pour [nom d'une entreprise que j'avais évaluée] demain. C'est le problème [de l'insomnie] en soi qui me préoccupe. Est-ce que c'est un problème ? Est-ce que je dois aller voir un médecin ? Prendre des somnifères ? Faire de l'homéopathie ? » (entrée du 29 juin 2016)

Finalement, je décide de consulter un médecin. Il me prescrit des somnifères mais, après m'avoir interrogée sur les causes pressenties de mes insomnies, me donne également une ordonnance pour une psychothérapie sur laquelle il précise : « problèmes d'adaptation. » Son diagnostic me trouble et me fait craindre que ce soit moi qui ne suis pas capable de m'adapter à cette vie d'adulte.

#### **« Merci de nous faire parvenir l'ensemble des critères pris en compte et leur pondération. »**

Parallèlement à mes doutes et remises en question personnels, l'agence traverse une crise existentielle. En cherchant à nous faire connaître auprès des PME allemandes qu'on analyse,

nous leur proposons des présentations gratuites du détail de leur notation. La plupart des entreprises nous félicitent avec la pertinence de nos analyses qui, grâce aux questions et aux critères personnalisés, sont considérées d'une plus grande profondeur et qualité que celles d'autres agences (PME allemande, juin 2016). Or, cette approche qualitative et peu standardisée à l'analyse n'est pas comprise par l'ensemble des entreprises évaluées. C'est à l'occasion d'une présentation pour une banque allemande dont la responsable RSE avait auparavant travaillé pour la Bourse de Francfort que je me retrouve dans l'embarras. Mon interlocutrice ne comprend pas comment les différentes notes dont est composée la notation finale (8 notes au total) ont été construites. Sa réponse à notre offre maladroite de lui donner accès, contre rémunération, à la totalité de l'analyse de son entreprise, n'en laisse pas de doute quant à son opinion à l'égard de notre approche : « Présenté dans cette forme, cette information n'est pas très valable pour nous. Afin de comprendre votre analyse de notre entreprise, nous vous prions de nous faire parvenir la liste complète de l'ensemble de critères pris en compte par catégorie et leur pondération. » Et : « Je trouve hautement discutable la tentative de vouloir vendre aux entreprises leurs propres données. » (échange de mail avec banque allemande, juillet 2016).

C'est à ce moment-là que nous nous rendons compte que, si nous voulons être pris au sérieux en tant qu'agence de notation extra-financière, il faut changer la méthodologie. Le résultat est un processus de standardisation qui expose les analystes à la tension entre la réflexivité nécessaire à l'évaluation d'un idéal indéterminé et la justification rationnelle et quantifiée attendue par le marché. Ce processus, analysé plus en détail dans Bluntz & van Weeren (2020), est riche en situations paradoxales et moments de bricolage, qui s'expriment par exemple par des adaptations ex post des scores attribués, par une utilisation souple et pas toujours cohérente des directives d'évaluation qu'on avait nous-mêmes formulées pour accroître la transparence des scores ou encore par la désactivation du calcul automatique de la note finale pour préserver une certaine flexibilité dans la production des scores. Ces actions sont en réalité des moments d'arbitrage entre les deux pressions auxquelles on est soumis : la première défend la réflexivité qui avait caractérisé notre méthodologie d'origine, la deuxième cherche à créer une forme de transparence rationalisée telle que le marché la demande.

Évidemment, cette interprétation des événements vécus ne me vient pas à l'esprit aussi clairement lorsque je suis encore en train de travailler comme analyste. Le point de départ du projet de recherche qui a précédé cette thèse (Bluntz & van Weeren, 2020) est plutôt un étonnement général sur ce qui est en train de se passer.

## Désillusions

A cette époque-là, il m'arrive de mener des discussions avec mes collègues qui partagent pour la plupart mes idéaux en termes de développement durable et mes exigences quant à la volonté d'avoir un métier qui y contribue. Ces échanges me confortent : je ne suis pas la seule à attacher de l'importance à l'impact de mon travail. En même temps, ils sèment des doutes quant à la capacité de ce dernier à changer un système de l'intérieur.

« Wake-up call : économie des communs vs. reporting extra-financier. Notre méthode d'analyse gratifie la croissance économique des entreprises. On essaie d'orienter des flux financiers dans une direction durable tout en restant à l'intérieur du système actuel. Or, le problème est que le système actuel ne peut pas être durable. On pourrait se positionner à l'extérieur du système pour protester, mais on ne serait sans doute pas entendu et on aurait encore moins d'influence<sup>42</sup>. » (entrée du 3 août 2016)

Un après-midi, pendant que je suis en train de lutter avec les 536 pages du rapport annuel de la Deutsche Bank, un échange avec une collègue me perturbe. Pour elle, quelqu'un aux convictions fortes en matière d'éthique, ce poste est un *Luxusjob*, un poste confortable en termes de salaire et de conditions de travail mais qui ne lui permet pas d'avoir un vrai impact. « Je travaillerais plus si je voyais un vrai impact. Maintenant c'est juste un job », me dit-elle (entrée du 27 novembre 2016). Il est vrai qu'à ce moment-là, nous avons un seul client, une petite banque d'investissement qui est aussi notre maison-mère (l'agence était en réalité son département de recherche devenu une agence de notation indépendante). Notre mission principale consiste à analyser et mettre à jour des ratings de PME allemandes, autrichiennes et suisses pour alimenter un fonds d'investissement durable de cette banque, représentant à l'époque quelques millions d'euros seulement, une somme dérisoire dans le secteur financier. Ma naïveté et manque de connaissances du fonctionnement de ce secteur m'empêchent de me rendre compte que peut-être, il ne suffit pas de proposer une méthodologie innovante et « profonde » pour avoir une réelle influence sur les choix d'investissement des acteurs financiers.

---

<sup>42</sup> La théorie Exit, Voice and Loyalty, établie par Alfred Hirschmann pour catégoriser les réactions des consommateurs, employés ou citoyens face à la dégradation dans les organisations, entreprises ou États (Hirschmann, 1970), pourrait aussi s'appliquer à ce dilemme. J'en étais déjà consciente au moment de cette prise de note qui me rappelait alors un cours en sociologie que j'avais eu en master à Dauphine.

La lecture d'un ouvrage par un ancien trader de produits dérivés sur le risque, la chance et le hasard (Taleb, 2007) m'ouvre les yeux sur un autre aspect de mon métier que je n'avais jusque-là pas remis en question. D'après le fondateur de l'agence, l'une des particularités de sa méthodologie est sa capacité à identifier des « signaux faibles » en lien avec des risques potentiels, ce qui serait un argument contre l'idée que l'investissement responsable demande des concessions sur le plan de la performance financière. Une meilleure maîtrise de ces risques aiderait à assurer une rentabilité plus élevée sur le long terme, car une entreprise responsable serait moins sujette à des risques sociaux ou environnementaux<sup>43</sup>. Or, d'après Taleb, aucune méthodologie n'est capable d'identifier a priori les « cygnes noirs », ces événements improbables à fortes conséquences qui ont déterminé notre histoire culturelle, technique et économique et que l'on peut facilement expliquer, mais seulement à posteriori.

« Plus on sait, plus on pense savoir et comprendre, moins on est attentif à des éléments inattendus qui ne rentrent pas dans son cadre d'analyse. [...] L'idée centrale derrière mon occupation quotidienne, la méthode d'analyse de mon agence, a été réduite en miettes par Nassim Nicholas Taleb. [...] Est-ce grave ? Est-ce indispensable de croire à 100 % à ce qu'on fait au quotidien ? » (entrée du 4 septembre 2016)

Ma mission qui, comme je le dis alors souvent à Clarence, se résume finalement à « ranger des trucs dans des cases » me paraît de plus en plus absurde dans ce contexte de désillusion progressive. J'expérimente à quel point la quantité d'informations à prendre en compte est énorme et notre expertise des secteurs qu'on étudie limitée. Je commence à me demander, sans doute influencée par Taleb, s'il est vraiment possible de réaliser des analyses pertinentes de cette manière-là.

« Le rating de la [nom d'une entreprise du secteur bancaire que j'avais évaluée] doit être revu à la baisse. J'avais complètement loupé un certain nombre d'informations sur les conséquences sociétales désastreuses de leurs investissements (je tombe dessus maintenant en cherchant des informations sur la [nom d'une autre entreprise du secteur bancaire]). On se retrouve coincés entre la pression à faire plus d'analyses en moins de temps (du management) et la

---

<sup>43</sup> Cette idée, après avoir gagné du terrain notamment grâce à un grand nombre d'études académiques menées sur le lien entre performance sociale et performance financière (Friede, Busch, & Bassen, 2015; Orlitzky, Schmidt, & Rynes, 2003) est aujourd'hui partagée, ou au moins exprimée, par un nombre croissant d'investisseurs. La démarche dite « intégration ESG », qui cherche à maximiser la performance financière par l'intégration des risques et opportunités liés à des thématiques non-financières, est aujourd'hui la stratégie d'ISR connaissant la plus forte croissance en Europe (Eurosif, 2018), même si, comme l'expliquent Grandjean & Lefournier (2021), cette idée va à l'encontre du fonctionnement même de la finance, car la rentabilité économique et financière d'une entreprise n'est pas la même chose que la performance financière de son titre. Cette dernière dépend d'un arbitrage entre risque et rendement : plus un titre est risqué, plus son rendement est élevé. Ce n'est donc pas en maîtrisant les risques associés aux entreprises qu'on pourrait augmenter la rentabilité d'un portefeuille.

pression à réaliser des analyses de qualité (de nous-mêmes). C'est beaucoup de responsabilité pour des analystes avec peu d'expérience. [...] En fin de compte, mon occupation principale consiste à copier-coller des trucs dans des cases. Ce qui n'est non seulement funeste pour l'esprit, c'est aussi une stratégie peu appropriée pour rendre compte de la complexité du monde dans lequel nous vivons » (entrée du 27 novembre 2016)

### **Se reconvertir en ébéniste ?**

Les maux de dos qui avaient déjà commencé à se manifester quand j'étais encore stagiaire s'aggravent, au point où il ne m'est plus possible de travailler sans douleurs. Après m'être renseignée sur les causes de ce mal assez répandu parmi les employés de bureau, je demande un aménagement spécifique de mon lieu de travail. Le responsable ressources humaines m'invite alors à aller voir dans les entrepôts d'équipement de bureau si je ne peux pas y trouver une table à hauteur réglable d'occasion, en précisant que ce travail d'enquête ne doit pas compromettre mes heures de présence obligatoires au bureau.

« [Nom du responsable RH] et douleurs de dos. Une table à hauteur réglable. Timidité et humiliation » (entrée du 13 novembre 2016)

Le contraste entre mon optimisme d'un an auparavant, à la signature de mon CDI, et l'hiver 2016-2017 ne peut pas être plus marqué. Il est désormais très rare que je dorme plus de quatre heures par nuit et malgré la table de bureau à hauteur réglable que j'ai fini par trouver et des exercices de yoga quotidiens, mes douleurs de dos ne s'atténuent pas et sont désormais fréquemment accompagnées par des douleurs dans les épaules, la nuque ou les doigts. La crainte de ne jamais être capable de travailler me hante.

« Ce qui me provoque le plus d'angoisse, naturellement, c'est l'idée que je n'arriverais pas à rendre supportable ma situation actuelle, et que je ne trouverais pas un autre poste qui nécessiterait moins d'heures de travail sur ordinateur. Que je me retrouverais forcée à faire quelque chose comme cette copine de ma collègue, qui [après une carrière comme consultante IT qu'elle avait dû abandonner à cause des douleurs de dos] s'est reconvertie en ébéniste » (entrée du 11 décembre 2016)

Non pas que je regarde de haut ce type de métiers. Mais à ce moment-là je trouve dur de m'imaginer condamnée, pour des raisons de santé, à une profession qui ne me permette pas, comme je le pense à l'époque, d'avoir un impact. Je commence alors à réfléchir à d'autres voies.

« J'envisage de demander une réduction de mon temps de travail pour resituer l'équilibre entre le temps et l'argent vers celui des deux qui a le plus de valeur. Ce n'est pas le manque de problèmes de santé, qui s'apaiseraient certainement avec plus de temps libre, qui m'en empêcherait. Travailler quatre jours au lieu de cinq me permettrait aussi de me développer dans d'autres dimensions, je pourrais apprendre une autre langue, jouer au piano un peu plus souvent, retrouver un peu de sérénité, peut-être m'engager dans l'associatif pour ainsi contribuer de manière un peu plus concrète que via un business modèle fumeux qui n'a pas réussi à s'implanter et dont l'impact positif reste donc limité. [...] Pourtant, il y a quelque chose qui me freine. J'ai toujours été tellement ambitieuse, voulais faire un doctorat [...], travailler pour l'Union européenne, accomplir de grandes choses. Ou peut-être pas forcément des grandes choses, mais contribuer de manière grandiose mon petit apport » (entrée du 19 novembre 2016)

Sans doute influencée par la mentalité française, j'ai des préjugés contre la réduction du temps de travail. Travailler quatre jours au lieu de cinq ne correspond pas, dans ma perception, au quotidien d'une jeune salariée en début de carrière. Mais je vois bien que mon corps ne me laisse pas de choix. De plus, dans un coin de ma tête, je pense sans doute pouvoir potentiellement profiter du jour libre que je gagnerai pour travailler à un projet de thèse, dont l'idée n'a jamais vraiment quitté mes pensées. Absorbée par le quotidien et freinée par mes réserves, j'effectue la demande trois mois plus tard seulement.

« En réalité, ce que je voudrais, évidemment, ce serait de retourner à Dauphine pour y faire une thèse en management critique. Pour ensuite enseigner à l'université. Demanderait aussi moins d'heures devant l'écran<sup>44</sup> » (entrée du 26 décembre 2016)

Mes consultations chez le médecin deviennent de plus en plus fréquentes et épuisée du manque de sommeil et des douleurs devenues chroniques, je ne vois pas d'autre solution que d'avoir recours à l'arrêt maladie (contrairement aux médecins français, les médecins allemands préfèrent l'arrêt maladie aux médicaments). Je profite de cette pause de deux semaines pour m'informer sur d'éventuelles possibilités de changer de métier, et je trouve notamment une offre de contrat doctoral dans un institut de recherche basé à Berlin. Il s'agit d'un poste au sein d'un projet de recherche pluridisciplinaire sur les dimensions techniques, économiques et sociologiques des innovations techniques. Étant donné que mon mémoire de master 2 avait été une analyse critique des conséquences sociétales du mythe moderne du progrès technique, cette

---

<sup>44</sup> Ceci était avant la pandémie due au Covid-19 et le basculement « en distanciel » de l'ensemble d'heures d'enseignement dispensées à l'université.

offre semble parfaite. Il s'agit d'une thématique imposée, correspondant au mandat du projet de recherche en question. L'idée de faire une thèse sur l'analyse extra-financière ne m'est pas encore venue à l'esprit.

« Ensuite le retour au travail, et évidemment la douleur se re-manifeste aussitôt. Une énorme déception. Le premier jour, ça allait, j'étais toute seule au bureau, j'ai préparé ma candidature pour [nom de l'institut de recherche en question]. Pas très éthique. Le deuxième jour, [nom d'une collègue] et [nom d'un autre collègue] furent de retour et on a fait un brainstorming sur la stratégie de l'agence. C'était sympa, mais j'avais de nouveau des douleurs. A 16h je n'en pouvais plus et je suis partie. J'ai eu mal pendant trop longtemps. Ça ne va plus » (entrée du 6 janvier 2017)

Puisque nos contrats comportent un préavis d'un mois seulement et que je prévois partir en vacances de ski en janvier, je prépare une lettre de démission que je cache dans mon tiroir de bureau. Je demande à ma collègue préférée, qui est au courant de mes problèmes, de la donner aux responsables au cas où j'ai une réponse positive à ma candidature pendant mes vacances. Il n'en est rien. Ma candidature n'est pas retenue.

### **Vers une démocratisation des outils de notation**

Pendant que je suis en arrêt maladie, une nouvelle collègue arrive à l'entreprise. C'est une jeune diplômée qui, comme beaucoup d'Allemands, a fait ses études à l'université de Maastricht. Elle y a fait un master en sciences, technologies et sociétés (STS) et pour son mémoire de master, elle avait étudié les agences de notation extra-financière sous l'angle de la théorie de l'acteur-réseau. Cela m'intéresse, car c'était aussi sur la base de l'ANT que j'avais écrit mon mémoire de master 2, intitulé « Comment remettre le progrès technique au service de la construction d'un monde commun ? Une étude sur les liens entre le progrès technique, la démocratie et l'entreprise » (van Weeren, 2019). Jusqu'à ce moment-là, je m'étais basée sur des réflexions dans la continuité de ce mémoire pour des brouillons de projets de thèse. Je ne me rends pas compte des parallèles entre la thématique que j'avais étudiée pendant ma deuxième année de master et le métier que j'avais commencé à exercer après l'obtention de mon diplôme. C'est grâce au mémoire de cette nouvelle collègue que je comprends que les méthodologies d'analyse extra-financière sont des outils techniques conçus pour accroître notre emprise sur un monde complexe, ambition qui semble alors parfaitement s'inscrire dans les mythes du progrès technique j'avais étudiés pour mon mémoire. La conclusion de celui-ci avait été que seulement une véritable démocratisation des outils techniques pourrait éviter les dérives du développement



technologique (accroissement des inégalités, aliénation, nouveaux risques sociaux et environnementaux, etc.). Dans la continuité de cette idée, je commence alors à rédiger un projet de thèse sur la démocratisation des outils d'analyse extra-financière.

### **Contradictions**

L'arrivée d'un nouveau directeur général en janvier 2017 annonce le début d'une nouvelle phase à l'agence. Le Néerlandais avait démissionné après une dispute assez spectaculaire avec l'actionnaire principal, spectacle dont toute l'équipe avait pu profiter grâce à la configuration de nos locaux, séparés les uns des autres par des murs en verre. Il était resté 7 mois. Son successeur est un ancien employé d'une grande banque allemande. C'est un vétéran de la finance, un Autrichien qui habite à Vienne et dont l'agence finance ses allers-retours hebdomadaires en avion. Il ne s'intéresse pas spécialement au développement durable (il aime d'ailleurs se vanter de l'époque où il avait été l'un des plus fidèles clients de sa compagnie aérienne préférée) ou à l'ISR mais, d'après nos soupçons, a simplement repéré une opportunité pour devenir directeur général d'une quelconque structure en lien avec la finance. Ses propos et comportements sont tellement riches en contradictions que j'ai envie de les noter. Le 28 février, je note quelques-uns de ses dires : « le terme 'opinion' est d'après moi très dangereux en lien avec un processus de rating ». Et : « un rating est toujours basé sur des faits. Ou bien il faut se baser sur un standard de marché, ou bien notre position de marché nous permet d'élever notre opinion en standard. »

### **« Estrangement »**

J'ai toujours pris des notes personnelles avec plus ou moins de régularité depuis l'âge de sept ans et les citations dans ce chapitre en sont extraites. Or, là c'est la première fois que je commence à prendre des notes qui concernent uniquement mes observations à l'agence, dans un document à part de mon journal personnel. Mes collègues et moi travaillons dans un *open space* où tous les portes et murs sont en verre et mon espace de travail est positionné de telle manière que mon écran est visible depuis le couloir où tout le monde passe en continu pour se faire un café dans la cuisine. Je dois donc être extrêmement vigilante avec le Google Doc que j'utilise. Je partage régulièrement mes impressions avec Clarence.

Le processus de prise de notes m'aide à prendre de la distance par rapport au processus de perte de sens que je suis en train de vivre. Je ne suis pas intéressée par une question de recherche, je ne cherche rien en particulier. J'observe simplement une multiplication de contradictions et de

dilemmes depuis qu'on s'est lancé dans un processus de standardisation de la méthodologie et j'ai envie de les noter. Leur documentation m'aide à remettre un peu de sens dans mes journées ; j'ai ainsi l'impression de reprendre contrôle de mon quotidien.

Cette pratique signifie l'accélération d'un processus qui avait commencé un an auparavant, aux premières manifestations d'un malaise psychologique et physique et qui s'était accompagné de doutes méthodologiques et épistémologiques quant à la pertinence de notre travail. Le début de la prise de notes marque le basculement définitif de la volonté d'être une bonne analyste qui avait caractérisé mon attitude à l'embauche vers une posture d'observatrice critique.

Earhart (2011) décrit la dissonance qu'il vit pendant qu'il travaille comme consultant indépendant dans les domaines de la RSE et de l'ISR. Dans sa thèse auto-ethnographique, il étudie le sentiment d'hypocrisie dont il souffre en vendant à ses clients des conseils éthiques en contradiction avec son propre comportement, résultat de la rencontre entre le paradigme de la soutenabilité et le paradigme capitaliste. Pour lui, la prise de distance (*estrangement*) qui est nécessaire à une telle réflexivité n'est pas forcément une attitude négative car elle permet d'analyser d'un œil critique sa propre profession (Earhart, 2018, p. 314). Or, elle porte aussi en elle le risque de burn-out, cynisme et d'autres conséquences personnelles indésirables (Earhart, 2018, p. 306).

« Il [mon compagnon de l'époque] me dit qu'il a l'impression que je suis devenue plus cynique, ces deux dernières années. C'est probable. Ma première expérience professionnelle dans une entreprise qui se présente comme souhaitant contribuer au développement durable mais qui en réalité est surtout à la recherche d'un modèle économique viable (c'est-à-dire profitable) dans le secteur financier, et qui en plus se trouve perturbée dans ce processus par des directeurs généraux corrompus, n'a pas vraiment renforcé mon optimisme quant à la capacité de l'être humain à sincèrement se préoccuper d'intérêts en dehors de ses intérêts personnels et immédiats. Je sais bien qu'il est important de ne pas seulement critiquer, qu'il faut aussi proposer des alternatives. Mais cela me semble difficile si la seule alternative réellement viable est un changement de système, et si les individus qui profitent du système sont en position de pouvoir » (entrée du 21 août 2017)

Le sentiment d'*estrangement* n'empêche pas que je continue de faire partie de l'équipe d'analystes et qu'on attend de moi que je réalise mes analyses et assiste aux réunions comme tout le monde. Le résultat est que je me retrouve dans un état d'esprit assez schizophrène, dans lequel je joue tantôt le rôle de l'employée dévouée, tantôt celui d'une espèce d'agent infiltré.

Cette position n'est pas toujours facile et il m'arrive plus d'une fois de me sentir angoissée à l'idée de me faire prendre en flagrant délit en train de noter mes observations ou coupable de « espionner » mes collègues.

**« Il s'avère que l'argent a toujours plus de priorité que la durabilité. »**

L'attitude de notre nouveau directeur m'aide à apaiser mes sentiments de culpabilité à l'égard de l'agence. Notre suspicion que l'aspect « durable » des analyses n'a pas sa priorité se confirme lors d'une réunion téléphonique avec notre premier vrai client, une banque d'investissement franco-allemande qui compte parmi ses clients notre richissime investisseur principal. Lors de cette réunion, on constate que notre directeur général, pourtant censé représenter la vision de l'agence, tente de convaincre le client de se distancier d'une vision trop « idéaliste » de l'ISR.

« [Nom de notre client] voulait dans un premier temps créer un fonds avec des entreprises avec une évaluation de C minimum [sur une échelle allant d'A+++ à F. A partir de la note de C, nous considérons les entreprises évaluées comme « durables » et donc dignes d'investissement], mais ils se sont rendu compte qu'avec cette approche, ils ne pourraient pas placer tous les titres. [Nom de notre directeur général] n'a fait aucun effort pour défendre l'approche initiale » (entrée du 26 octobre 2017)

Alors que la banque nous demande simplement de lui faire parvenir nos analyses extra-financières, notre directeur insiste pour que les entreprises à inclure dans le fonds d'investissement soient d'abord sélectionnées sur leur performance financière avant d'être examinées sur leur performance extra-financière.

« Objectif : un univers d'investissement avec – si possible – une bonne performance extra-financière et une bonne performance financière, en privilégiant cette dernière. Avec un tel objectif, il n'y a plus rien à expliquer » (directeur général pendant réunion d'équipe, entrée du 27 octobre 2017)

Alors que le fondateur avait mobilisé un discours sur la maîtrise des risques pour justifier la plus-value financière de notre approche, pour le directeur, la résolution du conflit entre la performance financière et extra-financière passe simplement par la priorisation de cette première. Il distingue deux approches : une approche « puriste », qui privilégie la performance extra-financière, et une approche « modérée », dans laquelle les entreprises sont d'abord

analysées sous l'angle de la performance financière avant d'être examinées sur leur performance extra-financière (entrée du 27 octobre 2017).

« Un fonds d'investissement est un produit financier. On ne vit pas dans un monde idéal » (directeur général pendant réunion d'équipe, entrée du 27 octobre 2017)

Paradoxalement, notre client semble plus « idéaliste » que lui.

« [Nom du client] : sur le label du fonds est marqué durabilité, et ce qui est dit dessus doit être dedans » (directeur général pendant réunion d'équipe, entrée du 27 octobre 2017)

Afin de réunir cette volonté de cohérence avec la volonté de placer une quantité suffisante des titres présélectionnés, il est décidé de baisser notre « seuil de durabilité » de la note de C vers la note de D+.

« On va aussi intégrer des entreprises avec une note de D+. Après tout, [comme le dit notre directeur général], les produits financiers doivent générer une certaine performance financière. Nous pourrions par exemple garantir que le fonds est durable à 75 %, ou bien qu'il s'agisse d'un fonds avec des entreprises non pas durables, mais *plus* durables » (entrée du 2 août 2017, après une réunion d'équipe)

Cette décision de baisser notre seuil de référence provoque des sentiments de déception et de frustration parmi certains de mes collègues, qui partagent mes impressions qu'on est en train de s'éloigner de nos idéaux.

« Oui, parfois j'ai le sentiment qu'on est un peu en train d'oublier notre vision de la durabilité, quand on s'adapte beaucoup au client en disant : « OK, on va créer un fonds d'investissement responsable, mais on va aussi y intégrer des entreprises qui ne sont pas durables, parce que cela accroît la performance financière du fonds. » A ces moments-là, je ne partage pas du tout la vision de l'agence. Régulièrement, j'identifie dans nos décisions stratégiques et opérationnelles des points dont je me dis, si on dit aux entreprises qu'elles devraient être durables, nous aussi on devrait l'être. Mais il s'avère que l'argent a toujours plus de priorité que la durabilité » (entretien avec analyste 4, août 2017, Bluntz & van Weeren, 2020).

L'argumentation déployée par le directeur en réponse aux protestations des analystes est que si on veut faire connaître l'ISR auprès d'un plus grand nombre d'investisseurs, il faut baisser nos exigences en matière d'éthique.

« Objectif principal : sensibiliser à l'investissement responsable. La mise au point d'un produit « débutants » est, d'après les lois de la nature, la seule option possible pour y arriver » (directeur général pendant réunion d'équipe, entrée du 26 octobre 2017)

**« La seule chose qui intéresse l'industrie financière, est une présentation simple et quantifiée des risques pour une entreprise »**

Le tournant qui est en train de s'opérer à l'agence s'exprime une nouvelle fois alors qu'on est en train de concevoir, en coopération avec notre client, une nouvelle trame de rapport d'analyse. Sur les conseils d'une société de gestion d'actifs dont le dirigeant est un ami personnel de notre directeur, il est décidé qu'après les pages expliquant le détail de l'analyse, une partie baptisée « analyse des risques du point de vue de l'investisseur » devrait être annexée au rapport. Cette annexe comporterait une analyse quantitative des fluctuations probables de la valorisation boursière des entreprises évaluées, selon les notes accordées sur chacune des quatre dimensions (économique, environnementale, sociale, éthique) et en fonction de différents scénarios d'évolution des attentes des investisseurs à la performance extra-financière des entreprises. En tant qu'analyste à l'origine des notes censées servir de matière première pour ces calculs, je ne crois pas une seconde en leur force prédictive quant aux mouvements boursiers. Les variations de prix des actions sont principalement déterminées par des réactions ad hoc à des événements économiques de court terme, alors que notre méthodologie privilégie une vision de long terme qui va au-delà de la seule dimension économique. En outre et plus fondamentalement, cette instrumentalisation de nos analyses au service de prévisions financières me semble mal s'accorder avec la philosophie derrière notre méthodologie, qui refuse d'analyser la performance extra-financière d'une entreprise uniquement sous l'angle risques/opportunités mais insiste sur l'importance de l'impact (la perspective extérieure de la méthodologie, qui était souvent décisive pour l'attribution de la note finale).

Parallèlement à cette annexe, nous prévoyons aussi de travailler ensemble avec cette société de gestion pour créer un facteur « ESG » sur la base de notre méthode, pour compléter les facteurs habituellement pris en compte dans la théorie financière (volatilité, risque, etc.). L'enjeu de ce projet, comme précisé par notre directeur, est de proposer un « complément, et non un substitut,

à la théorie financière classique. [...] En fin de compte, la question qui est centrale est comment on peut maximiser la performance financière » (extrait de conversation avec directeur général, entrée du 3 juillet 2017)

« L'intégration d'un facteur 'durabilité' dans des méthodes de calcul pour des produits financiers ne rendra pas le secteur financier plus durable, au moins qu'il y ait une révolution de son essence (court-termisme, la priorisation des actionnaires, objectifs de croissance et de profits) » (entrée du 27 juin 2017)

Lorsque je fais savoir ma désapprobation en raison de cette incohérence à une réunion d'équipe, le fondateur m'explique très lentement que cette annexe est importante pour notre client et que « la seule chose qui intéresse l'industrie financière, est une présentation simple et quantifiée des risques pour une entreprise. » Une collègue lance : « Si on veut vraiment rester fidèle à notre philosophie, il faudrait peut-être chercher d'autres clients » (entrée du 9 août 2017). A la suite de cette réunion, je commence à m'intéresser à l'impact investing, une démarche d'investissement responsable dont j'estime que son focus sur les impacts positifs sur la société est à préférer par rapport à une démarche d'intégration des « risques » ESG pour les investisseurs dans l'optique de sauvegarder la rentabilité des investissements. Je réunis plusieurs informations chiffrées sur la croissance du marché d'investissement d'impact dans un mail que j'envoie au fondateur. Il me remercie pour l'information.

**“Any attempt to develop an organized reason around an undefined quality defeats its own purpose.”**

En mai 2017, Clarence se rend à Berlin. Nos échanges se transforment en véritables sessions de brainstorming. Grâce à sa connaissance de la littérature académique après cinq mois de thèse, il est capable de situer les événements dans un cadre plus large et de dresser des parallèles avec notamment la littérature sur les difficultés liées à la quantification. Prise dans les contraintes quotidiennes de mon métier, notamment les réunions à répétition et la lecture de rapports d'entreprise peu passionnants, je suis parfois jalouse de lui, que je m'imagine plongé dans ses lectures dans une belle bibliothèque parisienne. J'idéalise alors la vie d'un doctorant qui, comme j'ai pu le constater par moi-même entre-temps, est loin d'être sans contraintes et comporte en outre d'autres difficultés auxquelles un salarié d'entreprise est moins confronté. Quoi qu'il en soit, l'idée apparaît de transformer mes observations et nos discussions en un véritable projet de recherche. A ce moment-là, je ne pense pas pouvoir utiliser mon expérience personnelle pour ma thèse. Malgré l'adoption d'une attitude d'*estrangement*, je me considère

avant tout analyste et non chercheuse. Ma mission dans ce projet de recherche en commun tel qu'on le conçoit à l'époque est avant tout de négocier un accès au terrain pour Clarence et de récolter des données, mais pas de me plonger dans mon propre vécu.

Il est clair pour nous, dès le départ, qu'on va être très critique à l'égard de mon agence et de sa méthodologie. Vu le lien de subordination qui me lie toujours à elle et l'affinité avec la recherche académique du fondateur (il aime mettre en avant l'aspect « scientifique » de sa méthodologie d'analyse), il nous paraît difficile d'être complètement sincère concernant les enjeux du projet. Jamais le fondateur n'aurait accepté d'accueillir Clarence au sein de son agence à deux reprises et de le laisser conduire des entretiens avec l'ensemble de ses employés s'il aurait su nos intentions. On présente donc le projet de recherche comment faisant partie de la thèse de Clarence, qui dit simplement s'intéresser à la façon dont les analystes travaillent. En réalité, ce qui nous fascine, c'est comment il est possible de construire un rating « rationalisé » à partir d'un concept sans définition claire<sup>45</sup>.

« Expliquer ce processus : comment l'entreprise peut-elle fonctionner sur un truc qui n'a aucun sens ? Notamment grâce à la boîte noire de [nom de l'analyste senior, qui donnait direction à nos analyses] » (extrait des notes de brainstorming, septembre 2017)

Physiquement et psychologiquement, je vais mieux. Ma crise personnelle s'apaise à la lumière de ce nouveau projet motivant. Réfléchir à pourquoi on éprouve des difficultés à quantifier une qualité mal définie me procure plus de plaisir que de les subir. Je commence à voir des parallèles partout, y compris dans mes lectures personnelles.

“He is doing the same bad things himself. His original goal was to keep Quality undefined, but in the process of battling against the dialecticians he has made statements and each statement had been a brick in a wall of definition he himself has been building around Quality. Any attempt to develop an organized reason around an undefined quality defeats its own purpose.” - Pirsig, 1974, p. 509 (entrée du 10 octobre 2017)

Mes insomnies et problèmes de dos, s'ils ne disparaissent pas complètement, ne dominent plus mon quotidien. Un de mes collègues remarque l'amélioration de mon état.

---

<sup>45</sup> Officiellement, la définition du développement durable de l'agence reposait sur les huit principes de bon sens évoqué plus haut. Or, ces derniers ne trouvaient pas d'application dans la méthodologie, ni dans les critères, ni dans leur pondération.

« Je n'ai pas voulu le dire devant [nom d'analyste senior], mais... Je voulais te dire que je pense que les problèmes de dos dont tu souffrais était l'expression d'un malaise lié à la situation à l'agence. Je veux dire, la situation à l'agence est bizarre, et certaines personnes sont plus sensibles que d'autres » (entrée du 30 janvier 2018)

Je trouve plus facile d'accepter les incohérences et contradictions que je vis tous les jours tant que c'est avec un regard d'observatrice. Je crois de moins en moins en la capacité des agences de notation extra-financière à transformer le monde de la finance, mais tant que je peux exprimer ma frustration à travers mes activités de « espionnage » dans le cadre de notre projet de recherche, cette incohérence entre mes convictions et mon travail me dérange moins. J'ai l'impression de reprendre le contrôle de mon quotidien, de transformer mon sentiment de perte de sens en quelque chose de constructif.

« Si c'est pour obtenir des données intéressantes, je pourrais éventuellement envisager de supporter pendant encore un peu plus longtemps le quotidien absurde en entreprise. L'énervement après une réunion épuisante et inutile a disparu quand on l'a transformé en donnée d'analyse » (entrée du 13 février 2018)

### **Observation participante « couverte »**

Ce quelque chose de plus constructif me conduit pourtant à adopter des comportements pas toujours très éthiques. En avril 2018, j'enregistre en cachette une réunion de deux heures entre le CEO et l'équipe d'analystes. Le CEO lance : « Si notre identité et approche « honnêtes » nous conduisent en banqueroute, il faudrait adapter notre positionnement. » Je réponds :

« Personnellement, je ne pourrai pas vraiment... Si maintenant, on se décide d'abandonner notre identité 'honnête' pour des raisons stratégiques et de nous positionner comme les autres, ça me poserait des problèmes personnels. Des problèmes de conviction. Parce que je trouve que ça devrait être notre rôle, de vérifier si le comportement des entreprises correspond vraiment à leur responsabilité affichée, et si nous déjà, on accepte de se corrompre pour pouvoir survivre... »

Le processus d'*estrangement* avait atteint son apothéose et je me sens plus analyste *de* l'analyse extra-financière qu'analyste extra-financière. Même si je ne suis pas encore officiellement inscrite en thèse à ce moment-là, la posture que j'ai adoptée se rapproche de ce qui est décrit dans la littérature académique comme l'observation participante couverte (Roulet, Gill,



Stenger, & Gill, 2017). A part mes collègues les plus proches, personne n'est au courant des notes que je prends quasiment tous les jours sur ce qui se passe à l'agence. Je ne veux évidemment pas nuire à mes collègues, même pas aux personnes que je n'estime pas très haut, comme le directeur général qui avait donné l'impulsion pour une financiarisation de notre méthode (avant de partir lui aussi à la suite de conflits internes). J'ai simplement le sentiment que ce que je suis en train de vivre mérite d'être noté, même si je ne sais pas encore exactement ce que je vais pouvoir en faire. Il n'empêche que je suis bien consciente des points en commun entre l'hypocrisie dont j'accuse mon employeur et mes propres actions.

Je travaille surtout pour mon propre projet, mais je sais très bien faire comme si je travaillais pour l'agence, vu qu'il s'agit des mêmes thématiques. Hmm. Comment est-ce que ce comportement serait noté dans les quatre dimensions [de la méthodologie d'analyse de l'agence] ? Il obtiendrait certainement une notation plus élevée sur le Michelle Opportunity Index que sur le [nom de l'agence] Loyalty Index. (message à mon compagnon de l'époque, le 29 mars 2018)

### **Le « je » qui comprends**

Au fur et à mesure que mes notes s'empilent et grâce à mes discussions avec Clarence, je ne considère plus la méthodologie d'analyse qui m'avait paru si pertinente au début comme naturelle, mais commence à la remettre en question : pourquoi avons-nous tant de difficultés à l'expliquer aux entreprises évaluées, et ce malgré la reconnaissance exprimée par la quasi-totalité d'entre elles de la pertinence des analyses qu'elle produit ? Inversement, pourquoi sommes-nous si attachés à la flexibilité à laquelle on avait été formés à notre arrivée dans l'agence et au processus de jugement par consensus piloté par l'analyste senior ? Pourquoi éprouvons-nous tant de difficultés à formuler des « directives d'évaluation » universelles censées nous guider dans l'attribution des points et améliorer la transparence de la notation ? Et puis, après avoir reconnu que la méthodologie dans cette forme n'est pas commercialisable, qu'est-ce qui explique les nombreux détournements (adaptations ex post, bricolage...) dans le processus de développement d'une méthodologie plus formalisée ? Pourquoi est-ce que nous ne sommes pas capables d'appliquer de manière rigoureuse une méthodologie que nous avons nous-mêmes développée ?

A ce stade, l'idée d'une tension entre la volonté de défendre une posture réflexive et la nécessité de communiquer une transparence rationalisée ne me vient pas encore à l'esprit. Je raisonne plutôt en termes de difficultés qui semblent s'intensifier au fur et à mesure qu'on progresse dans le travail de standardisation mais je n'en ai pas diagnostiqué la cause.

—Ouais bah, de toute façon, si t'as d'autres questions, tu pourrais toujours m'envoyer un petit message. Non, et sachant que ce que tu fais, est intéressant, donc c'est bien d'avoir des doctorants comme ça qui, qui prennent le temps de la réflexion.

MW : Ouais justement, parce qu'en fait, moi, ce qui me dérangeait un peu dans la boîte où j'étais, alors que c'était quand-même des conditions assez agréables, qu'on n'avait pas de temps justement, de réfléchir, parce qu'on était un start-up et on avait des problèmes de rentabilité etc., et on était tout le temps en réaction à des choses, en recherche d'un business modèle viable justement et c'était pas évident. Et du coup, on nous demandait d'analyser les boîtes mais avec les mêmes problèmes que tu citais tout à l'heure. Et j'avais bien conscience de ça, tout le monde avait bien conscience de ça, et du coup t'as l'impression de pas avoir d'impact, et de faire quelque chose d'inutile. Et du coup je me suis dit, bon je vais me retirer de ce milieu, je vais aller en académique. (entretien avec « pionnier de l'ISR », le 23 avril 2019)

Cela fait aujourd'hui plus d'un an<sup>46</sup> que j'ai quitté l'agence et commencé ma thèse, qui se situe dans la prolongation de ce travail ethnographique. Me demandant si les difficultés qui avaient été expérimentées par moi-même et mes collègues étaient partagées par d'autres acteurs du secteur de l'investissement responsable, j'ai passé ma première année de thèse à conduire des entretiens exploratoires avec des analystes et autres acteurs du champ. Grâce à ces discussions et à mes lectures, je comprends maintenant que l'agence où j'ai travaillé était en réalité une exception dans sa volonté de rester fidèle à une approche éthique de l'analyse extra-financière dans un secteur où ce type d'analyse est de plus en plus mise au service de la recherche de matérialité financière. Cela ne veut pas dire que ce genre de difficultés soient absentes dans d'autres organisations moins axées sur l'éthique, mais généralement, les analystes qui y travaillent n'ont pas le même degré d'autonomie dans le développement et l'application de leurs méthodologies et ont par conséquent moins d'opportunités d'exprimer leur réflexivité. Autrement dit : si nous voulions attirer des investisseurs *mainstream*, qui sont habitués aux reports et données quantitatifs, nous n'avons pas d'autre choix que de nous adapter. Il est plutôt remarquable que notre employeur nous donnait autant d'espace pour développer notre propre interprétation du compromis entre éthique et efficacité. Si, au début du projet de recherche avec Clarence, nous cherchions des façons de cacher nos intentions critiques pour négocier l'accès au terrain, avec le recul, ce projet a surtout débouché sur une attitude plus nuancée et plus compréhensive à l'égard de mon ancien employeur.

---

<sup>46</sup> Le chapitre auto-ethnographique a été écrit en janvier 2020.

A ce sujet, une rencontre avec le chercheur auto-ethnographe Robert Earhart en janvier 2019 m'est restée en souvenir pendant l'exercice d'écriture. Earhart, qui a écrit sa thèse auto-ethnographique sur les difficultés éthiques qu'il éprouvaient lorsqu'il travaillait comme consultant développement durable indépendant (Earhart, 2011), me mettait en garde contre le risque l'auto-complaisance lorsqu'on cherche à écrire sur ses déceptions professionnelles : « il faut garder en tête que parfois, on fait partie du problème. »

Le récit conté dans ce chapitre est nécessairement partial et incomplet, en raison l'opacité liée aux trajectoires personnelles et qui rend impossible sa restitution dans une forme cohérente (Butler, 2007). Il y a des choses que je ne comprenais pas à l'époque et que je comprends mieux maintenant, ou que je pense mieux comprendre, et les différents degrés de compréhension s'entremêlent dans le texte. Chercher à rendre des comptes sur soi-même selon un schéma cohérent est un exercice impossible ; mais ce n'est pas son impossibilité qui le rend superflu. Il m'était impossible de me détacher de mon expérience personnelle avant de me lancer dans cette thèse ; l'écriture de ce texte a donc été nécessaire pour lui donner une place. Je n'y ai pas cherché à dissimulé ma vulnérabilité ni mes défauts mais cela ne veut pas dire que le résultat constitue un récit réellement authentique ; les histoires qu'on raconte sur nous-mêmes sont toujours médiées par des normes qui ne sont pas les nôtres, opaques y compris pour nous-mêmes, et adressée à un autre dans le but de provoquer chez lui une certaine résonance (Butler, 2001). Finalement, on est tous pareillement exposés face à la sollicitation d'un autre qui nous demande pourquoi on fait les choses qu'on fait. La résonance que j'espère provoquer chez ceux qui me lisent est précisément celle-là : la reconnaissance des limites des histoires qu'on raconte sur nous-mêmes et des limites qu'on rencontre dans notre travail ; des limites qui s'appliquent à moi, mais également aux autres analystes protagonistes de cette thèse, et dont les conséquences dépassent le domaine du privé.

## II. Chercher des explications théoriques à une déception personnelle

Revue de littérature

### **1. La production impossible de la performance ESG**

Il est impossible, pour des raisons de complexité et d'incommensurabilité d'échelles, de définir précisément comment la durabilité devrait s'exprimer au niveau d'une organisation. Dans une perspective postmoderne, cela mène au constat que la performance ESG (environnementale, sociale et de gouvernance) des entreprises n'existe pas en dehors de ses représentations matérielles. Or, ces représentations ont des conséquences bien réelles ; la perspective pragmatiste sur la production de la performance reconnaît que la performance ESG émerge *de facto* de la production de ses représentations, qui vont ensuite orienter le comportement des acteurs. Si on accepte cette perspective, les analystes sont donc au cœur du processus de production de la performance ESG. Malgré l'avènement de la quantification comme mode dominant de gestion, le jugement qualitatif y est primordial, ainsi que l'identification préalable d'un objet épistémique. Les représentations méthodologiques qui traduisent ce processus auront des effets performatifs sur la performance produite.

### **2. La production d'un discours et ses effets**

Malgré ses racines éthiques et son historique forgé par des mouvements religieux et sociaux, le champ de la finance durable a progressivement vu naître l'émergence du discours selon lequel il existerait un lien positif entre performance ESG et performance financière. Le lien entre les deux types de performance, s'il était longtemps controversé ou réputé inexistant, fait désormais consensus. Ce consensus est produit et consolidé par la publication d'études par des acteurs institutionnels et académiques, qui introduisent également la « matérialité » (financière) de l'ESG comme nouveau mot d'ordre. Le résultat est une financiarisation de la performance ESG : celle-ci est mesurée non plus pour elle-même, mais pour ce qu'elle apporte à la performance financière. Le glissement sémantique a permis l'intéressement d'une nouvelle catégorie d'utilisateurs aux besoins d'information spécifiques : les investisseurs mainstream. Pour répondre à leurs besoins, l'analyse extra-financière se trouve progressivement intégrée à l'analyse financière classique. Ces développements relèvent d'un phénomène qui dépasse le seul champ financier, qui est l'expansion d'une approche économique aux enjeux non-économiques, décrit par certains auteurs comme un processus de « réification ».

### **3. L'expansion d'un régime particulier d'accountability**

Depuis quelques décennies, la littérature en comptabilité constate l'expansion d'un régime particulier d'accountability. Ce régime est caractérisé par la mesure de la performance selon des catégories prédéfinies, le recours intensifié aux techniques comptables et la domination de l'efficacité économique comme principe conducteur. Il s'étend désormais non seulement aux organisations non-marchandes mais également aux individus et produit des effets constitutifs sur ceux-ci. Lorsqu'une organisation ou un individu produit des comptes qui ne correspondent pas aux critères du régime d'accountability dominant, cela crée une opacité qui entrave sa reconnaissabilité au sein d'un champ. Pour les analystes extra-financiers d'aujourd'hui, ces critères dérivent du champ financier. Or, des tensions sont créées par le transfert des techniques d'analyse financière sur des informations extra-financières.

### **4. Introduction du cadre théorique : la reconnaissance selon Honneth et Butler**

Le cadre choisi combine les philosophies d'Axel Honneth et de Judith Butler, dont le point en commun est l'importance qu'elles accordent à la notion de reconnaissance. Pour Honneth, la reconnaissance décrit un « engagement primaire » avec autrui et le monde qui précède la connaissance. Judith Butler pense la reconnaissance comme un processus d'acceptation sociale, conditionnée par l'adaptation à un ensemble de normes au sein d'un champ donné. En écho à Honneth, la production de la performance ESG est interprétée comme reconnaissance par l'analyste. Ce processus est médié par les conditions de la reconnaissance de l'analyste comme membre d'un champ social, au sens de Butler.

**QR : comment les analystes produisent-ils la performance ESG et leur propre identité professionnelle en interaction avec les normes et le discours financiers ?**

*The sensation of 'living doubt' is accompanied by an intense need to find an answer, even a 'fear' that one might not be found. One might wonder whether management academics really care enough about the topics of their studies to experience the intense unease that genuine doubt engenders. (Klag & Langley, 2013, p. 158)*

## **Introduction à la revue de littérature**

Cette thèse prend comme point de départ mes propres doutes vécus pendant mes années d'analyste extra-financière et l'envie de prendre du recul pour mieux les comprendre. Ces doutes portaient sur ce que l'évaluation de la durabilité des entreprises avec des méthodologies d'analyse extra-financière permet et ne permet pas de faire, à la fois pour nous, les analystes, et pour notre client. Pourquoi avons-nous autant de mal à évaluer la durabilité des entreprises de manière que nous jugeons satisfaisante ? Pourquoi était-il si difficile de résumer cette évaluation dans une note finale ? Pourquoi est-ce que les critères de validation de nos analyses ne semblaient pas être les mêmes pour nous et pour notre client ? Pourquoi, compte tenu des besoins de ce dernier, avons-nous l'impression de devoir faire des compromis entre profondeur et utilité des analyses ? En tant qu'actrice du terrain, je ne pouvais pas me permettre de m'attarder sur ces questions ; j'étais soumise aux injonctions inhérentes au statut de salarié. Les urgences quotidiennes dont la vie en entreprise est faite en détournaient parfois mon attention, mais le doute ne disparaissait pas ; au contraire, il se renforçait au fur et à mesure que les compromis que nous étions amenés à faire se multipliaient. La porte de sortie me semblait la seule manière possible de regagner ma liberté de douter et de poser ces questions. C'est alors que le choix pour la thèse s'est imposé.

Ma thèse est d'inspiration empirique et personnelle ; c'est l'expérience qui est venue avant la curiosité théorique et qui a orienté mes lectures. L'objectif de cette revue de littérature est double. Premièrement, elle cherche à rendre compte de mes recherches théoriques sur les sujets qui me posaient problème pendant mon temps en tant qu'analyste : les difficultés inhérentes à la définition et l'évaluation de la durabilité des entreprises, les apports et limites de la quantification, les effets de la financiarisation sur les pratiques d'analyse, les effets de la professionnalisation sur le métier d'analyste extra-financier, pour en citer quelques-uns. Son deuxième objectif est plus classique : elle propose une articulation des travaux académiques réalisés précédemment pour construire une justification théorique de ma question de recherche.

Le premier objectif a nécessité une prise de recul et une mise en contexte par rapport à ce que j'avais pu expérimenter ; le deuxième a au contraire demandé un effort de précision.

La structure de la revue de littérature que je vais présenter est donc le résultat de cette recherche d'équilibre entre prise de hauteur et parcimonie. Plutôt que de l'ouvrir par une énumération des (nombreuses) recherches sur le reporting extra-financier et l'investissement socialement responsable (ISR), la première littérature que j'ai consultée, j'ai choisi un point de départ plus abstrait mais qui découle en même temps plus logiquement de mon positionnement d'ancienne analyste qui doute de la pertinence de son travail. Ce point de départ s'inscrit dans une interrogation épistémologique : est-il seulement possible d'évaluer la performance de durabilité d'une entreprise ?

La première partie de cette revue de littérature cherche donc des échos théoriques des problèmes vécus. J'étais ainsi soulagée de trouver des écrits par des chercheurs en comptabilité sociale et environnementale sur l'impossibilité d'une définition de la durabilité au niveau des entreprises ; apparemment, les tensions que j'avais vécues en cherchant à mesurer cette durabilité pouvaient s'expliquer théoriquement. *L'impossibilité d'une définition* (1.1) traite de cette question et me conduit à considérer une perspective postmoderne selon laquelle la durabilité des entreprises, ou encore sa « performance ESG » n'existe pas en dehors de ses formes matérielles. En revanche, la découverte des réflexions pragmatistes sur les pratiques de valorisation en comptabilité me mène à relativiser ce postulat. Car force est de constater que l'impossibilité d'une définition de l'ESG n'empêche pas la prolifération des tentatives et l'émergence d'un marché autour de son évaluation, avec, dans le cas de l'investissement socialement responsable, des conséquences bien réelles sur l'accès des entreprises au capital. Même si la performance n'existe pas en essence, *elle est produite dans l'acte de son évaluation* (1.2). Les premiers acteurs spécialisés dans l'analyse extra-financière s'appuient sur la quantification pour mesurer ce qui est difficilement mesurable et pour renforcer leur position dans un marché émergent. Ils cherchent la *légitimation par la quantification* (1.3) et contribuent ainsi à la diffusion d'une « idéologie des chiffres » (Chelli & Gendron, 2013). Or, à y regarder de plus près, le jugement qualitatif joue un rôle important dans l'activité des analystes. De plus, face à une performance qui n'est pas préexistante, c'est aux analystes de définir leur objet épistémique. Cependant, diverses limites s'imposent à eux dans le processus d'identification, dont notamment l'inertie et la performativité des outils avec lesquels ils travaillent. *La production de la performance par*

*les analystes* (1.4.) est donc conditionnée par ces limites. Ce premier mouvement de la revue de littérature décrit « la production impossible d'une performance ESG ».

Dans un deuxième mouvement, je décris la *production d'un discours et ses effets*. Malgré ses racines dans les mouvements sociaux et religieux, c'est l'idéologie financière qui prévaut dans les approches contemporaines à l'ISR, avec la diffusion d'un très grand nombre d'études sur le lien entre la performance ESG et la performance financière des entreprises, lien qui, malgré l'absence de résultats cohérents et univoques, fait de plus en plus *consensus* (2.1). Ce nouveau consensus est au cœur d'un discours qui trouve de plus en plus d'échos au sein des marchés financiers et accroît la demande pour des analyses ESG par des investisseurs mainstream, qui s'y intéressent pour des raisons financières. La conséquence est une *financiarisation de la performance ESG*, qui n'est plus mesurée pour connaître la responsabilité des entreprises, mais pour les effets qu'elle est réputée provoquer sur leur performance financière (2.2). Pour répondre aux besoins de cette nouvelle clientèle, les analystes ont tendance à copier les codes et conventions de la finance. Le discours autour du lien entre performance financière et performance ESG entraîne donc non seulement une financiarisation de la performance mais également une *financiarisation de l'évaluation extra-financière* (2.3). Ces évolutions sont placées dans une perspective plus large, qui décrit *l'expansion d'une approche économique aux enjeux non-économiques* (2.4).

Dans un troisième mouvement, cette revue de littérature propose d'explorer *l'expansion d'un régime particulier d'accountability*. Avec l'avènement du New Public Management et la montée en puissance des ONG, les organisations non-marchandes sont de plus en plus appelées à rendre des comptes sur leur performance économique. Ces développements sont décrits dans 3.1. *L'expansion d'un régime particulier d'accountability organisationnelle*. Les caractéristiques de ce régime, à savoir un recours intensifié aux techniques comptables, l'évaluation de la performance en fonction de catégories prédéfinies et la prévalence de l'efficacité économique comme principe conducteur se retrouvent également dans les injonctions à la transparence et à la reddition des comptes imposées aux individus. L'expansion d'un régime particulier d'accountability de soi (3.2.) décrit ainsi l'expansion des *accountable selves*, l'acte problématique de rendre des comptes ainsi que l'opacité créée lorsqu'on rend des comptes qui ne correspondent pas au régime d'accountability dominant. Les analystes extra-financiers, eux, se sont financiarisés en se professionnalisant, ce qui veut dire que les critères d'accountability qui s'appliquent désormais à eux sont issus du champ financier. Or, les



informations extra-financières sont complexes et porteuses de valeurs politiques. Ces développements et les tensions vécues par les professionnels qui cherchent à produire une expertise extra-financière au sein d'un champ financier sont décrits dans *professionnalisation et accountability des analystes extra-financiers* (3.3).

Ma recherche dans la littérature a donc trouvé des échos théoriques des tensions que j'avais vécues pendant mes années d'analyste. Si cette confirmation a pu me reconforter à titre personnel, elle ne résout pas le problème que j'aimerais adresser dans cette thèse. Car malgré l'existence de tensions, il faut bien continuer à travailler, et les choix et actions réalisés par les analystes ont des conséquences réelles sur la performance produite, et donc sur les entreprises récompensées par un meilleur accès au capital.

Pour sortir de cette impasse, j'introduis un cadre inspiré de la théorie critique d'Axel Honneth et la philosophie éthique de Judith Butler. Le concept-clé qui lie ces deux penseurs est celui de la reconnaissance. Je souhaite mobiliser la reconnaissance à deux niveaux. Le premier niveau est d'ordre épistémique et concerne le processus de production de la performance ESG. Si cette performance ESG n'existe pas au préalable, il faut d'abord reconnaître en quoi elle consiste. À côté de sa conceptualisation de la reconnaissance comme lutte, Axel Honneth appelle « reconnaissance » également l'attitude engagée à l'égard d'autrui et du monde qui précède la connaissance. Même si l'analyste s'oriente toujours aux cadres existants, notamment méthodologiques, la première étape de l'analyse extra-financière consiste à identifier les enjeux dignes d'être évalués (l'objet épistémique). Je propose d'appeler ce processus *la reconnaissance par l'analyste*. Chez Judith Butler, la reconnaissance est forcément un processus social. Elle théorise comment un désir rencontre une reconnaissance. Quelles sont les conditions normatives qui font que tel désir est reconnu comme étant socialement acceptable plutôt que tel autre ? Ces *conditions de la reconnaissance* s'appliquent également à l'analyse extra-financière ; les analyses produites doivent répondre à un ensemble de normes pour être reconnues comme utiles par la communauté financière. La reconnaissabilité des analyses et des analystes comme professionnels de la finance dépend de leur capacité à produire des informations conformes à ces normes, qui peuvent être épistémiques ou discursives. Il s'agit ici de la *reconnaissance de l'analyste*. La reconnaissance et ses conditions sont donc centrales au processus de production de la performance par les analystes. Ma question de recherche est la suivante : **comment les analystes produisent-ils la performance ESG et leur propre identité professionnelle en interaction avec les normes et le discours financiers ?**

# 1. La production impossible d'une performance ESG

Dans ce premier mouvement de la revue de littérature, il s'agit de clarifier ma posture théorique à l'égard de ce qui sera au cœur de ma thèse, à savoir la performance ESG des entreprises. Des travaux déjà anciens en comptabilité sociale et environnementale me permettront de diagnostiquer le caractère impossible de l'exercice qui consisterait à définir la durabilité au niveau d'une organisation. Associées aux travaux plus récents sur les causes sous-jacentes aux problèmes de comparabilité des rapports que produisent les entreprises sur leur durabilité (alors appelée « performance ESG »), ces premières explorations me permettront d'avancer un postulat théorique peut-être osé : la performance ESG n'existe pas en dehors de ses formes matérielles. Or, plutôt que de déboucher sur le relativisme absolu associé à la posture postmoderne, ce constat me mène à adopter une approche pragmatiste : si la performance ESG n'existe pas en dehors de ses formes matérielles (rapports, standards, indicateurs...), celles-ci ne sont pas le fruit d'un quelconque hasard mais le résultat de choix en réponse à des problèmes d'évaluation concrets. Les conséquences de ces formes matérielles sont également bien réelles : dans le domaine de l'évaluation pour le compte d'investisseurs, elles peuvent déterminer quelles entreprises ont accès aux financements et lesquelles en sont exclues. Il est donc important de s'intéresser au processus de production de ces représentations, car ce sont ceux qui les produisent qui produisent également la performance ESG. En développant des méthodologies pensées pour l'évaluer, les analystes ESG sont impliqués dans un processus de production de la performance ESG.

## 1.1. L'impossibilité d'une définition

Ce sont un ensemble d'articles précurseurs en comptabilité sociale et environnementale qui me donnent le point de départ théorique pour ma thèse. Le paradigme « durable » en sciences de gestion devrait mener à une reconnaissance de l'encastrement des organisations dans la société et la biosphère. Or, traduire cet encastrement par des narratifs uniques au niveau d'une entreprise entraîne des difficultés techniques, comme le constatent des chercheurs en comptabilité sociale et environnementale. Dans ces conditions, la comptabilité sociale et environnementale ne pourra jamais complètement refléter les enjeux sociaux et environnementaux d'une entreprise. Face à cette impossibilité d'une définition, il s'agit de

proposer des outils partiels et de rechercher la pluralité plutôt que l'homogénéité dans les comptes rendus sur la durabilité des entreprises.

#### *1.1.1. Reconnaissance de l'inter-connectivité des organisations*

L'aggravement des problèmes sociaux et environnementaux et la reconnaissance de plus en plus généralisée que ce sont les entreprises qui en sont les premières responsables a provoqué une prise de conscience dans une certaine communauté de chercheurs en sciences de gestion, qui appellent à un changement de paradigme dans la façon d'imaginer l'entreprise dans son environnement. Les interdépendances et complexités qui sont au cœur de ce paradigme font naître des problèmes de définition de comment une entreprise devrait se comporter pour être durable. Certains ont appelé à la multiplication et à la confrontation des comptes produits par les entreprises, afin d'y porter un regard critique. En sciences de gestion, ce sont des pionniers comme Gladwin, Kennelly, & Krause (1995) invitent leurs collègues à revisiter leurs paradigmes de recherche pour mieux prendre en compte l'ancrage des entreprises dans leur environnement social et écologique, pour les envisager dans une perspective systémique. Le paradigme « durable » (*sustaincentric*) demande donc de se distancier d'une perspective purement anthropocentrique pour mieux accepter l'interconnexion systémique des éléments économiques, sociaux et écologiques. Afin que ce nouveau paradigme puisse s'exprimer, les auteurs mentionnent la nécessité d'une transition cognitive : « from exterior nuts and bolts to interior hearts and minds » (p. 899). Pour rendre possible son opérationnalisation, ils évoquent la prise en compte systématique des critères de durabilité pour sélectionner des produits, des projets et des entreprises. Des outils de mesure sont alors nécessaires ; il y a là une mission pour les chercheurs en comptabilité. Avec un défi supplémentaire : ces outils ne devraient pas uniquement mesurer si une organisation se développe dans la bonne direction, mais également informer sur le chemin qui reste à faire : « Tools of greening, in other words, move organizations in the right direction, but fail to inform them about the distance from or variance with the ultimate destination of sustainability » (p. 900).

#### *1.1.2. Des narratifs pluriels et déconnectés*

Quinze ans plus tard, Gray (2010) fait le point sur les avancées de la comptabilité pour la durabilité. Il constate que les entreprises se sont largement emparées de ces enjeux et produisent une quantité toujours plus importante de comptes et de reports (que Gray appelle « narratifs »)

sur leurs interactions avec des parties prenantes externes et leur environnement. Or, la deuxième partie des vœux exprimés par Gladwin et al. (1995) ne s'est pas réalisée : les narratifs publiés par les entreprises sont largement déconnectés des limites planétaires et n'informent donc pas sur leur avancée vers une « destination » durable. Gray en détecte la cause : la difficile articulation entre les échelles organisationnelles et planétaires complexifie, voire rend impossible, la définition de la durabilité au niveau d'une organisation (voir également Gray & Milne, 2002 ; Rob & Milne, 2004). Comment déterminer comment une organisation individuelle devrait se comporter pour contribuer à un état de durabilité à l'échelle planétaire ? Cet exercice se trouve troublé par au moins deux obstacles : premièrement, il existe une pluralité de trajectoires possibles vers un quelconque état durable et non pas une seule. Dans ces conditions, la production d'un narratif « unique » sur la durabilité d'une organisation semble un exercice dépourvu de sens. Deuxièmement, la durabilité à l'échelle planétaire ne pourra jamais être le résultat du comportement d'une seule organisation ; or, la complexité des échanges et les interdépendances entre entités au sein d'un système global obscurcit l'identification de la part de chacun. C'est ce qui a conduit Hopwood (2009) au constat que l'espoir qu'une comptabilité environnementale « satisfaisante » émergera un jour est probablement illusoire (p. 438).

### *1.1.3. Une nouvelle mission pour la recherche en comptabilité*

Ce constat n'entraîne pas pour autant le renoncement aux outils de mesure et de calcul en relation avec la durabilité des entreprises. Car comme l'avait prédit Hopwood, dans un monde où les enjeux environnementaux et sociaux sont pris au sérieux, « trade-offs would still have to be evaluated, interests would still diverge, thereby suggesting a role for incentives to engender change, intentions would still need to be checked against achievements, and there still would be areas where careful analyses of alternative approaches would need to guide action » (p. 433). L'impossibilité d'une définition comptable de la durabilité ne saura pas ôter l'intérêt de la recherche en comptabilité sociale et environnementale, dont la mission reste de proposer des réponses calculatoires à ces défis, même si ces réponses seront toujours insuffisantes.

La proposition normative n'est pas la seule tâche qui incombe à la recherche en comptabilité sociale et environnementale, selon ces chercheurs. Son autre mission est d'analyser sous un œil critique les narratifs publiés par les entreprises, qui ne sont pas très enclines à produire des comptes qui reflètent leur non-durabilité (Gray, 2010). Cela explique en partie le faible lien

entre leur reporting et les limites planétaires. Leurs comptes sont donc forcément partiels et orientés. Car il existe une *pluralité* de définitions possibles de la durabilité d'une entreprise. Ce n'est pas anodin, car comme nous le rappelle Hines (1988), les comptes qu'on produit ont un pouvoir performatif : en communiquant une réalité, ils la produisent. Les comptes rendus par les entreprises contribuent donc à l'émergence d'un discours sur la durabilité qui va avoir des conséquences réelles sur la façon dont on gère les défis qui y sont associés. Leur caractère incomplet ou trompeur pourrait ainsi entraver notre avancée vers un état de durabilité à l'échelle planétaire.

La pluralité des narratifs sur la durabilité des entreprises semble être confirmée par des études empiriques. Ainsi, Byrch, Milne, Morgan, & Kearins (2015) révèlent la grande diversité de définitions de la durabilité tenues par ceux dont le métier est de l'implémenter dans leur entreprise. L'enquête dévoile l'existence de visions contradictoires qui peuvent être cachées derrière la production d'un narratif unique. Archel, Husillos, & Spence (2011) dévoilent que la pluralité des points de vue est souvent dissimulée au profit du narratif dominant qui convient le mieux à l'entreprise. Pour créer un contrepoids à ces narratifs souvent invalides et parfois dangereux produits par les entreprises elles-mêmes, Gray insiste sur l'importance de continuer à créer des narrations plurielles, « despite the difficulties (impossibilities) inherent in that task » (Gray, 2010, p. 59).

## 1.2. La production de la performance ESG dans son évaluation

L'impossibilité d'une définition de la durabilité des entreprises n'empêche pas la prolifération des comptes rendus. Ces comptes (rapports, analyses, etc.) s'avèrent difficilement comparables, reflétant la pluralité d'interprétations et de priorisations. Le regard postmoderne sur cette pluralité invite à accepter le caractère non-préexistant de la performance ESG, qui n'a pas d'essence et n'existe que dans ses expressions matérielles. Or, ses expressions matérielles, parmi lesquelles les méthodologies d'analyse, ne sont pas totalement arbitraires mais ont été conçues en réponse à des objectifs spécifiques. Elles ont également des conséquences concrètes sur les acteurs qui les manipulent. C'est pourquoi j'adopte une perspective pragmatiste sur la performance ESG, qui est produite dans l'acte de son évaluation.

### 1.2.1. *Un regard postmoderne sur la pluralité des narratifs*

Dans cette thèse, je m'intéresse à la production de narratifs de durabilité des entreprises dans le domaine de la finance. Dans ce domaine, ces narratifs sont résumés par ce qu'on appelle la « performance ESG » des entreprises, c'est-à-dire la performance des entreprises dans les domaines environnemental, social et de gouvernance. Il n'existe pas de définition institutionnelle ou législative de cette performance, ce qui rend la notion sujette à des interprétations diverses et des applications flexibles de la part des entreprises (Boiral & Henri, 2015). Ces divergences créent des problèmes de mesure et de comparabilité. Ces problèmes ont été interprétés dans la littérature comme le résultat de l'incapacité des managers à « comprendre ce qu'est la durabilité » et comment la saisir, évaluer et mesurer (Arvidsson & Johansson, 2019). Boiral & Henri (2015) proposent une autre explication. Ils discutent le manque de comparabilité des narratifs que les entreprises publient sur leur performance ESG à travers trois cadres théoriques : fonctionnaliste, critique et postmoderne. Dans une perspective fonctionnaliste, dominante à la fois dans le monde académique et dans les pratiques et outils des acteurs de terrain, la performance ESG des entreprises est bien réelle et peut tout à fait être mesurée et comparée. Les problèmes de comparabilité qui persistent aujourd'hui peuvent être résolus grâce à une amélioration de la transparence dans les pratiques de reporting, notamment à travers la standardisation. La perspective critique, elle, ne remet pas en cause la mesurabilité et la comparabilité de la performance ESG en théorie. Or, en pratique, elle constate que les intérêts économiques qui gouvernent les entreprises les empêchent d'être transparentes sur leur performance ESG et entravent donc la comparabilité inter-entreprises. Ces deux perspectives sont rejetées au profit d'une perspective postmoderne. Suivant des auteurs comme Jean Baudrillard, François Lyotard et Jacques Derrida, Boiral & Henri critiquent l'idée moderne selon laquelle une théorie, idée ou méthodologie unique pourrait refléter la réalité. Ils s'inscrivent dans la tradition de Robert Chia (1995), qui était le premier à appliquer la perspective postmoderne à la recherche en gestion (Hussenot, 2016). Selon lui, des catégories comme « organisation », « structure » ou « culture », communément utilisées dans les sciences de gestion, révèlent une ontologie statique qui ne correspond pas au réel comme « processual, heterogeneous and emergent configuration of relations » (Chia, 1995, p. 594). Vu de cette manière, on comprend mieux les causes sous-jacentes aux problèmes de comparabilité constatés par Boiral & Henri dans le reporting des entreprises sur leur performance ESG. Si l'organisation n'est pas une entité statique mais un ensemble mouvant de processus et de relations, il semble difficile de produire des narratifs statiques sur sa performance ESG, d'autant plus que la composition de cette performance varie dans le temps (Bansal, 2005). Dans ces conditions, le reporting des entreprises sur leur performance ESG ne pourra jamais répondre

aux exigences de comparabilité et en même temps rendre compte du caractère mouvant, contradictoire, voire caléidoscopique de ce qu'il cherche à représenter : « This impossibility may be caused primarily by unrealistic beliefs that sustainability is a reality, a goal, or a destination that can be reasonably described, measured, compared, or achieved » (Boiral & Henri, 2017, p. 9)

L'impossibilité de définir ce que devrait être la durabilité au niveau d'une entreprise (Gray, 2010) débouche ainsi sur le constat que la performance ESG, qui en est la traduction dans le domaine du reporting et de l'analyse financière, n'existe pas en dehors de ses représentations. Lyotard, dans *La Condition postmoderne*, oppose l'idéal moderne d'optimisation de la performance comme description d'une réalité organisationnelle ou individuelle à la performance qui n'existerait que dans ses formes narrées, comme une « exécution rituelle » (Lyotard, 1979). Ces représentations sont réalisées par les entreprises elles-mêmes et revêtissent ainsi un caractère autoréférentiel. Pour Boiral & Henri, leur ambiguïté et faible comparabilité ne saute pas toute de suite à l'œil, étant donné que les rapports sont généralement lus séparément et non pas comparés entre eux : « These reports are generally read and analyzed on an individual basis and certainly not within a comparative, transversal criterion-by-criterion analysis, such as the one undertaken in this study. The approach adopted in our study—which highlighted many of these not so apparent inconsistencies—is rather unusual, requires a considerable amount of tedious work, and probably has never before been performed systematically » (p. 20). Or, la comparaison, critère par critère, de la performance ESG des entreprises, est précisément le travail des analystes extra-financiers.

### 1.2.2. *Une perspective pragmatique sur la production de la performance*

Car avec l'intérêt croissant des marchés financiers pour la performance ESG ou extra-financière<sup>47</sup>, des entreprises (Dumas, 2015; Jemel-Fornetty, Louche, & Bourghelle, 2011; Young-Ferris, 2013), la création de représentations de cette performance n'est plus réservée aux acteurs à l'intérieur des entreprises. Les analystes qui évaluent cette performance pour le compte d'investisseurs sont également à l'origine de la production de ces représentations. C'est

---

<sup>47</sup> En écho aux habitudes discursives dans la littérature académique et sur le terrain, j'utiliserai, dans la suite de cette thèse, les termes « performance ESG » et « performance extra-financière » ou encore « analyse ESG » et « analyse extra-financière » de manière interchangeable.

leur travail de performer cette tâche « fastidieuse » (*tedious*) qui consiste à comparer les rapports publiés par les entreprises entre eux (Boiral & Henri, 2015, p. 20).

Dans la tradition pragmatiste, l'évaluation est interprétée comme un processus d'attribution de valeur. La valeur n'est pas intrinsèque aux objets, mais créée dans les relations entre la personne qui évalue et l'objet évalué (Dewey, 1939; Muniesa, 2011). Des sociologues de la quantification ont distingué deux étapes dans l'évaluation. Premièrement, la valorisation, qui décrit le processus de détermination de ce qui compte. Deuxièmement, l'évaluation proprement dite, qui consiste à apporter un jugement par rapport aux objets évalués, par exemple par rapport à un objectif ou benchmark (Chiapello, 2015). Autrement dit, la valorisation précède l'évaluation ; avant de pouvoir évaluer, il faut d'abord identifier ce qui vaut l'évaluation. Si on accepte la construction sociale de la comptabilité, cette première étape est primordiale. Car comme l'a poétiquement décrit Hines (1988) : en identifiant des catégories et en traçant des limites entre ce qui tombe à l'intérieur et à l'extérieur de la représentation comptable, la comptabilité financière crée la réalité qu'elle communique. Ce qui est vrai pour la comptabilité financière l'est aussi pour la comptabilité et les méthodologies d'évaluation extra-financière ; leur composition matérielle définit la performance qu'elles mesurent.

Des études qui ont été menées sur les analystes qui évaluent la performance ESG des entreprises mobilisent le concept de « *sense-making* » pour décrire ces processus de valorisation et d'évaluation : les analystes « font sens » de cette performance, c'est-à-dire qu'ils doivent la comprendre et l'évaluer, avant de transmettre ce sens (« *sense-giving* ») aux investisseurs (Arvidsson & Johansson, 2019). Ces processus ont été décrits comme complexes, provoquant de multiples dilemmes et tensions (Arvidsson & Johansson, 2019; Louche & Dumas, 2018; Louche & Lydenberg, 2011). Les auteurs cités attribuent cette complexité à des problèmes de transparence et d'opérationnalisation (Arvidsson & Johansson, 2019) ou encore à la coexistence de demandes contradictoires et la domination par la logique financière (Louche & Dumas, 2018). Les raisons sous-jacentes à cette complexité ont donc été interprétées à l'aune d'une perspective fonctionnaliste (Boiral & Henri, 2017), qui conceptualise la performance ESG comme une entité réelle qui serait parfaitement mesurable grâce à un reporting et des méthodes d'évaluation adéquats, ou encore à travers une perspective critique (Boiral & Henri, 2017), qui admet également l'existence réelle de la performance ESG mais s'inquiète de l'influence d'une logique dominante qui empêcherait son évaluation effective : « Indeed, if the financial logic dominates, all other dimensions or if mainstreaming means fitting ESG into conventional



evaluation instruments, SRI will lose its essence and its specificity » (Louche & Dumas, 2018, p. 6).

Dans cette thèse, je reconnais la complexité de l'évaluation extra-financière et les multiples tensions qu'elle engendre, dont j'ai personnellement pu faire l'expérience. En revanche, je ne pense pas que l'accroissement de la transparence du reporting débouchera sur une performance ESG moins ambiguë, plus adaptée aux outils classiques, car comme le remarquent Arvidsson & Johansson (2019, p. 81) : « there are substantial difficulties paired with trying to fit sustainability information into the analysts' excel sheets ». Pour ces auteurs, la solution est une amélioration de la qualité des données extra-financières afin de les rendre « more relevant, credible and comparable » (Arvidsson & Johansson, 2019, p. 101). Mais les données sur les pratiques sociales, environnementales et de gouvernance des entreprises sont forcément hétérogènes et souvent contradictoires. En revanche, je ne pense pas non plus qu'il suffise de « prendre le temps » pour explorer les contradictions à travers des outils de mesure « susceptibles de refléter des demandes contradictoires » (Louche & Dumas, 2018, p. 6) pour que la performance ESG puisse être « correctement » évaluée. L'étendue de ces demandes est potentiellement illimitée ; aucun analyste ne dispose du temps nécessaire pour toutes les prendre en compte. Cela ne veut pas dire que les analystes ne peuvent rien faire ; les représentations méthodologiques de la performance ESG qu'ils font circuler entre eux et leurs clients ont des effets bien réels. Je me rapproche ici d'une vision dite « expressiviste » du langage comptable (Lehman, 2017; Taylor, 2016). Dans cette vision, des valeurs comme la performance ou la qualité ne sont pas simplement représentées par le langage comptable censé révéler une réalité préexistante ; elles sont le fruit d'une interprétation de cette réalité à travers le langage. Ce sont ces interprétations qui façonnent notre rapport au monde, car « [L]anguage has no independent life apart from the world that comes to language within it. Not only is the world world only insofar as it comes into language, but language, too, has its real being only in the fact that the world is presented in it. Thus, that language is originally human means at the same time that man's being-in-the-world is primordially linguistic » (Gadamer, 1975, p. 443) Non seulement le langage comptable est central à notre rapport au monde, il a des conséquences sur celui-ci : la comptabilité est une « human activity with real impacts on nature and human lives » (Lehman, 2017, p. 33). L'évaluation de la performance des entreprises, en tant que forme de représentation comptable d'une valeur ne préexiste pas mais qui émerge dans son interprétation à travers les formes matérielles produites à cet effet, détermine, par exemple, quelles entreprises auront un accès privilégié au capital et lesquelles en seront exclues. Ces

représentations sont composées de catégories (« environnemental, social, éthique/gouvernance »), de critères (« politique de réduction des émissions de carbone » ; « satisfaction des salariés » ; « composition du conseil d'administration », etc.) et d'indicateurs (« évolution des émissions de carbone par rapport aux objectifs » ; « taux de rotation des salariés » ; « pourcentage de femmes dans le conseil d'administration », etc.). Ce sont donc ce que Philippe Lorino appelle des « indicateurs ». Dans sa définition, un indicateur est « une information devant aider un acteur, individuel ou plus généralement collectif, à conduire le cours d'une action vers l'atteinte d'un objectif ou devant lui permettre d'en évaluer le résultat » (Lorino, 2001, p. 5). L'indicateur n'est donc pas une mesure objective, mais bien le résultat d'un choix effectué par un acteur, en relation avec le type d'action qu'il conduit et les objectifs qu'il poursuit (Pesqueux, 2020).

Ces choix peuvent être plus ou moins arbitraires (Du Rietz, 2014), mais ils entendent apporter des réponses à des problèmes de mesure concrets. Elles sont toujours imparfaites et parfois trompeuses. Indépendamment de leur représentativité d'une réalité sans doute plus complexe (le taux de rotation des salariés est-il toujours un bon indicateur de leur satisfaction ?), un groupe de plus en plus important d'investisseurs institutionnels et privés s'appuient dessus pour prendre des décisions de financement en accord avec leur politique « ESG ». Les analystes sont donc à l'origine d'un processus de *production* de la performance ESG qui, malgré son caractère « inexistant » (Boiral & Henri, 2017) et « impossible » (Gray, 2010), a des conséquences bien réelles sur la vie des entreprises. Donc, la performance ESG « existe entre la puissance de ces représentations et leur impossibilité ». Dans la tradition pragmatiste, la valeur n'est pas préexistante mais naît dans l'acte d'évaluation (Barman, 2015). C'est donc l'évaluation qui produit la valeur ; ce sont les analystes qui produisent la performance ESG en l'évaluant.

Comment les analystes produisent-ils une performance ESG non-préexistante ? Il est important, pour le comprendre, de savoir comment et dans quel contexte les premiers acteurs de l'analyse extra-financière ont construit leur expertise.

### 1.3. Légitimation par la quantification

Le caractère non-préexistant de la performance ESG n'a pas empêché l'émergence d'un marché autour de son évaluation. Depuis quelques décennies, des acteurs spécialisés comme des agences de notation sociale ont émergé dans le domaine de la finance qui proposent d'évaluer

la performance ESG des entreprises avec des méthodologies d'analyse développées par leurs soins. Ces méthodologies sont caractérisées par un recours important à des métriques et des mesures quantifiées. Ces outils s'inscrivent dans ce qui est appelé une « idéologie des chiffres » diffusée pour légitimer une expertise de mesure dans un nouveau domaine.

### *1.3.1. L'avènement de la quantification comme mode dominant de gestion*

Depuis ces trente dernières années, la quantification comme mode de gestion et de contrôle prend de plus en plus d'ampleur, aussi bien au niveau personnel, organisationnel et des marchés (Mennicken & Espeland, 2019). Les sociologues de la quantification notent qu'elle a certains avantages : elle simplifie la prise de décision, restreint la complexité des informations et peut aider à réduire des biais personnels ou politiques. C'est pourquoi elle est généralement associée aux valeurs comme la transparence, la rationalité ou encore l'efficacité (Espeland & Lom, 2015). Ce n'est donc pas étonnant que la quantification est au cœur des technologies de gestion et de contrôle. Mais ces avantages viennent à un prix. Les chiffres ne constituent qu'un reflet imparfait de ce qu'ils cherchent à représenter, car leur construction implique nécessairement la réduction de la complexité à travers des processus comme la commensuration. La commensuration est définie par Espeland & Stevens comme « the comparison of different entities according to a common metric » (Espeland & Stevens, 1998, p. 314). Elle occulte la diversité d'entités et peut rendre invisible certains éléments précieux. Par exemple, l'économiste qui cherche à réaliser une analyse coût-bénéfice de la construction d'un barrage peut faire disparaître la valeur sociale de la rivière comme espace de récréation dans sa commensuration avec d'autres éléments plus facilement quantifiables, comme la quantité d'énergie que le barrage permettrait de produire (Espeland & Stevens, 1998).

La quantification ne s'exprime également par la critériologie. La critériologie consiste à découper un objet dans des parts spécifiques pour y attribuer une évaluation. Espeland & Lom (2015) racontent l'histoire d'un jury professionnel qui évalue la performance de patineurs artistiques. L'introduction d'un nouveau système d'évaluation demande aux membres du jury de substituer leur jugement sur la performance globale du patineur, produit dans une forme narrative, par le remplissage d'un ensemble de critères prédéfinis, associés à un score. Les évaluateurs témoignent de leur sentiment de détachement et de leur difficulté à rentrer leur appréciation artistique dans une multitude de critères spécifiques. Car en insistant sur les composants, la quantification par la critériologie peut détourner la vue de l'ensemble. En témoigne par exemple la critique de l'anthropologue français d'Iribarne des comparaisons

culturelles effectuées par son collègue néerlandais Geert Hofstede dans les années 80. Hofstede avait développé des enquêtes standardisées pour mesurer les différences culturelles organisationnelles entre une quarantaine de pays dans quatre dimensions, dont la dimension *power distance*, défini comme suit : « The power distance between a boss B and a subordinate S in a hierarchy is the difference between the extent to which B can determine the behavior of S and the extent to which S can determine the behavior of B » (Hofstede, 1980, p. 99). Cette dimension est mesurée par trois questions standardisées qui interrogent, entre autres, sur la perception des managers comme étant autoritaires ou plutôt à l'écoute des subordonnés. En notant les différences entre les résultats obtenus par Hofstede et les résultats de ses propres études ethnographiques dans trois des 40 pays étudiés par Hofstede, d'Iribarne (1996) montre comment l'usage de critères standardisés peut produire des images superficielles, voire erronées, des phénomènes qu'ils cherchent à représenter. Par exemple, dans la classification établie par Hofstede à partir de son enquête, le score dans la dimension *power distance* était plus élevée pour France que pour certains pays autoritaires comme l'Iran ou la Corée du Sud. L'explication de d'Iribarne, à partir des résultats d'une ethnographie réalisée dans une organisation française, est que l'enquête de Hofstede confond le pouvoir avec la hiérarchie. La France est un pays extrêmement hiérarchique, avec des différences symboliques importantes entre les différents niveaux hiérarchiques au sein d'une organisation, mais cela ne veut pas dire que l'équilibre de pouvoir y penche systématiquement en faveur des managers ou que ceux-ci peuvent influencer le comportement des subordonnés comme dans la définition d'Hofstede de sa dimension *power distance*. En effet, le pouvoir des subordonnés réside dans leur capacité à défendre les prérogatives appartenant à leur position dans l'organisation, que même les personnes les plus haut placées dans la hiérarchie ne peuvent pas contester. La formulation des trois questions censées de mesurer le degré des inégalités de pouvoir dans l'enquête de Hofstede ne permettait pas de relever ces subtilités<sup>48</sup>. Sans nier l'intérêt des enquêtes quantitatives qui permettent la comparaison des cas, d'Iribarne conclut en alertant sur la fausse impression d'objectivité qu'elles donnent, dissimulant la subjectivité des choix qui précèdent l'identification des critères derrière des chiffres.

---

<sup>48</sup> Dans une autre enquête, réalisée par les gestionnaires Barsoux & Lawrence et publiée en 1990, la France émergeait au contraire comme l'un des pays européens où le pouvoir des managers est le moins élevé. Ils y mesuraient par exemple le pourcentage des employés qui acceptaient la proposition « Généralement, je mettrais en œuvre les instruction de mon supérieur » ou encore « Je mets uniquement en œuvre les instructions de mon supérieur quand je suis convaincu de leur bien-fondé » (Barsoux & Lawrence, 1990, p. 7).

Afin de pouvoir utiliser les chiffres dans des démarches de gestion ou de contrôle, il faut pouvoir les interpréter. Cette interprétation se fait par leur association aux variables représentant des phénomènes sociaux, comme le chômage, les professions ou les salaires. Dans le domaine de la statistique, Alain Desrosières a étudié la construction de ces entités de calcul, qu'il appelle des « conventions » (Desrosières, 2010). Ces conventions sont basées sur des choix, parfois publiquement débattus, parfois silencieusement hérités. Mais qu'elles soient explicites ou implicites, les conventions affectent nos représentations de phénomènes sociaux.

Dans leur revue de littérature sur la quantification dans des domaines de l'administration, la gouvernance, l'économie et la gestion de soi, Mennicken & Espeland (2019) dressent un certain nombre de conclusions générales sur la quantification. Ils notent que la quantification et la mesure à grande échelle demandent de l'entraînement, de la rigueur et de la standardisation. Les motivations à la quantification sont généralement la volonté de réduire l'incertitude, d'exercer du contrôle, de vaincre la méfiance, de permettre la coordination et la communication entre entités distantes ou encore l'optimisation de soi. Pour ces raisons-là, on a tendance à en exclure des choses difficiles à mesurer pour lesquelles on ne trouve pas de données (p. 238). Malgré l'impossibilité de créer une représentation chiffrée parfaite, une fois que celle-ci a été produite, elle est utilisée et traduite par des utilisateurs divers et intégrée dans des institutions de manière qu'il devienne difficile de l'abandonner ou changer. En d'autres termes, les représentations chiffrées sont inertes et peuvent produire des effets qui persistent dans le temps.

L'avènement de la quantification comme mode dominant de représentation et de contrôle dans un nombre de plus en plus important de domaines de la société a ainsi d'importantes conséquences sur les relations de visibilité (ce qui est rendu visible et ce qui reste opaque) mais également sur les relations de pouvoir. Car comme le soutiennent Mennicken & Espeland (2019), nos régimes de quantification et leur circulation entre les niveaux personnel, organisationnel et des marchés jouent un rôle important dans la reproduction de l'ordre social et politique. Malgré leur apparence d'objectivité et de transparence, les chiffres obscurcissent des relations de pouvoir, c'est pourquoi il est important de s'intéresser à leur production (ibid., p. 232). Comme le montre également l'étude de Pochic & Chappe (2019) des processus de négociation des écarts salariaux entre hommes et femmes, la production, interprétation et l'usage des statistiques dans la prise de décision en entreprise est fortement influencée par les relations de pouvoir entre managers et syndicalistes. Entre la vision « réaliste » de la quantification, qui soutient que celle-ci permettrait de rendre transparent des inégalités pour

ensuite les réduire, et la vision « constructiviste », qui déplore les effets pervers de la domination croissante des indicateurs sur la société, les auteurs défendent le « statactivism » comme troisième voie (voir également Didier & Tasset, 2013). Le statactivism étudie les conditions et contextes dans lesquels les statistiques deviennent des outils de mobilisation sociale (Pochic & Chappe, 2019, p. 651). Compte tenu de leur force dans la distribution des visibilité et des relations entre entités, la production des chiffres ne devrait pas être réservée aux acteurs dominants (Didier & Tasset, 2013). Dans un des cas étudiés par Pochic & Chappe, l'utilisation d'un modèle complexe de régression pour calculer les inégalités salariales entre les sexes a augmenté la barrière à l'entrée des négociations pour les syndicalistes, qui ne disposaient pas des compétences statistiques nécessaires pour comprendre le modèle, et ont dû faire appel à des expertises externes. Ce sont donc ceux qui maîtrisent la production et l'interprétation des chiffres qui maîtrisent également leur usage dans la prise de décision. L'importance des chiffres pour la répartition des rapports de pouvoir a également été détecté dans le domaine de la RSE. Ainsi, Gond & Nyberg (2017) identifient la multiplication des formes « matérielles » et principalement quantifiées de la RSE, comme des ratings, des rankings ou des métriques, comme une opportunité pour des acteurs marginalisés à « récupérer » la RSE, qui a jusqu'à présent majoritairement servi les intérêts des entreprises, pour la mettre au service des politiques progressistes.

La quantification a été étudiée par des chercheurs critiques en comptabilité ainsi que par des sociologues comme moyen par lequel la rationalité économique se répand sur des domaines non-économiques. Cette expansion a été définie comme « le processus par lequel des individus, des activités, des organisations sont représentés ou constitués comme des agents économiques » (Çalışkan & Callon, 2009 ; Mennicken & Espeland, 2019). La quantification et la commensuration sont des conditions primordiales au calcul économique, car elles permettent de rendre visible et comparable la performance individuelle et organisationnelle, qu'il devient possible d'évaluer selon les principes économiques de l'efficacité et de l'efficacite (Mennicken & Espeland, 2019). Au niveau individuel, ces développements ont mené à prolifération des individus calculés et calculatoires, qui, tout comme les organisations, se savent évalués selon des ordres de grandeur quantifiées prédéfinies et adaptent leur comportement en fonction (Espeland & Sauder, 2007; P. Miller, 1992). Au niveau de la société, la quantification comme mode de gestion et de gouvernance des phénomènes sociaux et naturels a été analysée comme élément explicatif du succès impérial des sociétés européennes, mais également comme signe de la montée en puissance d'une rationalité instrumentaliste, qui n'arrive pas représenter la vie

sociale telle qu'elle est réellement vécue et aliène les humains des uns des autres et des autres espèces (Lea, 2016).

### 1.3.2. *Idéologie des chiffres*

L'évaluation des performances par des mesures quantifiées est au cœur du projet des agences de notation sociale. Ces agences, dont le nombre a fortement augmenté à partir des années 90 (Scalet & Kelly, 2010), se positionnent comme des experts capables de mesurer la performance sociale et environnementale des entreprises avec des instruments adéquats et fiables (Chelli & Gendron, 2013). Si elles ne diffusent pas le détail de leurs méthodologies pour des raisons de concurrence, leurs discours sont caractérisés par ce que Chelli & Gendron appellent une stratégie discursive de « rationalisation » : « Rationalization implies a capacity to persuade others that there is such a thing as a robust and reliable measurement and rating method, and that the agencies possess the appropriate expertise in operating it » (p. 195). Les agences cherchent à justifier ces revendications par un recours important à des données quantifiées dans la description de leurs activités. En se présentant ainsi, elles contribuent à diffuser et à renforcer ce que les auteurs appellent une « idéologie des chiffres » qu'ils définissent comme « a coherent set of ideas and practices that promotes the understanding of reality through the use of quantified measurements, making visible certain aspects (or at least some representational aspects) of reality while leaving others in the shadow » (Chelli & Gendron, 2013, p. 188).

Les nombres sont limités pour refléter la complexité des thématiques environnementales et sociales (Arjaliès et Bansal, 2018) ; pourtant, les évaluations produites par des acteurs se présentant comme des professionnels impartiaux sont irriguées de valeurs quantifiées. Cette quantification de la durabilité a plusieurs fonctions. Premièrement, en lien avec l'étude de Chelli & Gendron (2013), la quantification peut s'inscrire dans une stratégie discursive visant à légitimer son expertise et à objectiver son jugement. En insistant sur la robustesse des méthodes, elle permet ainsi de cacher que l'évaluation de la durabilité des entreprises nécessite *in fine* de faire des jugements moraux. Deuxièmement, la quantification peut aussi être un moyen pour se légitimer plus spécifiquement auprès d'un public donné. Dans le cas des agences de notation, ce public est constitué d'investisseurs, qui sont habitués au langage des chiffres. Reprendre leurs codes et conventions permet donc de gagner en crédibilité (Déjean, Gond, & Leca, 2004) et de consolider sa position au sein de marchés émergents (Giamporcaro & Gond,

2016). Troisièmement, comme l'ont observé Espeland & Lom (2015), la quantification permet de simplifier des thématiques trop complexes pour être gérées et peut ouvrir la voie à l'action. La quantification a donc permis de transformer quelque chose qui semblait impossible à définir en une thématique de gestion, une performance à gérer et à mesurer. Ainsi, la légitimation par la quantification réalisée par les agences de notation a permis de rendre mesurable ce qui ne l'était pas auparavant (Déjean et al., 2004).

### *1.3.3. Copier pour se faire accepter : l'analyse extra-financière à l'ère de l'ISR*

Dans un sens, on pourrait dire que l'appel lancé par Gray (2010) à la production d'évaluations critiques des narratifs produits par les entreprises a rencontré un écho fort ; seulement, ce ne sont pas tellement des chercheurs en comptabilité sociale et environnementale que des acteurs de marché qui y ont répondu. En effet, l'évaluation critique des narratifs produits par les entreprises est au cœur de l'analyse extra-financière effectuée par des acteurs spécialisés dans le cadre de l'investissement socialement responsable (ISR). A ses débuts, l'ISR était souvent assimilé à l'investissement éthique et défini comme « a set of approaches which include social or ethical goals or constraints as well as more conventional financial criteria in decisions over whether to acquire, hold or dispose of a particular investment » (Cowton, 1999, p. 60). Les investisseurs « ISR » avaient alors besoin de savoir quelles entreprises pouvaient correspondre à ces objectifs sociaux ou éthiques. Pour répondre à ce besoin de marché, de nouveaux acteurs comme des agences de notation sociale ont émergé qui se sont donné pour mission d'évaluer les entreprises sur leur responsabilité sociale (Déjean, Giamporcaro, Gond, Leca, & Penalva-Icher, 2013; Penalva-Icher, 2007). Afin d'intéresser un maximum de clients et se faire accepter au sein des marchés financiers, les premières agences de notation sociale ont cherché à développer des méthodologies d'analyse proches de celles utilisées dans l'analyse financière. Étant donné la méfiance des financiers face aux appréciations qualitatives, ces acteurs ont cherché à quantifier leurs méthodes d'évaluation autant que possible. Ces adaptations aux « schémas cognitifs » financiers ont été interprétées comme des stratégies de légitimation dans un marché émergent (Déjean et al., 2004).

La quantification a donc été la stratégie privilégiée employée par les agences de notation pour se faire accepter, légitimer son expertise et rendre mesurable un objet trop complexe pour être mesuré. Les analystes qui travaillent dans ces agences ont donc fréquemment recours à des méthodologies avec des indicateurs quantitatifs. Cependant, si l'idéologie des chiffres a



influencé les stratégies discursives et calculatoires des agences de notation, à y regarder de plus près, la production de la performance ESG par les analystes est un processus bien plus complexe qui ne saurait pas se résumer à la quantification. C'est ce qui va être décrit dans la prochaine section.

#### 1.4. La production de la performance par les analystes

Malgré l'idéologie des chiffres diffusée par les agences, la production de la performance ESG par les analystes ne se limite pas à la quantification. Des travaux empiriques sur les activités cognitives des analystes révèlent ainsi l'importance du jugement qualitatif dans leurs choix et interprétations. Or, avant même de pouvoir porter un jugement, il faut identifier ce qui relève du périmètre de son regard. L'identification de l'objet épistémique précède ainsi le jugement qualitatif ou quantitatif. Ces deux processus interagissent avec les outils d'analyse, qui orientent le travail cognitif des analystes et en sont en même temps le produit.

##### 1.4.1. Importance du jugement qualitatif

En dépit de l'omniprésence de modèles et d'outils quantitatifs, le jugement qualitatif est au cœur des activités cognitives des acteurs financiers. L'étude de David Stark (2009) des échanges entre analystes-gérants dans une salle de marché de Wall Street est illustrative à cet égard. Pour arbitrer entre différentes valeurs financières, les analystes combinent leurs anticipations sur les mouvements futurs des titres sous évaluation. Chaque groupe d'analystes regarde les évolutions en fonction des principes et avec des outils qui lui sont propres : les analystes fusion/acquisition guettent des écarts de valuation (*spreads*) entre l'entreprise acquéreuse et l'entreprise à acquérir pour identifier le meilleur moment d'achat, les analystes spéculant sur les arbitrages sur obligations s'appuient sur des modèles de valuation des bêtas et gammas<sup>49</sup> des entreprises concernées, les analystes travaillant pour le compte d'un client cherchent les meilleures opportunités pour placer les ordres de ce dernier (Stark, 2009, p. 125). Chaque catégorie a ainsi ses propres idées sur ce qui serait une situation de marché souhaitable ; les évaluations ne se réduisent pas à de simples appréciations techniques, mais se basent sur des jugements de valeur.

---

<sup>49</sup> Le bêta désigne la volatilité d'un actif par rapport à son marché. Le delta mesure la variation de prix d'une option par rapport à la valuation de son sous-jacent. Le gamma analyse le rythme d'évolution de cette dernière.

Ces interactions entre travail qualitatif et quantitatif sont présentes dans tout travail de mesure et d'évaluation, car il faut d'abord catégoriser des éléments qualitatifs avant de pouvoir les transformer en quantités à calculer (Power, 2004). Si elle n'est guère explicitement avouée par les acteurs du terrain, la place de l'intuition, voire des émotions dans les décisions d'investissement d'acteurs financiers commence à être reconnue dans la littérature académique (De Larminat, 2013; Ortiz, 2014; Taffler, Spence, & Eshraghi, 2017). Arjaliès & Bansal (2018) dévoilent ainsi comment l'utilisation d'images pour représenter des thématiques extra-financières a aidé des analystes ESG à signaler une dissonance entre ces thématiques-là et les métriques financières. Le refus d'intégrer les deux reflète la conscience que certains sujets ne se laissent pas quantifier au même titre que les critères financiers et qu'une interprétation qualitative est alors nécessaire pour les prendre en compte. Les interactions entre jugement personnel et manipulation quantitative des ratios financiers sont au cœur du fonctionnement des marchés financiers.

En revanche, comme le remarque Du Rietz (2014), avant même d'émettre un jugement, même qualitatif, il faut d'abord identifier les objets épistémiques jugés d'intérêt ; avant de pouvoir évaluer la performance, il faut d'abord savoir en quoi elle consiste.

#### *1.4.2. Identification d'un objet épistémique*

Pendant longtemps, la performance des entreprises telle qu'elle était évaluée par les acteurs financiers était purement financière. Leur performance dans des domaines extra-financiers n'était pas considérée comme pertinente ou relevant de leur champ d'intervention. Ce n'est que quand un marché s'est constitué autour de mesures quantifiées de la durabilité des entreprises que cette performance est née. L'intérêt des acteurs financiers pour ces nouvelles dimensions de la performance a été suscité par des acteurs pionniers de l'évaluation extra-financière qui se sont appuyés sur des outils comptables pour mesurer ce qui ne l'était pas auparavant (Déjean et al., 2004). Cela montre le caractère mouvant de ce qui est considéré comme une information pertinente au sein d'un champ donné. La performance n'est pas un objet statique qu'il s'agit de mesurer avec des outils adéquats, elle naît des interactions entre outils et pratiques d'analyse (Du Rietz, 2014).

Du Rietz (2014) a étudié le processus par lequel des informations nouvelles sont identifiées comme pertinentes par des analystes ESG. En référence aux théories sur les cultures épistémiques développées par Knorr Cetina (1999), Du Rietz appelle « objet épistémique » l'ensemble d'éléments sur lesquels les analystes cherchent à avoir de l'information pour entrer dans leurs modèles d'analyse. Parmi ces éléments, on trouve la sélection d'entreprises à évaluer (l'étendu de l'objet épistémique), mais également l'ensemble des sujets qu'ils regardent pour évaluer ces entreprises (le contenu de l'objet épistémique). Face aux limites des capacités cognitives de leurs clients et d'eux-mêmes, les analystes doivent réduire leur objet épistémique. Aussi bien pour son étendu que pour son contenu, cette réduction se fait à travers des processus qui sont partiellement conscients et partiellement inconscients. De manière consciente, pour l'étendu de l'objet épistémique (c'est-à-dire les entreprises qu'il s'agit d'analyser), les analystes s'orientent d'abord aux besoins de leurs clients. Ils délimitent par exemple leur univers d'analyse en fonction de son focus géographique ou de certaines caractéristiques des entreprises qui leur ont été communiquées au préalable. De manière inconsciente, les analystes se réfèrent aux pratiques établies. Par exemple, ils choisissent de se concentrer sur un certain nombre d'entreprises (par exemple dix), nombre qui a été décidé par le passé de façon plus ou moins arbitraire. Ils peuvent aussi se baser sur des outils existants, comme des indices boursiers spécialisés sur l'ESG. Leur objet épistémique inclura alors toutes les entreprises qui sont listées sur l'indice en question.

Concernant l'identification du contenu de l'objet épistémique, c'est-à-dire ce qui va définir la performance ESG des entreprises à évaluer, les analystes étudiés par Du Rietz procèdent là aussi de manière consciente et moins consciente. Consciemment, ils reprennent des critères d'exclusion identifiés par leur institution, s'orientent aux critères recommandés par des instances internationales comme l'ONU ou incluent de nouvelles thématiques en fonction de scandales récents. En revanche, l'inclusion de nouvelles thématiques est conditionnée par l'accessibilité des informations et par la capacité à les traduire dans des indicateurs « opérationnels » (Du Rietz, 2014, p. 404). La spécification de ces thématiques par la création de catégories, de sous-catégories et critères façonne les outils avec lesquels les analystes travaillent et influence ce qui peut, par la suite, être traité ou pas. Du Rietz insiste sur l'importance de ces outils, qui ne sont jamais élaborés par un analyste seul ; inconsciemment, les analystes adaptent la façon dont ils identifient la performance ESG en s'orientant à ces modèles existants.

Le processus d'identification de l'objet épistémique, qu'il s'agisse de son étendu ou de son contenu, est donc influencé par de nombreuses limites, que les analystes prennent en compte de façon plus ou moins consciente. Parmi elles, Du Rietz identifie les limites cognitives (liées à la quantité d'information qu'il est possible d'interpréter), institutionnelles (liées aux politiques développées par leurs institutions, par exemple relatives aux critères d'exclusion) et matérielles (liées à la matérialisation des informations dans des outils d'analyse). Ces dernières années, pendant que l'analyse extra-financière prend de l'ampleur au sein des marchés financiers, d'autres limites qui orientent les pratiques cognitives des analystes s'ajoutent à celles identifiées par Du Rietz. Ces limites sont discursives (ce qui est possible de dire, une fois qu'un certain discours est devenu dominant) et épistémiques (ce qui est possible de connaître, quand on cherche à produire des connaissances acceptées au sein d'un certain champ).

#### *1.4.3. Performativité des outils d'analyse*

La limite matérielle identifiée par Du Rietz (2014) peut enfermer les analystes dans des concepts et théories contenus dans les outils avec lesquels ils travaillent. Des ratios ou des seuils de référence restreignent la liberté des analystes dans leur travail épistémique. Certes, le processus d'identification épistémique précède le travail d'analyse, mais une fois ce processus effectué, il laisse des traces matérielles dans les pratiques institutionnalisées ou outils d'analyse qui guident et orientent le travail des collègues. Parfois, ces traces sont laissées de manière aléatoire et inconsciente, comme lorsque les analystes étudiés par Du Rietz (2014) décident de limiter leur univers d'analyse à dix entreprises, « just to make some kind of limitation » (p. 401). D'autres traces sont laissées de manière explicite et réfléchie, par exemple lorsque des instructions sont intégrées aux outils sur comment interpréter un indicateur ou une catégorie. Le niveau de rigidité des outils et méthodologies détermine ensuite la part de création et d'interprétation qui reste à faire à chaque analyse. Ainsi, Beunza & Garud (2007) étudient comment des analystes financiers produisent des « calculative frames », des associations cohérentes entre catégorisations, analogies et indicateurs qui soient « robust over time, leading to sustained controversies amongst analysts » (p. 13). Ces cadres calculatoires, par leur stabilité, rendent possible l'échange entre analystes, qui partagent un cadre de références commun, mais peuvent aussi maintenir une conception restreinte de l'information à interpréter. Comme le note Hellman (2005), qui a étudié comment des investisseurs institutionnels sélectionnent l'information qu'ils utilisent pour étayer leurs choix d'investissement : « information came in a form that fitted the structure of the spreadsheet models » (p. 313). Des communiqués de

presse, par exemple, étaient considérés trop détaillés pour être intégrés et interprétés dans le modèle. Hellman critique la tendance des investisseurs institutionnels à concevoir leurs modèles de telle manière à ce que seulement des informations simplifiées et court-termistes, comme des données financières trimestrielles, puissent y être intégrés. Ceci est un problème puisque ces investisseurs sont censés jouer un rôle-clé dans la gestion de la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils sont investis, typiquement un enjeu de long terme. Hellman questionne la capacité des investisseurs s'orientant aux modèles court-termistes à exercer une influence positive sur la gouvernance des entreprises. Il insiste donc sur l'interaction entre modèles, travail épistémique et effets dans le monde réel. Cette interaction a souvent été décrite par des chercheurs en sciences sociales comme performative.

La performativité est un phénomène d'abord étudié en linguistique (Austin, 1975) pour analyser dans quelles conditions des énoncés deviennent des réalités au moment de leur expression, avant d'être repéré par la sociologie (Barnes, 1983; Callon, 1998a, 1998b), les sciences de gestion (Gond, Cabantous, Harding, & Learmonth, 2016; Marti & Gond, 2018; Pollock & D'Adderio, 2012) et la comptabilité (Chiapello, 2008). La performativité décrit comment des phénomènes sociaux sont parfois co-crés par les théories, mécanismes ou modèles qui sont censés les décrire. Ce phénomène est particulièrement récurrent dans le domaine de la finance, où les modèles jouent un rôle particulièrement important dans la prise de décision des acteurs. Or, étant donné le niveau d'abstraction élevé de ces modèles et leur lien parfois tenu avec les entités qu'ils sont censés représenter, il peut arriver que de nouveaux modèles quantitatifs de prédiction dérivent leur succès non pas de leur capacité à dévoiler quelconques tendances préexistantes mais des réactions du marché provoqués par ces mêmes modèles (MacKenzie & Millo, 2003). Ainsi, MacKenzie & Millo décrivent comment la formule Black & Scholes, développée par des économistes Black, Scholes & Merton en 1973, a rencontré du succès. Il s'agit d'une théorie développée pour prédire les prix des options échangées sur le marché financier des produits dérivés. Grace à la libéralisation des régulations financières et à la légitimité dérivée du renom de ses créateurs, la théorie était adoptée par de plus en plus d'acteurs, dont les activités transformaient les marchés de telle manière à ce que les prix « prédits » par la théorie étaient réalisés : « Pricing models came to shape the very way participants thought and talked about options, in particular via the key, entirely model-dependent, notion of “implied volatility”. The use of the Black-Scholes-Merton model in arbitrage—particularly in “spreading”—had the effect of reducing discrepancies between empirical prices and the model [...] » (p. 137).

MacKenzie & Millo décrivent donc comment certaines notions contenues dans des modèles influencent comment des acteurs interprètent les phénomènes que ces modèles sont censés décrire, et adaptent leur comportement d'une manière qui a pour conséquence que la théorie sous-jacente au modèle se réalise. On peut y voir un parallèle avec le travail épistémique des analystes, qui travaillent avec des méthodologies développées pour au mieux capturer une performance ESG qui se définit par les composantes de ces mêmes méthodologies. La théorie qui y est sous-jacente peut être que les entreprises avec une bonne performance ESG sont aussi plus rentables financièrement. Si un nombre suffisamment important d'investisseurs adaptent leur comportement en fonction de cette définition, et achètent des titres dont la performance ESG correspond à la définition de la méthodologie, la valeur boursière de ces titres va effectivement monter (Marti & Gond, 2018).

Pour l'analyste, la performativité des outils a donc un effet contraignant sur sa liberté cognitive. Car non seulement, il ne peut pas se passer de la dimension matérielle des outils avec lesquels il travaille et qui contiennent déjà des choix qui vont orienter et limiter son travail cognitif, par exemple sur les catégories sur lesquelles évaluer les entreprises, en plus, cette dimension matérielle peut se répercuter sur le monde qu'il analyse et contribuer à réaliser des théories sous-jacentes aux outils, par exemple sur le lien entre la performance financière et ESG. De ce point de vue-là, l'analyse serait seulement un passeur de théories, sur lesquelles il n'aurait pas d'emprise, mais qui vont façonner la « réalité » qu'il chercherait à interpréter.

En revanche, comme le notent également MacKenzie & Millo, la réalité est toujours plus complexe qu'un modèle. Le succès de la formule Black & Scholes était surtout le résultat de la convergence d'un certain nombre de facteurs réglementaires, culturels et techniques, qui ont abruptement pris fin après la crise financière de 1987. Par ses promoteurs, le succès du modèle était en premier lieu expliqué par sa capacité à correctement prédire le comportement humain, conceptualisé comme un *homo economicus*. Mais la description de MacKenzie & Millo montre qu'*homo economicus* était ici moins une réalité naturelle qu'une réalité contingente, créée par le contexte de l'époque. Dans leur conclusion, ils citent Michel Callon qui était le premier à décrire la performativité de l'économie : « I think the more interesting lesson to be drawn here is to unravel the way theories and models shape markets and market participants. In Callon's words: "Yes, *homo economicus* does exist, but is not an a-historical reality; he does not describe the hidden nature of the human being. He is the result of a process of configuration [...]».Of

course it mobilizes material and metrological investments, property rights and money, but we should not forget the essential contribution of economics in the performing of the economy” (Callon, 1998, p. 22-23)” (p. 137) ». Les auteurs concluent qu’il faudrait sensibiliser les acteurs de marché sur la force performative des outils qu’ils utilisent : « instead of showing how market participants are more complex and more embedded than economics assumes, show how economics and its associated practices simplify and disembed them to the extent that economics becomes applicable » (p. 138).

De la même manière, la performance ESG matérialisée dans des méthodologies d’analyse est une réduction d’une réalité plus complexe, mais une réduction qui va avoir des effets constitutifs sur cette réalité. Mais comme pour la formule Black & Scholes, il y a aussi d’autres facteurs qui participent à la production de cette réalité. Les marchés financiers sont des constructions humaines, composés d’analystes, gérants et investisseurs en interaction permanente ainsi que de leurs divers instruments également interconnectés. Les actions des entités (humaines et non-humaines) qui peuplent ces marchés participent à leur remodelage constant. David Stark (2009) a ainsi étudié une salle d’analystes-gérants avec des spécialités diverses : ils sont à la recherche de nouvelles propriétés des actifs comme la liquidité, la volatilité ou encore la convertibilité des produits-dérivés. Plutôt que d’appliquer les principes d’une quelconque théorie économique de manière déductive, ils expérimentent activement pour inventer de nouveaux produits qui reflètent au mieux ces propriétés. La salle de marché se transforme ainsi en laboratoire où de nouvelles propriétés naissent des recombinaisons ou réinterprétations inattendues. Ces nouveaux produits sont ensuite vendus sur les marchés où ils inspirent d’autres acteurs à les copier ou à se protéger contre leurs conséquences. Pour les analystes-gérants de Stark, les produits de leurs interventions se confondent donc avec le phénomène qu’ils étudient pour les composer, à savoir le marché (Stark, 2009, p. 152). C’est donc bien la performativité des outils qui est à l’œuvre ici, mais cette performativité peut remodeler le marché de façons nouvelles avec la réinterprétation des analystes qui le composent. Le rapport des analystes aux outils d’analyse dans la production épistémique est un rapport ambigu : ils ne sont pas libres d’identifier leur objet épistémique par la création méthodologique ex nihilo, car ils sont contraints par les choix et concepts contenus dans les outils avec lesquels ils travaillent. Mais ils ne sont pas non plus totalement soumis à ces choix et concepts, car à chaque analyse, leur réinterprétation en interaction avec ses outils peut transformer à la fois l’objet et l’outil d’analyse.

## 2. La production d'un discours et ses effets

Si les premiers acteurs de l'analyse extra-financière se sont légitimés en se calant sur les outils de l'analyse financière, leur raison d'être n'était pas la même que celle des analystes financiers. Leur offre consistait à évaluer la performance extra-financière des entreprises pour que des investisseurs intéressés par l'investissement socialement responsable (ISR) puissent sélectionner les entreprises les plus responsables. Le discours qu'ils portaient s'inscrivait dans ce projet « éthique » : il s'agissait de s'adresser à une minorité d'investisseurs qui voulaient « faire du bien » avec leur argent. La performance financière des entreprises sélectionnées n'était pas recherchée en premier lieu. Cette conception de l'ISR est née du refus, par des communautés religieuses et des mouvements sociaux, d'investir dans des entreprises dont les activités sont contraires à leurs valeurs éthiques, morales ou politiques. Ce sont ces acteurs militants qui ont aidé à faire émerger des formes d'investissement basées sur la prise en compte de critères non-financiers. Les critères non-financiers forment également la base de ce qu'on appelle aujourd'hui la « performance ESG ». Or, cette performance n'a plus grand-chose à voir avec les valeurs éthiques ou morales revendiquées par les acteurs à l'époque. Car progressivement, les arguments éthiques ont laissé la place aux arguments financiers, renvoyant à l'idée selon laquelle la performance extra-financière et financière se renforcent mutuellement. Cette idée s'accompagne de glissements sémantiques qui signalent un recentrement du projet de l'analyse extra-financière autour de la maximisation de la performance financière. Les acteurs institutionnels et académiques, qui s'accordent sur cette idée pour des raisons qui leur sont propres, ont diffusé un grand nombre de publications qui ont contribué à l'émergence d'un nouveau consensus autour de ce qu'on appelle la « matérialité » de l'ESG. Il s'agit bien entendu de la matérialité financière. Ce consensus va permettre d'intéresser d'autres catégories d'investisseurs que les investisseurs « ISR ». La conséquence est une financiarisation de la performance ESG ainsi qu'une financiarisation de l'évaluation extra-financière. Si ces processus sont propres à la finance, ils s'inscrivent dans un phénomène plus large qui est l'expansion d'une approche économique aux enjeux non-économiques, que certains ont désigné par « réification ».

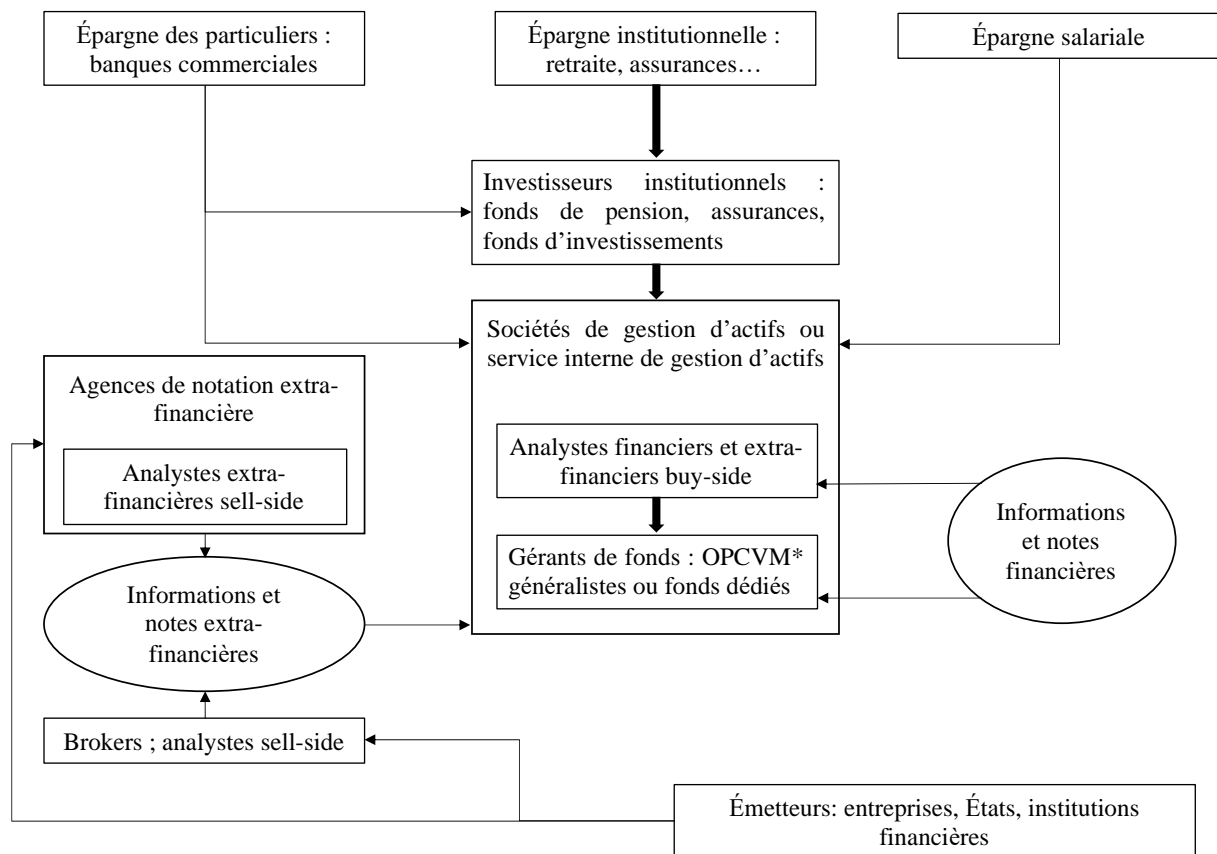
### 2.1. L'émergence d'un nouveau consensus au sein d'un champ



Un champ a été défini dans la littérature néo-institutionnelle comme « a community of organizations that partakes of a common meaning system and whose participants interact more frequently and fatefully with one another than with actors outside the field » (Clune & O'Dwyer, 2020; Scott, 2013). D'un point de vue des pratiques d'analyse et d'investissement, les acteurs principaux qui composent le champ de l'ISR sont les analystes, les sociétés de gestion, les investisseurs et les entreprises, dont les interactions devraient permettre de sélectionner des entreprises sur des critères financiers et extra-financiers. Cette pratique n'est pas nouvelle et trouve ses origines en dehors du champ financier, mais les croyances et les discours qui l'entourent ont évolué avec son institutionnalisation. Les acteurs qui ont joué un rôle dans ces évolutions sont plus nombreux que les seuls acteurs de la finance et incluent également des acteurs académiques et institutionnels. Ce sont les publications diffusées par ces différentes catégories d'acteurs qui ont contribué à faire émerger, évoluer et diffuser l'idée selon laquelle la performance financière et ESG se renforcent mutuellement. Chacun des groupes a ses propres raisons à y consacrer autant d'attention. Ces publications ont entraîné des évolutions sémantiques importantes au sein du champ de l'ISR qui illustrent et accompagnent une évolution des objectifs et introduisent la « matérialité » de l'ESG comme nouveau mot d'ordre.

### *2.1.1. Du côté des acteurs du terrain : redéfinition et prise de distance avec la connotation éthique historique*

Les acteurs du terrain qui composent le champ de l'analyse extra-financière sont principalement les entreprises qui émettent des actions ou obligations, les investisseurs qui investissent dans ces actions ou obligations, les analystes qui évaluent les informations financières et extra-financières diffusées par les entreprises et les gérants d'actif qui gèrent l'épargne des investisseurs et utilisent l'information produite par les analystes dans leurs choix de gestion. La cartographie ci-dessous, adaptée de Perin & Quairel (2012), permet de visualiser les interactions entre ces différents acteurs.



\*Organismes de placement collectif en valeur mobilières

Il s'agit donc, pour les analystes extra-financiers, de produire des informations et notes extra-financières permettant aux gérants, qui gèrent l'épargne qui leur est confiée par des investisseurs particuliers ou institutionnels, de sélectionner des titres pour leurs fonds généralistes ou dédiés. Ces gérants basent leurs choix également sur des informations et notes financières. L'intégration de ces deux types d'information n'est pas chose facile mais de plus en plus recherchée du fait de l'évolution des croyances et discours sur la performance extra-financière. Car le constat qu'il convient de prendre en compte des critères extra-financiers dans la sélection d'entreprises est resté stable depuis le début de l'émergence du champ. Mais les raisons de ce constat ont changé. Les premiers investisseurs qui prenaient en compte des critères extra-financiers le faisaient pour des raisons éthiques, voire religieuses. Les origines du mouvement datent de plusieurs centaines d'années et peuvent être retracées vers les valeurs portées par des communautés religieuses comme les Quakers et les Méthodistes (Schueth, 2003; Sparkes, 2002). Du principe de non-violence prôné par ces communautés naissait alors l'interdiction d'investir dans des entreprises profitant directement ou indirectement des guerres ou de l'esclavage. L'idée sous-jacente était que n'importe quel individu avec des convictions morales, éthiques ou politiques devrait vouloir investir son argent en accord avec ses principes

(A. Miller, 1992, p. 284). Les origines modernes de l'investissement socialement responsable remontent aux années 60, quand des mouvements sociaux contestant la guerre au Vietnam et défendant les droits humains font naître une sensibilité renforcée de responsabilité sociale et d'accountability (Schueth, 2003). D'autres thématiques, comme l'opposition à l'énergie nucléaire ou la protection des droits des travailleurs, s'y ajoutent dans les années 70, avant que qu'un mouvement massif de désinvestissement des entreprises profitant du régime d'apartheid en Afrique du Sud émerge dans les années 80. Schueth (2003) distingue deux types de motivations chez les investisseurs : la volonté d'aligner ses investissements avec ces valeurs personnelles, ou encore le désir d'effectuer un changement positif dans la société (p. 190).

Dans les années 80, au moment où des millions d'individus, églises, universités et États s'engagent dans un boycott massif des entreprises sud-africaines profitant du régime de l'apartheid, les termes *ethical investing* et *socially responsible investing* sont utilisés de manière interchangeable (Schueth, 2003). En revanche, au fur et à mesure de son développement, le terme *ethical investment* a progressivement été remplacé par celui de *socially responsible investment* (SRI) (Sparkes & Cowton, 2004). Sparkes (2001) définit l'investissement éthique comme « a process whereby value-based organisations applied internal ethical principles to an investment strategy » (cité dans Sparkes & Cowton, 2004, p. 46). Il s'agit donc en premier lieu d'organisations non-marchandes, comme des communautés religieuses, des ONG ou des mouvements sociaux. Les auteurs notent qu'il est difficile de voir comment cette définition peut s'appliquer aux sociétés de gestion d'actifs qui, même en proposant des fonds d'investissement éthique, cherchent d'abord à maximiser le rendement financier de leurs actifs (*ibidem*). C'est pourquoi ils privilégient le terme *socially responsible investment*, qu'ils définissent comme « the exercise of ethical and social criteria in the selection and management of investment portfolios, generally consisting of company shares (stocks) » (*ibidem*, p. 47)<sup>50</sup>. Le glissement peut être expliqué par le détachement de ces pratiques de leurs origines religieuses et activistes et son adoption par les acteurs financiers. Mais ce sont bien des organisations non-marchandes, motivées par des valeurs non-financières, qui, en réclamant plus de transparence sur les pratiques des entreprises, ont contribué à la production de l'infrastructure de l'ISR en termes de législation, de reporting et d'expertise. Or, l'inconfort que beaucoup d'investisseurs ont pu éprouver à associer la notion d'éthique à l'investissement financier a débouché sur une

---

<sup>50</sup> La prise en compte de ces critères éthiques et sociaux est donc, dans cette deuxième définition, subordonnée à la maximisation du rendement financier.

évolution du discours (Sparkes & Cowton, 2004). L'institutionnalisation de l'ISR a nécessité de prendre du recul des valeurs susceptibles de « étouffer le débat intelligent », comme le disait le ministre britannique délégué aux pensions au moment d'annoncer de nouvelles obligations de reporting extra-financier à destination des investisseurs institutionnels, en 1999 :

« (It) has traditionally been referred to as Ethical Investment, but what I prefer to call Socially Responsible Investment. I believe that when a name becomes so loaded a term that the very mention of it stifles intelligent debate rather than encourages it, then it's time for a change » (Stephen Timms, 1999, cité dans Sparkes et Cowton, 2004, p. 46).

Ces nouvelles obligations de reporting ont fortement contribué à la croissance du marché de l'ISR en Grande Bretagne, où la taille et le nombre des fonds dits « ISR » a augmenté de 78,6 % entre 1997 et 1999 (Sparkes et Cowton, 2004). La croissance et la maturation du secteur s'est donc accompagnée d'évolutions sémantiques importantes qui reflètent son détachement de la sphère religieuse et activiste et accompagnent son intégration dans la finance classique. L'étude discursive de la presse financière britannique entre 1985 et 2010 réalisée par Dumas & Louche (2015) confirme cette analyse. Elle met en évidence la succession de cinq périodes, caractérisées par une terminologie propre : une première période de 1985 à 1991, pendant laquelle la raison d'être de l'ISR est éthique et les pratiques se caractérisent par l'exclusion, notamment d'entreprises associées au régime de l'apartheid en Afrique du Sud ; une deuxième, de 1992 à 1997, pendant laquelle l'ISR devient une activité de niche avec une orientation principalement environnementale ; une troisième, de 1998 à 2000, pendant laquelle l'ISR se professionnalise autour de l'activité notamment de certains fonds de pension et la référence à la « responsabilité » gagne du terrain (Dumas & Louche, 2015, p. 16). La professionnalisation de l'ISR s'accélère pendant la quatrième période, entre 2001 et 2004, quand les gérants d'actifs sont de plus en plus fréquemment mentionnés dans les articles. La cinquième période commence en 2005 et est toujours en cours. Pendant cette période, « l'ESG » est introduit comme un terme neutre, afin de se distancier de toute connotation éthique (Dumas & Louche, 2015, p. 17).

En France, l'ISR commence à se développer vers la fin des années 90 autour d'une approche « best-in-class », qui, contrairement à l'exclusion pratiquée par les premiers fonds éthiques anglo-saxons, sélectionnent les entreprises les mieux notées à l'intérieur de chaque secteur d'activité. L'avantage de cette approche, d'un point de vue financier, est qu'elle n'implique pas le rétrécissement des univers d'investissement et donc la diminution des possibilités d'arbitrage pour optimiser les risques et rendements. L'analyse de l'ISR en France comme un mouvement

social visant à réformer les institutions de la finance (Arjaliès, 2010) a été contredite par de nombreuses études empiriques, mettant en lumière l'émergence d'un marché porté par des entrepreneurs institutionnels cherchant plutôt à se conformer à la logique financière dominante que de la transformer (Déjean et al., 2013, 2004; Penalva Icher, 2016). Aujourd'hui, il existe toujours des approches plus contraignantes à l'ISR, comme l'exclusion de secteurs dont l'activité est jugée contraire à certaines valeurs ou l'impact investing, qui cherche à soutenir des projets à « impact » social ou environnemental positif. Mais la version la plus commune, qui connaît aussi la croissance la plus forte (+ 30 % en Europe en 2019 selon Grandjean & Lefournier, 2021, p. 164), est l'intégration ESG. La définition de l'intégration ESG proposée par Novethic est exempte de toute référence aux valeurs éthiques, morales ou politiques : « l'intégration ESG consiste à prendre en compte dans la gestion classique (appelée aussi *mainstream*) quelques critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance (ESG) clés et à les mettre à disposition de l'ensemble des équipes de gestion afin de favoriser la prise en compte de l'ESG directement au coeur des paramètres d'analyse financière et dans la construction des portefeuilles<sup>51</sup> ».

Revelli (2016 ; 2017) décrit également comment l'ISR s'est développé d'une activité de niche, pratiquée par des « activistes » pour qui l'argument éthique est prioritaire, vers une pratique financière globale, dans laquelle l'impact financier de la performance extra-financière prévaut. C'est dans les années 90 que les études sur le lien entre la RSE et la performance financière des entreprises, concomitantes de l'institutionnalisation de la RSE dans les stratégies d'investissement et de l'émergence des données sur la performance extra-financière des entreprises produites par des agences de notation, ont déplacé le débat vers la performance financière des portefeuilles ISR. D'ailleurs, l'usage progressif de termes comme « performance », « manager » ou « alpha » dans le domaine de la RSE et de l'ISR montre comment le champ a absorbé les codes et le langage de la finance (Revelli, 2017, p. 713).

L'étude de Capelle-Blancard & Monjon montre également comment les références à l'éthique ou aux valeurs personnelles ont progressivement été remplacées par des termes neutres qui permettent un rapprochement discursif avec l'univers de la finance. Ainsi, le terme

---

<sup>51</sup> Novethic est un média et centre de recherche spécialisé dans les thématiques de RSE et d'ISR associé à la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), banque publique d'investissement. La CDC a été à l'origine des premiers fonds d'investissement à composante sociale. Novethic a lancé, en 2009, un « label ISR Novethic » pour attester la qualité et la transparence des produits ISR. <https://www.novethic.fr/>, consulté le 1<sup>er</sup> juillet 2021 : <https://www.novethic.fr/lexique/detail/integration-esg.html>

« performance » figure dans environ 33 % des articles de presse sur l'ISR parus entre 1982 et 1999 et dans 36 % des articles parus entre 1999 et 2009 (Capelle-Blancard & Monjon, 2012). De la liste de mots-clés réalisée par les auteurs, avec des termes comme « altruisme », « morale », « activisme » et « durable », il s'agit du mot-clé le plus fréquemment mentionné. Pendant la même période, les références à l'éthique ont fortement baissé : si huit articles sur dix sur l'ISR dans les années 90 mentionnaient le terme « éthique », dans les années 2000, il n'en restait plus que la moitié (Capelle-Blancard & Monjon, 2012, p. 10). Leur étude confirme l'observation de Winnett & Lewis (2000) sur les articles de presse au sujet de l'ISR : pour ces auteurs, un article typique sur cette thématique commence par quelques définitions, suivies par une présentation des différentes approches d'analyse pour terminer avec une comparaison des performances financière et extra-financière (Winnett & Lewis, 2000, cités par Capelle-Blancard & Monjon, 2012, p. 15). Comme le remarquent les auteurs, ce résultat n'est pas très étonnant pour la presse financière, dont la mission est typiquement de répertorier les nouvelles stratégies financières prometteuses et susceptibles d'intéresser leur lectorat. C'est d'autant plus flagrant que l'évolution sémantique est plus marquée dans la littérature académique : la moitié des articles académiques entre 1982 et 1999 fait référence à la « performance » ; entre 1999 et 2009, le pourcentage s'élève à trois quarts (Capelle-Blancard & Monjon, 2012, p. 15).

Ces évolutions discursives ne sont pas anodines. Elles reflètent et participent à une reformulation du projet même de l'ISR, dont les orientations initiales éthiques et sociales ont progressivement été substituées par des motivations considérées « neutres » et plus rationnelles, comme en témoigne le discours de Stephen Timms. Ces reformulations ont été nécessaires pour « faire décoller » l'ISR et pour attirer l'attention d'investisseurs traditionnels (Dumas & Louche, 2015). En effet, « if social change was an important focus of the early stage of SRI, the intentionality of changing the world may have been slightly diluted as the industry has matured » (Hebb & Louche, 2014, p. 281). Il a donc fallu détacher l'ISR de ses origines éthiques pour construire un argumentaire « win-win » autour du lien entre la performance ESG et la performance financière, lien qui fait désormais consensus (Arvidsson & Johansson, 2019; Dumas & Louche, 2015; Hebb & Louche, 2014; Young-Ferris, 2013). L'histoire qui est racontée par ses promoteurs est qu'une entreprise qui maîtriserait mieux ses risques dans les domaines sociaux, environnementaux et de gouvernance, afficherait une performance financière supérieure à ses pairs. Cette version « light » de l'ISR n'impose donc pas de

contraintes particulières au gérant d'actifs et est parfaitement compatible avec son objectif premier qui est la maximisation du rendement<sup>52</sup>.

### 2.1.2. *Le rôle de PRI*

L'adoption et diffusion rapide du consensus n'est donc pas étonnant d'un point de vue financier, car elle permet de faire de l'ISR sans vraiment changer ses pratiques. De plus, elle permet l'éclosion de nouveaux marchés. Car plus cette relation est communément acceptée au sein des marchés financiers, plus il sera possible d'intéresser la communauté d'investisseurs mainstream à l'ISR et aux services qui y sont associés. La logique « win-win » qui est au cœur de ce projet explique l'enthousiasme qu'il a suscité de la part d'acteurs institutionnels et privés, dont certains combinent leurs forces au service de la promotion de ce qui est alors appelé la « finance responsable ». La philosophie sous-jacente à ce terme s'inscrit dans un projet néolibéral qui, dans un contexte de globalisation et d'effritement du rôle de l'État-nation, délègue de plus en plus de questions d'intérêt public à des acteurs privés (Barman, 2016; Scherer & Palazzo, 2011). L'initiative PRI (Principles for Responsible Investment), développée par l'initiative financière des Nations unies pour l'environnement (UNEP FI), en est l'exemple parfait : ce réseau international d'investisseurs, né sous l'impulsion de Kofi Anan en 2006, diffuse le discours selon lequel la finance responsable pourrait générer des impacts positifs sur le monde : « champion climate action » et « enable real-world impact aligned with the SDG<sup>53</sup> » sont ainsi ses objectifs affichés<sup>54</sup>. Afin de faire adhérer le plus grand nombre d'investisseurs à ses six principes (voir l'[annexe 5](#)), PRI promeut l'idée selon laquelle les facteurs ESG peuvent impacter la performance financière des portefeuilles et doivent donc être pris en compte par tous les investisseurs (Young-Ferris, 2013).

Tout comme les acteurs académiques, les acteurs privés participent à la consolidation de cette idée par la diffusion de publications. PRI lui-même diffuse des publications avec des titres

---

<sup>52</sup> Même si, comme le remarquent Grandjean et Lefournier, cette histoire comporte une incohérence, car la performance financière d'une entreprise n'égale pas la performance de son titre. Dans les arbitrages risque-rendement que font les gérants au niveau d'un portefeuille, une entreprise moins risquée serait moins rentable, et non plus rentable, car plus une entreprise est risquée, plus la prime de risque payée pour son obligation ou son action sera élevée (p. 166-167). Voir également la note 43.

<sup>53</sup> Les Sustainable Development Goals (SDGs), ou Objectifs de Développement Durable (ODD), sont un ensemble de 17 objectifs globaux de développement, définis par les Nations unies en 2015, afin de constituer a « blueprint to achieve a better and more sustainable future for all » (résolution des Nations unies adoptée par l'assemblée générale le 6 juillet 2017 : <https://undocs.org/A/RES/71/313>)

<sup>54</sup> Site web de PRI, consulté le 9 août 2021 : <https://www.unpri.org/pri/a-blueprint-for-responsible-investment>

comme « ESG and alpha and China. Evidence demonstrates ESG outperforms traditional benchmarks in China<sup>55</sup> ». La porosité de la frontière qui divise les pratiques de recherche académiques et économiques se reflète dans la constitution d'un conseil scientifique qui procède à des sélections d'articles académiques sur l'intérêt financier des aspects ESG<sup>56</sup>, l'organisation de séminaires académiques avec des chercheurs et des investisseurs<sup>57</sup> et le financement d'un programme doctoral sur des questions de finance responsable<sup>58</sup>.

Les publications de PRI ont fortement contribué à répandre la thèse d'un lien positif entre performance financière et performance ESG des entreprises et ainsi à accroître l'intérêt des investisseurs traditionnels pour les questions extra-financières. Ainsi, entre 2005, année de lancement du réseau, et 2007, le nombre de références à l'ISR dans les journaux, livres et sites internet a connu une croissance d'environ 75 % (Capelle-Blancard & Monjon, 2012).

### *2.1.3. Du côté des chercheurs : chercher des clés sous le réverbère*

Pourtant, le lien entre performance financière et critères extra-financiers appliqués aux fonds d'investissement était contesté pendant longtemps. Depuis les années 70, de très nombreuses études ont été réalisées pour l'explorer (les plus récentes : Blasi, Caporin, & Fontini, 2018; Friede, Busch, & Bassen, 2015; Khan, Serafeim, & Yoon, 2016; Orlitzky, Louche, Gond, & Chapple, 2017; Orlitzky, Schmidt, & Rynes, 2003; Revelli & Viviani, 2015). Capelle-Blancard et Monjon, dans leur étude des tendances dans la littérature académique et grise sur l'ISR, comptent 11 673 articles académiques sur l'ISR entre 1982 et 2009, dont plus de la moitié comporte le terme « performance » (Capelle-Blancard & Monjon, 2012). Mais ces études ne sont pas unanimes sur le lien positif entre performance financière et performance ESG. Ainsi, Bansal (2005) trouve une corrélation négative entre performance financière et performance sociale, ce qu'elle attribue aux coûts d'investissement à court terme ou encore au caractère « composite » de la performance sociale (Bansal, 2005, p. 212). Ce caractère composite n'a pas empêché la prolifération d'études quantitatives qui se basent sur des mesures agrégées de la

---

<sup>55</sup> « ESG and alpha in China », PRI, le 18 mars 2020, consulté le 30 novembre 2020 :

<https://www.unpri.org/environmental-social-and-governance-issues/esg-and-alpha-in-china/5593.article>

<sup>56</sup> « Top academic resources on responsible investment », PRI, consulté le 30 novembre 2020 :

<https://www.unpri.org/academic-research/top-academic-resources-on-responsible-investment/4417.article>

<sup>57</sup> « Academic Seminar Series 2020 / 2021 », PRI, consulté le 1<sup>er</sup> décembre 2020 :

<https://www.unpri.org/sustainability-issues/academic-research/academic-seminar-series>

<sup>58</sup> « Academic research projects », PRI, consulté le 30 novembre 2020: <https://www.unpri.org/academic-research/academic-research-projects/6760.article>



performance ESG. Par exemple, la méta-étude réalisée par Friede et al. (2015) agrège les résultats de plus de 2 000 études publiées par des chercheurs et investisseurs à ce sujet entre 1970 et 2015 et en conclut une relation largement positive et « stable dans le temps » (Friede et al., 2015, p. 212). Or, la définition et les modes d'évaluation de la performance ESG, qui est de surcroît composée d'éléments divers et parfois contradictoires, ne sont pas stables dans le temps, tout comme les méthodologies de recherche employées pour tester sa relation à la performance financière. Ainsi, la méta-étude réalisée par Revelli & Viviani (2015) constate des résultats hétérogènes, obtenus avec des combinaisons méthodologiques différentes, rendant ainsi présomptueux l'affirmation selon laquelle il existerait un lien univoque entre la performance extra-financière et financière des entreprises. Des études plus récentes ont ainsi pointé la nécessité de décomposer cette performance en indicateurs sectoriels (Khan et al., 2016) ou en fonction de groupes spécifiques de parties prenantes (Orlitzky et al., 2017).

Il est intéressant de noter que les résultats de ces études sont parfois relativisés par les auteurs qui les ont réalisés. Ainsi, Orlitzky (2011) constate des différences notables dans les résultats publiés sur l'existence de ce lien selon le champ disciplinaire dont sont issus les auteurs, attestant ainsi sa modération par des logiques institutionnelles. Capelle-Blancard & Monjon (2012) critiquent la pertinence de ces études, particulièrement nombreuses dans la discipline économique. Les auteurs s'étonnent de cet engouement pour la question de savoir si l'investissement dans des entreprises avec une bonne performance ESG rapporte financièrement, étant donné que l'objectif premier de ce type d'investissement était justement d'aller au-delà de la performance financière des entreprises (Capelle-Blancard & Monjon, 2012, p. 16). Ils en voient deux explications possibles : premièrement, l'émancipation progressive des sciences économiques par rapport aux questions morales ; la posture dominante en économie serait aujourd'hui de s'abstenir des questions qui vont au-delà des aspects purement techniques. Les économistes seraient ainsi frileux à l'égard de l'éthique ou d'autres questions sociétales en relation à la performance ESG et préféreraient, pour des raisons de reconnaissance par leurs pairs, se préoccuper des aspects financiers liés à cette performance (p. 11). Deuxièmement, l'accroissement des volumes de données publiées par les entreprises sur leur performance ESG expliquerait la motivation des chercheurs à construire des projets de recherche quantitatifs, faciles à mettre en place. La disponibilité simultanée des données financières et extra-financières, notamment publiées par les agences de notation sociétale à partir des années 80, a donné aux chercheurs encore plus de raisons de tester la profitabilité de l'ISR, pense aussi Revelli (2016 ; 2017). Il estime que cette thématique a peut-être généré trop d'attention

(Revelli, 2016, p. 2). Capelle-Blancard et Monjon, pour leur part, accusent leurs collègues d'accorder une importance démesurée à l'analyse de données qui sont disponibles et ainsi de « chercher leurs clés sous le réverbère » (Capelle-Blancard & Monjon, 2012, p. 3). Plutôt que de « fournir la bonne réponse à la mauvaise question », les chercheurs s'intéressant à l'ISR feraient mieux d'étudier de nouvelles questions qui méritent l'exploration, comme les pratiques d'évaluation de la performance ESG ou leur régulation (Capelle-Blancard & Monjon, 2012, p. 17).

#### *2.1.4. La matérialité comme nouveau mot d'ordre*

Le terme « matérialité » peut avoir plusieurs significations. De manière simple, il fait référence aux « choses dans le monde » (Dale, 2005). Dans la tradition critique, la matérialité décrit comment des rapports de pouvoir s'expriment dans et sont soutenus par les choses dans le monde, comme des murs, des contrats, des tatouages, des uniformes ou des armes (Callon & Latour, 1981; Menge, 2019). De manière plus métaphorique, elle décrit la pertinence ou la substance dans des processus d'évaluation et de production d'un jugement (Bentham, 1789; Edgley, 2014). Jeremy Bentham introduit le terme « matérialité » pour prioriser parmi les conditions et les conséquences d'une action dans la production de jugements juridiques. Pour les conséquences d'une action, il s'agit alors d'identifier celles qui valent la peine d'être prises en considération, c'est-à-dire celles qui ont une répercussion sur la production de douleurs ou de plaisirs. Pour les conditions, sont considérées matérielles celles qui ont une relation causale visible aux conséquences (Bentham, 1789). Le concept de matérialité apparaît pour la première fois en relation aux pratiques comptables dans les lignes directrices publiées par l'American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) au tournant du XX<sup>ème</sup> siècle (Edgley, 2014). D'abord associée à une obligation légale à référencer des faits matériels, le terme prend une connotation plus technique au fur et à mesure que la profession comptable se formalise. Dans le dictionnaire de Kohler, éditeur d'une revue universitaire spécialisée pour comptables, la matérialité est décrite comme une caractéristique attachée aux éléments susceptible d'influer sur le jugement d'une « personne raisonnable » : « the characteristic attaching to a statement, fact, or item whereby its disclosure or the method of giving it expression would be likely to influence the judgment of a reasonable person » (Kohler, 1952, p. 317). Quelques années plus tard, l'American Accounting Association produit une définition légèrement différente : « An item should be regarded as material if there is reason to believe that knowledge of it would influence the decisions of an informed investor » (American Accounting Association, 1957, p.

8). D'une caractéristique attachée à un facteur, susceptible d'être perçue par n'importe quelle « personne raisonnable », la matérialité se déplace pour être associée au jugement d'un groupe spécifique de personnes, à savoir les « investisseurs informés ». Depuis, diverses définitions ont été produites par des organismes de normalisation comptable ou des associations professionnelles, sans réelle convergence. Ce que ces définitions ont pourtant en commun, c'est qu'elles font référence au jugement professionnel, et que l'information y est considérée matérielle si son omission ou représentation erronée pourrait influencer la prise de décision économique des utilisateurs (Brennan & Gray, 2005). Ces utilisateurs, dans la conception du normalisateur comptable américain, sont assimilés aux investisseurs ou aux créiteurs. Ce qui est considéré « matériel » aux yeux de ce type d'utilisateur, en tout cas dans l'hypothèse retenue par le normalisateur, est ce qui est susceptible d'impacter la valeur financière de son intérêt dans l'entreprise (Young, 2006). Même si la tradition comptable française se base historiquement sur les besoins présumés d'un éventail plus large de lecteurs des comptes, parmi lesquels notamment le fisc ou les salariés, l'influence des normes comptables internationales dans la normalisation comptable française est de plus en plus dominante (Hoarau, 2003). Étant donné que ces normes internationales ne définissent pas précisément ce qu'on entend par matérialité (Edgley, 2014) mais que son évaluation est conditionnée par les besoins présumés des utilisateurs et que ces utilisateurs sont progressivement réduits aux investisseurs et créiteurs, il en résulte que le terme revêt de plus en plus une connotation financière.

Quand il est introduit dans la littérature académique en relation aux informations non-financières, le terme « matérialité » prend tout de suite une signification financière (Khan, Serafeim & Yoon, 2016). Il s'agit d'une évolution sémantique qui n'a rien d'une fatalité ; après tout, historiquement, le terme décrit simplement ce qui est considéré comme valant la peine d'être pris en compte dans la production d'un jugement (Bentham, 1789). Il ne décrit pas quels sont les principes qui devraient guider cette évaluation. On aurait pu imaginer que, dans la production de jugements sur la performance extra-financière d'une entreprise, la matérialité distingue plutôt les éléments qui sont prioritaires d'un point de vue extra-financier, donc par rapport aux conséquences sur la société ou l'environnement. Mais quand Khan, Serafeim & Yoon adoptent le terme en 2016 en relation aux informations extra-financières, c'est pour s'inscrire dans la continuité des études sur le lien entre performance financière et extra-financière (voir 2.1.3.). Leur projet est de tester le lien entre performance extra-financière « matérielle » et création de valeur actionnariale. Pour déterminer quels éléments extra-financiers sont matériels pour les secteurs retenus, ils se basent sur les standards publiés en

2014 par la Sustainability Accounting Standards Board (SASB), développés, entre autres, à partir d'enquêtes auprès de représentants industriels, des experts indépendants et des données fournies par l'agence de presse spécialisée dans des données financières Bloomberg (Khan, Serafeim & Yoon, 2016, p. 7). Des études plus récentes continuent sur cette lignée, appliquant la méthodologie de Khan et al. sur un secteur en particulier (Kotsantonis & Bufalari, 2019), sur les Objectifs du Développement Durable des Nations Unies ou en cherchant à catégoriser la matérialité des informations extra-financières selon leur intensité et pertinence financière, toujours en se référant aux standards du SASB<sup>59</sup> (Consolandi, Eccles, & Gabbi, 2020). Ces auteurs expliquent leur motivation de la manière suivante : « Because of its link to financial performance and because it is framed in the language of finance, we believe that materiality will increasingly represent the issue for validating the relevance of ESG to financial performance and therefore it needs to be further investigated » (p. 2). La circularité de cet argument n'a pas empêché la publication de l'étude. Comme pour le consensus sur le lien entre performance financière et extra-financière, ce sont donc les publications des acteurs institutionnels et académiques influents qui façonnent les termes du débat lorsqu'on parle de l'évaluation de la performance ESG. Les termes du débat sont importants : comme le note Edgley (2014), la matérialité est une notion floue mais performative, qui détermine ce qui est rendu visible et ce qui est dissimulé dans les inscriptions comptables.

## 2.2. Financiarisation de la performance ESG

La performance ESG, après la montée en puissance du discours autour de sa matérialité (financière), n'est plus évaluée sous l'angle d'une responsabilité que les entreprises portent à l'égard de leurs impacts extérieurs, mais dans une perspective d'internalisation de risques ou d'opportunités. Ainsi, l'apparition de nouveaux risques et la financiarisation des enjeux extra-financiers s'inscrivent dans une financiarisation de la performance ESG qui n'est plus évaluée pour elle-même, mais pour ce qu'elle signifie pour la performance financière. Du moment où les facteurs ESG sont réputés d'intérêt pour la performance financière, ils intéressent des investisseurs mainstream, qui ont des besoins particuliers concernant la forme et le contenu des

---

<sup>59</sup> Le Sustainability Accounting Standards Board (SASB) a été fondé en 2011 pour développer des normes comptables relatives aux enjeux ESG dans le reporting des entreprises. Son objectif est « to guide the disclosure of financially material sustainability information by companies to investors ». Site web du SASB, consulté le 11 août 2021 : <https://www.sasb.org/about/>

informations sur lesquelles ils basent leurs décisions. Ainsi, l'un des effets du discours autour de la matérialité est que les analystes doivent intégrer les besoins des utilisateurs de leurs analyses dans leurs pratiques afin de produire des comptes jugés utiles par ces derniers.

### *2.2.1. L'apparition de nouveaux risques financiers*

Selon la théorie financière classique, un portfolio diversifié permet de minimiser les risques financiers (Markowitz, 1952). Pour que les premières approches de l'ISR suscitent l'intérêt d'investisseurs traditionnels, il fallait donc d'abord les convaincre que l'exclusion de certains secteurs sur la base de critères extra-financiers n'entraîne pas de déperdition financière (Hebb & Louche, 2014). A partir des années 2000, l'occurrence d'un certain nombre de scandales autour de multinationales (Enron en 2001, BP en 2010, Volkswagen en 2015) viennent corroborer ces efforts : le comportement des entreprises dans les domaines qui n'intéressent traditionnellement pas les investisseurs devient soudainement un facteur de risques financiers potentiels (Tan, 2014). Ces événements ouvrent le chemin pour ce que certains appellent le « mythe originel de l'ISR » : l'idée selon laquelle l'analyse extra-financière serait plus à même de détecter des risques pouvant mener à des crises financières, car se basant sur une approche plus complète, mêlant critères financiers et extra-financiers (Penalva Icher, 2016). Ainsi, l'analyse extra-financière s'est légitimée non pas en transformant la logique financière, mais en l'étendant sur de nouveaux domaines. L'analyse financière consiste à évaluer, en termes financiers, les risques et opportunités susceptibles de se répercuter sur la valeur actionnariale des entreprises. En ramenant, au sein du domaine financier, ce qui en était en dehors, les premiers analystes extra-financiers n'ont pas changé cette logique, mais ils ont changé la façon dont ces risques sont conceptualisés et calculés (King & Gish, 2015). Des phénomènes qui auparavant n'étaient pas analysés sous l'angle des risques financiers le sont soudainement ; ainsi, les analystes extra-financiers ont contribué à l'apparition de nouveaux risques financiers.

L'accord de Paris de 2015 contribue également à la diffusion de l'idée selon laquelle des enjeux extra-financiers, comme le changement climatique, pourraient constituer un risque financier. Le discours de Mark Carney, alors gouverneur de la Banque d'Angleterre, prononcé le 29 septembre 2015 devant le siège d'un assureur à Londres (Lloyd's), identifie de nouveaux risques associés au changement climatique : le risque physique, relatif à l'impact financier des dommages causés par le dérèglement météorologique ; le risque de transition, associé aux coûts de réorganisation de certains secteurs économiques ; et le risque juridique, qui fait référence

aux coûts entraînés par des litiges climatiques<sup>60</sup>. Le discours de Carney a rencontré un écho fort, à la fois dans les publications académiques (voir par exemple Andersson, Bolton, & Samama, 2016; Campiglio et al., 2018; Dietz, Bowen, Dixon, & Gradwell, 2016; Roncoroni, Battiston, Escobar Farfàn, & Martinez Jaramillo, 2019) et dans les rapports publiés par des investisseurs institutionnels (voir par exemple Caldecott et al., 2016). Une étude récente réalisée par des chercheurs en finance parmi un échantillon d'investisseurs institutionnels trouve que plus de la moitié des interrogés considère les risques climatiques désormais comme aussi importants que les risques financiers, et un tiers les considère même comme plus importants (Ilhan, Krueger, Sautner, & Starks, 2020).

L'importance du discours dans l'apparition de ces nouveaux risques a été soulignée par Tan (2014), qui a étudié la construction d'une nouvelle expertise calculatoire qui consisterait à intégrer l'évaluation des risques de gouvernance dans l'analyse financière classique. C'est grâce à la combinaison de certaines idées calculatoires (sur l'existence d'un lien entre gouvernance et performance financière) avec des outils calculatoires qui a permis aux analystes étudiés par Tan d'affirmer leur expertise dans ce domaine. L'apparition de nouveaux risques financiers est donc conditionnée à la préexistence de certaines idées qui légitiment l'évaluation de ces risques. Il faut ainsi une « croyance collective » quant à la pertinence de ces critères pour la valorisation des entreprises sur le marché (Jemel-Fornetty et al., 2011). Ce ne sont pas les analystes qui inventent cette croyance, mais ils s'appuient dessus pour construire de nouveaux outils de mesure – ou pour désassembler et réassembler des outils de mesure existants – qui leur permettent d'intégrer ces risques dans leurs pratiques d'analyse et de réaffirmer leur expertise. Dans le cas des analystes étudiés par Tan, c'est le discours qui précède les nouvelles pratiques. Ces nouvelles pratiques, comme on le verra dans ce qui suit, se traduisent souvent par la financiarisation des enjeux extra-financiers.

### 2.2.2. *La financiarisation des enjeux extra-financiers*

La financiarisation est habituellement décrite comme un processus de transformation du capitalisme qui se traduit par l'expansion de la taille et de l'influence des marchés financiers

---

<sup>60</sup> « Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability – speech by Mark Carney. » Site internet de la Banque d'Angleterre, consulté le 1<sup>er</sup> décembre 2020 : <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability>

par rapport à l'économie réelle (Epstein, 2005; Krippner, 2005). La sociologue Ève Chiapello introduit une autre dimension de la financiarisation, à savoir « the gradual colonisation by specific 'financialised' techniques and calculation methods » (Chiapello, 2015, p. 15). La « colonisation » fait ici référence à l'introduction de conventions financières dans des sphères où ces conventions étaient auparavant absentes, réduisant ainsi l'importance des formes d'évaluation qui s'y trouvaient précédemment (p. 15). Chiapello décrit les présuppositions implicites présentes dans des mécanismes d'évaluation financière tels que l'actualisation, la valorisation en prix de marché ou le recours aux probabilités pour évaluer le risque et montre comment leur expansion, à la fois à l'intérieur de la finance et en dehors, se substitue aux formes d'évaluation alternatives et participe ainsi à la redéfinition des entités évaluées. Ces mécanismes d'évaluation privilégient systématiquement la perspective de l'investisseur, survalorisent le court terme et se basent sur le postulat d'une liquidité parfaite des marchés. Appliqués sur des domaines extra-financiers comme le changement climatique, ces approches participent à leur redéfinition : plutôt que d'être reconnu comme un danger existentiel qui demande une transformation immédiate des activités économique par le pouvoir public, le changement climatique est considéré comme un ensemble de risques à prendre en compte par des investisseurs privés, risques qui sont de surcroît mesurés comme s'il s'agissait de risques de défaut qu'il suffit de pouvoir évaluer pour les inclure dans le prix d'un actif (Bouchet, Dayan, & Contoux, 2021; Chiapello, 2020). Chiapello note que c'est le cadre de pensée néolibérale, qui postule que le rôle des pouvoirs publics devrait se limiter à la création des conditions qui permettent aux acteurs de marché de faire leurs choix librement, qui précède cette « traduction du changement climatique en risque financier » (p. 25) préconisée par Mark Carney.

La biodiversité est un autre exemple d'enjeu extra-financier qui se trouve de plus en plus évaluée en termes financiers, après la diffusion de la croyance néolibérale que le marché serait un outil efficace de protection de la nature (Tjordman & Boisvert, 2012). Cette croyance est basée sur le postulat de la rationalité des acteurs et d'une concurrence parfaite rendue possible grâce à une transparence et une standardisation des pratiques et produits. Pour que le marché puisse opérer de façon fluide et réparer ses défaillances, les acteurs doivent donc être parfaitement informés pour qu'ils puissent faire des choix rationnels. De ce point de vue, la dégradation de la biodiversité serait simplement un dysfonctionnement à réparer par sa traduction en termes monétaires, pour que sa valeur soit rendue visible par des prix qui puissent être repérés par les acteurs. La difficulté à rendre commensurable les écosystèmes par leur traduction dans des unités standardisées et homogènes expliquerait ainsi le relatif déficit de

notoriété de la perte de la biodiversité par rapport à la lutte contre le changement climatique, plus facilement traduisible en émissions de carbone (Tjordman & Boisvert, 2012, p. 36). Or, le développement de métriques comme les « services écosystémiques » permettent désormais la mise sur le marché de nouveaux produits financiers comme les Forest Backed Securities<sup>61</sup> (la titrisation de revenus futurs d'une forêt). Cependant, ces initiatives restent pour le moment à petite échelle et se heurtent aux obstacles techniques liés à la commensuration des écosystèmes.

Ces deux exemples de financiarisation des enjeux extra-financiers montrent l'importance d'une croyance qui précède leur traduction en métriques financiers. C'est le discours néolibéral qui insiste sur l'impuissance de l'État à décréter des politiques de protection efficaces et dicte la nécessité d'un bon alignement des incitations macroéconomiques pour intégrer, au sein des marchés financiers, des enjeux qui étaient en dehors, pour pouvoir les prendre en compte. Il s'agit de l'émergence de ce que la sociologue Emily Barman décrit comme « caring capitalism » (Barman, 2016). Ce type de capitalisme se développe sur la prémisse néolibérale que le marché peut combler l'écart entre les besoins sociaux et les fonds publics disponibles pour adresser ces besoins. Les acteurs de marché, étant donné leur soutenabilité financière et leur flexibilité, seraient ainsi mieux placés que les acteurs publics pour prendre en compte des enjeux extra-financiers. Or, étant donné que ces acteurs sont réputés être des agents rationnels qui orientent leurs choix en fonction de la maximisation de leur gain personnel, ces incitations macroéconomiques passent soit par le risque, soit par le rendement, et nécessitent donc de pouvoir traduire les enjeux extra-financiers en fonction.

Le processus de financiarisation des enjeux extra-financiers passe par des techniques comptables. Comme le décrit également Barman (2016), le « caring capitalism » implique la valorisation des enjeux extra-financiers à travers des outils calculatoires, afin de les rendre utilisables pour les acteurs de marché. Son étude du marché de l'impact investing montre comment la Rockefeller Foundation, qui a joué un rôle clé dans sa création, cherchait à développer un standard de reporting pour définir la valeur sociale et environnementale des entreprises (IRIS ; Impact Report Investment Standards) ainsi qu'un système de notation pour évaluer leur performance sociale et environnementale (GIIRS ; Global Impact Investing Rating System). Les deux étaient calqués sur les systèmes financiers de reporting et de notation : IRIS

---

<sup>61</sup> WWF, GCP, Climate Bonds Initiative, Goldman Sachs, Fondation 1796, 2011. Unlocking forest bonds. A high-level workshop on innovative finance for tropical forests.



devait remplir le même rôle que les normes comptables américaines GAAP (Generally Accepted Accounting Principles), GIIRS était modelé sur le système de notation crédit de Moody's. L'idée était de rendre les métriques sociales comparables pour attirer des investisseurs mainstream (Barman, 2015).

La littérature en gestion et en comptabilité a ainsi étudié comment des attentes pourtant diverses et évolutives de parties prenantes sont rendues comparables grâce à la comptabilité (Crane, Graham, & Himick, 2015). Ces attentes peuvent ensuite être priorisées et coordonnées par des managers et transformées en leviers de négociation par les parties prenantes. Arjaliès & Bansal (2018) notent également ces avantages de la financiarisation : elle permet d'aligner des points de vue divers (Vollmer, Mennicken & Preda, 2009), de rendre calculable et échangeable des objets disparates et de donner une légitimité à ceux qui les manipulent grâce à l'élan de scientificité projeté par les chiffres (Porter, 1992 ; Power, 2004).

La financiarisation des enjeux extra-financiers est au cœur du travail des analystes extra-financiers. Elle donne une légitimité à l'évaluation des thématiques non-financières car elle permet de les rendre visible grâce à un meilleur alignement avec les valeurs de marché (Gond & Boxenbaum, 2013 ; Ajaliès, 2010). En même temps, elle rend invisible des éléments qui ne sont pas traduisibles en termes financiers (Chelli & Gendron, 2013; Chiapello, 2015) et risque de créer un monde unidimensionnel (Chiapello, 2015; Chua, 1996). De plus, la financiarisation peut masquer ou subordonner d'éléments importants, avec pour conséquence de pénaliser certaines catégories de parties prenantes ou de porter atteinte à la planète (Chua, 1996). L'ethnographie conduite par Arjaliès et Bansal (2018) montre en effet que des thématiques non-financières étaient mises à l'écart par des gérants obligataires, parce qu'elles ne rentraient pas dans leurs modèles d'évaluation (p. 8). Du Rietz (2014) soutient en effet qu'il faudrait prendre « the limits of financialization more seriously because it not only discards difficult-to-value activities but also ignores the inherent non-financial values embedded in ESG issues » (p. 23).

Par ailleurs, même du point de vue de la matérialité, il existe des limites à la financiarisation. L'étude de Rainelli-Weiss et Huault (2011) montre ainsi que des problèmes de commensuration peuvent entraver la financiarisation des enjeux extra-financiers. Pour ces auteurs, l'échec de création d'un marché financier fluide de produits dérivés autour du risque météorologique relativise la théorie financière qui postule que l'ensemble des risques peuvent être transformés en risques financiers et échangés sur les marchés financiers.

Il semble donc que la pratique contredit parfois le discours qui justifie la financiarisation des enjeux extra-financiers. Il n'en reste pas moins que la performance environnementale, sociale et de gouvernance telle qu'elle est évaluée par les analystes extra-financiers l'est désormais le plus souvent sous l'angle des risques ou opportunités pour l'investisseur. C'est donc l'investisseur qui est au centre ; ainsi, la traduction financière des enjeux extra-financiers reflète un recentrement de l'attention des entités analysées vers les utilisateurs des analyses.

### *2.2.3. L'intégration des besoins des utilisateurs*

La prépondérance de certaines catégories d'utilisateurs dans les processus de standardisation comptable a été documentée dans l'article précurseur de Young (2006). Elle décrit comment les organes de standardisation américains ont systématiquement privilégié une catégorie particulière d'utilisateurs des comptes, à savoir les investisseurs et les créanciers. Les besoins d'information spécifiques de ce groupe ont fortement influencé le développement des normes comptables américaines, qui sont censées permettre la communication d'informations utiles pour la prise de décision économique par ces acteurs. Or, Young déconstruit cet objectif tenu pour acquis, en démontrant que cette catégorie « homogène » d'investisseurs et de créanciers est plutôt hypothétique et que la connaissance des normalisateurs sur leur processus de décision plutôt limitée. De plus, la focalisation sur les objectifs purement économiques occulte d'autres usages qu'auraient pu être faits des informations comptables : « The current emphasis upon decision usefulness and rational economic decision makers was not a 'natural' and inevitable progression in the development of accounting practice and thought. Other purposes for accounting could have been selected and/or other users for accounting could have been emphasized. By making other choices, we might explore more fully how accounting could contribute to reporting on an economic accountability that is more broadly defined to encompass the moral dimensions of economic life » (Young, 2006, p. 597).

L'analyse extra-financière entend précisément étendre la sphère de la comptabilité sur ces dimensions morales de la vie économique. Mais ces dimensions morales restent envisagées du point de vue de l'investisseur. L'émergence du discours autour de la valeur financière de la performance ESG a permis l'intéressement de l'investisseur mainstream, considéré comme un agent économique rationnel avec des besoins d'information très précis.

Dans son étude sur le travail des analystes financiers qui intègrent des thématiques de gouvernance, Tan (2014) montre à quel point des injonctions discursives influencent le travail cognitif des analystes. Ces derniers sont alors conceptualisés comme des « agents théoriciens » qui combinent des « idées calculatoires » et des « outils calculatoires » (Tan, 2014, p. 363). L'idée calculatoire dont il s'agit est la relation entre gouvernance et performance financière des entreprises. Cette relation n'a pas été imaginée par les analystes eux-mêmes, mais au moment où elle a commencé à circuler dans le champ, elle a fourni les conditions discursives pour que les analystes puissent développer une nouvelle expertise calculatoire, assortie d'outils adaptés. Le discours précède donc l'élaboration de nouveaux outils et a des répercussions réelles sur les pratiques des analystes. Ainsi, le glissement sémantique qui a mené à la financiarisation de la performance ESG a pour conséquence également une financiarisation de l'analyse extra-financière qui, pour mieux répondre aux besoins supposés des investisseurs mainstream, s'est trouvée de plus en plus intégrée à l'analyse financière classique.

### 2.3. Financiarisation de l'évaluation extra-financière

La financiarisation de la performance ESG a eu des répercussions sur les pratiques concrètes des analystes extra-financiers. A partir du moment où les enjeux non-financiers sont évalués pour les risques ou opportunités qu'ils apportent à la performance financière, ceux-ci gagnent en intérêt auprès d'analystes et investisseurs financiers mainstream. Le discours sur les nouveaux risques porté par Mark Carney et repris par un grand nombre d'investisseurs institutionnels participe à la diffusion de l'idée selon laquelle ces risques pourraient – et devraient – être pris en compte au même titre que d'autres risques financiers. Le résultat est une intégration de l'analyse financière et extra-financière qui n'est pas sans obstacles. Comme le soutiennent des chercheurs en sociologie de la finance (*social studies of finance*), l'intégration de ces deux types d'analyse, plutôt que de mener à un enrichissement mutuel, semble plutôt se traduire par une domination de la logique financière, causée par l'inertie et l'influence des outils et pratiques de l'analyse financière.

#### 2.3.1. *Mainstreamisation de l'évaluation extra-financière du point de vue de l'investisseur*

De nombreux chercheurs ont étudié le processus de mainstreamisation de l'évaluation extra-financière (Dumas, 2015; Jemel-Fornetty et al., 2011; Revelli, 2017; Young-Ferris, 2013). Des économistes institutionnels se sont appuyés sur une approche par la théorie des conventions

pour analyser comment des croyances collectives peuvent opérer comme des mécanismes de changement institutionnel. Les économistes cognitifs appellent « croyance collective » une idée qui est répandue au sein d'une communauté donnée, non pas parce que l'ensemble des membres considèrent qu'elle est vraie, mais parce qu'ils pensent que les autres membres de la communauté la croient vraie (Orléan, 2004). Une croyance collective est donc déconnectée des croyances premières des agents. Elle s'auto-entretient dans le sens où chaque agent se comporte d'une certaine manière dans l'attente à ce que les autres fassent pareil, entraînant ainsi la réalisation de la croyance (Jemel-Fornetty et al., 2011). Les croyances collectives dominantes sont ainsi à l'origine d'un ensemble de pratiques établies : les conventions. Concernant le processus de mainstreamisation de l'évaluation extra-financière, les auteurs postulent que les conventions financières empêchent l'intégration effective des enjeux extra-financiers dans la valorisation financière classique. Ainsi, les auteurs notent que malgré la multiplication d'équipes « ESG » qui coopèrent parfois avec des analystes financiers, la persistance d'outils classiques de l'évaluation financière, comme les modèles standards de calcul de prix basés sur les flux de trésorerie futurs actualisés, ne permet pas une véritable prise en compte d'enjeux extra-financiers. En dépit du nouveau consensus et de l'intérêt que portent désormais un nombre croissant de gérants financiers classiques à la performance ESG, ces derniers se laissent plus influencer par des mouvements de prix à court terme que par les évaluations extra-financières dans leurs choix d'investissement (Jemel-Fornetty et al., 2011). La croyance collective qui guide ces gérants est que la juste valeur d'une action se révèle par son prix de marché. Peut-être qu'ils n'y croient pas vraiment, mais ils savent que leurs pairs agissent comme si cette idée était vraie et il n'est pas dans leur intérêt de jouer contre le marché. Les auteurs postulent que pour que l'ESG soit effectivement intégrée dans les choix d'investissement des acteurs de marché, il faudrait changer la croyance collective qui forge les conventions qui déterminent leur comportement. A cet effet, ils étudient le potentiel des initiatives émergentes à changer, à travers des mécanismes normatifs, mimétiques et coercitifs (DiMaggio & Powell, 1983) la convention dominante afin d'intégrer l'ESG dans les pratiques d'investissement mainstream.

Aujourd'hui, presque dix ans plus tard, l'ESG est effectivement entré dans les pratiques d'investissement mainstream. Les initiatives étudiées par les auteurs cités ci-dessus (dont notamment PRI) ont réussi à établir une nouvelle croyance collective autour de l'intérêt financier de l'ESG. En revanche, les pratiques financières conventionnelles critiquées par les auteurs ne semblent pas avoir changé avec son émergence. Comment peut-on l'expliquer ?

Dumas & Louche (2015) notent que le discours qui a provoqué la mainstreamisation des pratiques d'évaluation extra-financière a certes permis une professionnalisation et une maturation de ce marché mais également une attitude moins critique vis-à-vis des pratiques financières conventionnelles. Ainsi, pendant ses « années ESG » (que les auteurs situent à partir de 2005) l'analyse extra-financière n'a pas réussi à transformer la logique financière mais s'est au contraire faite absorber par celle-ci. Arjaliès (2010) évoque également une « époque de mainstreamisation » de l'ISR entre 2006 et 2009, ce qui correspond au premier usage du terme « intégration ISR » par Novethic, signe d'émergence d'une nouvelle stratégie qui intègre des critères extra-financiers dans les pratiques d'investissement conventionnelles. Pour Revelli (2017), c'est l'émergence de cette forme « moins restrictive » de l'ISR qui a provoqué une croissance spectaculaire du marché européen de l'ISR depuis le milieu des années 2000 : de 336 milliards de dollars en 2003 à 21 328 milliards de dollars en 2013<sup>62</sup>, une croissance de 6 211 %. Revelli (2017) note également que la crise financière de 2008 a accéléré l'adoption de l'analyse extra-financière par les marchés financiers mainstream, dans une tentative de réparer une image qui avait été abîmée par les pratiques financières à son origine. Ainsi, la mainstreamisation de l'analyse extra-financière serait moins liée à un intérêt intrinsèque pour les enjeux sociaux et environnementaux qu'à la volonté de rétablir une légitimité sociale, ou encore de saisir des opportunités de diversification. Il n'est donc pas étonnant que la version mainstream de l'ISR privilégie une vision utilitariste des enjeux extra-financiers, qui ne sont pas considérés comme des fins en soi mais comme des moyens pour optimiser la performance financière : « ESG-integration strategies, in which the principle of materiality of ESG criteria (expected impact of these criteria on the economic or financial value of an institution such as companies, states, etc.) pushes institutional investors to think in terms of risk management by considering ethics as a tool of financial constraint » (Revelli, 2017, p. 714).

Les tensions liées au processus de mainstreamisation et les raisons à l'échec du projet de transformation de l'ISR ont été étudiées dans deux thèses : celle réalisée par Anna Young-Ferris en 2013 et celle publiée par Christel Dumas en 2015. Bien que les deux chercheuses aient travaillé comme analystes avant d'entamer leurs thèses, elles étudient le processus du point de vue de l'investisseur. Mobilisant la théorie de l'acteur-réseau, Young-Ferris décrit comment le travail institutionnel de PRI plaide pour l'expansion du cadre d'investissement mainstream pour

---

<sup>62</sup> Chiffres publiés par Eurosif, European Social Investment Forum, réseau européen d'investisseurs institutionnels, gérants d'actifs, agences de notation extra-financière et autres acteurs du marché de l'investissement responsable. <https://www.eurosif.org>

intégrer des enjeux extra-financiers présentés comme des risques mal appréciés par les marchés. Le terme de « matérialité » est alors introduit pour décrire l'impact financier de ces enjeux. Elle observe comment la diffusion de ce discours à raison économique entraîne des tensions liées, d'une part, à la traduction comptable des enjeux extra-financiers, d'autre part à l'ambiguïté du terme « matérialité » (matériel pour l'investisseur ou pour la société ?). Ainsi, la difficile quantification de certains enjeux ou leur faible matérialité financière semble avoir mené à leur écartement. Pour intéresser les investisseurs institutionnels, PRI a adopté la logique financière reconnaissable par ces investisseurs, ce qui peut expliquer pourquoi la mainstreamisation de l'ESG ne semble pas avoir provoqué de réel changement dans leurs pratiques : « The UN-PRI set out to change processes but had to turn itself and the proposition of ESG integration into a proposition that could be recognised by conventional investors, consistent with fiduciary duty and the requirement for financial materiality. So the UN-PRI and ESG integration – an instrument and proposition intended to mediate – became counter-enrolled into the frame of conventional investment and became the very things they were designed to deter against. In the end, it was business as usual, but not the same as before – responsibility had become black boxed – and investment practices seemed even more insulated from the pressure to integrate ESG issues into investment processes » (Young Ferris, 2013, p. 208).

Dumas (2015) note également que l'idée selon laquelle des mécanismes de marché pourront engendrer des transformations écologiques et sociales positives n'est pas naturelle et provoque des tensions. Mobilisant la théorie des paradoxes (Smith & Lewis, 2011) et étudiant le processus de construction d'une méthodologie d'analyse extra-financière par un groupe d'investisseurs institutionnels, elle dresse un panorama de ces multiples tensions et identifie un certain nombre de stratégies employées pour y faire face. Ces stratégies peuvent être interprétées comme des accommodations qui permettent aux investisseurs d'avancer mais n'ont pas besoin d'être résolues pour que le processus trouve un aboutissement (Dumas, 2015, p. 118). Ainsi, la pratique d'intégration ESG n'est pas une pratique subversive ; ses paradoxes internes ne semblent pas mener au questionnement des conventions financières dominantes. Son analyse discursive des articles de presse (articles parus dans la presse financière et non-financière britannique de 2001 à 2012) montre que la justification de l'analyse extra-financière passe majoritairement par des arguments économiques qui ne contestent pas la logique financière dominante. Ses résultats la conduisent à remarquer qu'il ne faut sûrement pas compter sur l'analyse extra-financière telle qu'elle est définie et pratiquée aujourd'hui si on veut adresser les défauts de la finance (Dumas, 2015, p. 80).

Ces deux thèses apportent des contributions importantes ; la thèse de Young-Ferris montre comment les limites de la traduction comptable de certains enjeux et l'effort d'adaptation des acteurs censés porter le changement peuvent constituer un frein au potentiel transformatif de l'analyse extra-financière ; la thèse de Dumas montre à quel point le discours conditionne les pratiques et pointe l'importance d'analyser les deux conjointement. En revanche, les deux thèses prennent la perspective de l'investisseur et non pas de ceux qui produisent les analyses. Les études qui ont étudié le processus de mainstreamisation de l'analyse extra-financière du point de vue de l'analyste sont soit datées (avant que la « croyance collective » autour de l'ESG ne se répande, Chambost & Benchemam, 2010), ne prêtent pas assez d'attention aux difficultés inhérentes à l'évaluation d'informations extra-financières (Tan, 2014) ou adoptent une perspective fonctionnaliste sur l'évaluation de la performance ESG qui ignore son caractère inexistant et impossible (Arvidsson & Johansson, 2019).

### *2.3.2. Intégration de l'analyse financière et extra-financière et légitimité de l'analyste extra-financier*

Initialement développée dans les agences de notation extra-financière, l'analyse extra-financière s'est trouvée progressivement intégrée dans les structures de la finance classique comme les sociétés d'intermédiation financière. Dans un article basé sur l'interrogation d'une cinquantaine d'analystes financiers et extra-financiers dans les années 2000, Chambost & Benchemam (2010) décrivent comment la confrontation aux systèmes relationnels et symboliques représentatifs du champ de la finance change les pratiques des analystes extra-financiers. Se déplaçant d'un champ institutionnel qui restait à construire vers un contexte institutionnel établi, les analystes extra-financiers ont dû s'adapter aux schémas relationnels et symboliques de l'analyse financière pour obtenir une certaine légitimité. Les auteurs décrivent comment ces analystes, dont des anciens collaborateurs des premières agences de notation extra-financière, arrivent avec un considérable « retard » par rapport à leurs collègues financiers, que ce soit en termes relationnels (l'analyste extra-financier n'est pas encore considéré comme un interlocuteur fiable par les entreprises) ou cognitifs (l'analyste extra-financier a besoin de plus de temps pour évaluer des informations hétérogènes ou aller chercher des données mais ne se voit pas accorder ce temps nécessaire). Ainsi, les analystes extra-financiers qui arrivent dans les sociétés de courtage sont invités à « s'inscrire dans un processus de conquête des attributs de reconnaissance de l'analyste financier classique » afin d'obtenir

une certaine légitimité auprès des vendeurs (Chambost & Bensemam, 2010, p. 26). Malgré les différences substantielles entre l'analyse financière et extra-financière (les analystes interrogés par les chercheurs mentionnent l'hétérogénéité des informations, leur difficile traduction en termes de risques-opportunités financiers ou encore les problèmes d'alignement des horizons temporels), les analystes extra-financiers, quand ils entrent dans les structures de la finance classique, sont évalués selon les mêmes dispositifs que leurs collègues financiers. Les auteurs indiquent les limites de leur étude qui s'est bornée à l'intégration de l'analyse extra-financière dans les sociétés courtage pendant les années 2000 et appellent à d'autres études qui actualisent ces données, étendent ce périmètre et incluent également la perspective des analystes financiers classiques qui intègrent l'analyse extra-financière.

Presque dix ans plus tard, Arvidsson & Johansson (2019) analysent l'intégration d'informations extra-financières par des analystes financiers classiques sous l'angle de leur légitimité sociale et cognitive (Scott, 2013). La « légitimité sociale » fait référence à l'acceptabilité d'un ensemble de normes sociales ; elle est élevée si une norme ou opinion est acceptée par un groupe donné (Suchman, 1995). La « légitimité cognitive » est définie par les auteurs comme la conscience et la connaissance des acteurs d'un phénomène donné ; elle est élevée si cette connaissance est tenue pour acquise, considérée comme utile et intégrée de manière routinière dans des pratiques sociales et professionnelles. Si la légitimité sociale de l'analyse extra-financière est désormais établie (en témoigne son intégration dans l'analyse financière classique), les difficultés cognitives n'ont pas été levées ; ainsi, le processus d'intégration de l'analyse financière et extra-financière se heurte à l'opacité, l'hétérogénéité et l'ambiguïté des informations extra-financières et causent ce que les auteurs appellent une « dissonance cognitive partielle » (Arvidsson & Johansson, 2019, p. 100). Les auteurs plaident pour un accroissement de la transparence afin d'améliorer la qualité des informations non-financières et de lever « l'écran de fumée » qui empêche les analystes de correctement exercer leur rôle de facilitateurs des marchés financiers.

Mais est-ce seulement possible ? Comme le notent également Roberts & Young-Ferris (2018) dans un article qui était toujours en cours de révision au moment d'écrire ces lignes, il est possible que les informations extra-financières soient *intrinsèquement* opaques, hétérogènes et ambiguës, et donc impossibles à rendre calculables pour les investisseurs. La légitimité sociale de l'analyse extra-financière a été acquise à la suite de la production d'un discours autour de sa matérialité financière et de l'adoption de cette nouvelle « croyance collective » (Orléan, 2004)



par la majorité d'investisseurs. En revanche, si sa légitimité cognitive dépend de l'utilité des informations qu'elle produit pour ces derniers et de la faculté à les intégrer dans leurs pratiques routinières d'investissement – pratiques qui, comme l'ont remarqué les auteurs cités ci-dessus, n'ont pas fondamentalement changé – l'analyse extra-financière semble se trouver dans une impasse.

La production d'un discours autour de la matérialité financière de l'analyse extra-financière a donc eu pour conséquence la financiarisation de la performance ESG ainsi que la financiarisation de l'analyse extra-financière par son intégration progressive au sein des institutions de la finance classique. Ces deux processus peuvent être considérés comme manifestations d'un phénomène plus large qui dépasse le domaine financier. Afin de comprendre comment les développements décrits ci-dessus, qui concernent directement les analystes, relèvent de phénomènes qui impactent également d'autres catégories d'acteurs, je citerai ci-dessous un certain nombre de travaux qui ont commenté de l'expansion d'une approche économique aux enjeux non-économiques.

#### 2.4. L'expansion d'une approche économique aux enjeux non-économiques

Lehman (2017) commente le « business case » du développement durable, qui évalue les activités en faveur du développement durable à travers le prisme de leur valeur économique, sans considération pour la valeur intrinsèque de la nature. Cette dernière est valorisée en fonction de son utilité, souvent étroitement définie en termes économiques, que les humains peuvent en tirer. Ainsi, le business case du développement durable « has the purpose to and does realize economic success through (not just with) an intelligent design of voluntary environmental and social activities » (Schaltegger, Freund, & Hansen, 2012, p. 7-8). Il s'agit donc d'une approche qui place le succès économique au centre, et considère des « activités sociales et environnementales » comme des instruments pour y arriver. Ces activités sont perçues comme des moyens à une fin plutôt que comme une fin en soi. L'instrumentalisation des enjeux sociaux et environnementaux au service du développement économique est une caractéristique-clé du discours qui domine désormais le champ de l'analyse extra-financière. Mais il s'agit d'un phénomène qui a également été détecté dans d'autres contextes, phénomène que certains auteurs ont appelé « réification ».

#### 2.4.1. *La réification comme habitus dans le capitalisme*

Pour Lukács (1960), la réification apparaît quand « un rapport, une relation entre personnes prend le caractère d'une chose » et, de cette façon, se vêtit d'une « objectivité illusoire » qui, par son « système de lois propre, rigoureux, entièrement clos et rationnel en apparence, dissimule toute trace de son essence fondamentale - la relation entre hommes » (p. 111). Il s'agit donc d'un changement d'attitude, dans lequel tout échange entre hommes se transforme en échange marchand, ce qui a pour effet que non seulement l'objet donné est considéré comme une chose, mais également le partenaire comme un « objet » de transaction intéressée. L'individu en vient même à évaluer ses propres facultés comme des « ressources » à mettre au profit dans le cadre d'un calcul de coûts et d'opportunités (Honneth, 2007, p. 22). La thèse centrale de Lukács est que cette attitude est devenue une « seconde nature » ; la réification est ainsi devenue une « catégorie universelle de l'être social » qui s'étend à toutes les sphères de la société capitaliste (Lukács, 1960, p. 113). Le changement d'attitude décrit alors le passage d'une implication personnelle et affective à une posture d'observateur détaché et neutre, nécessaire à la possibilité du calcul. Cette attitude a pour objectif l'annulation de l'arbitraire et présente une rupture avec les « méthodes empiriques, irrationnelles, reposant sur des traditions et taillées subjectivement à la mesure de l'homme agissant » (Lukács, 1960, p. 101). Elle a pour conséquence qu'on considère les mondes sociaux et écologiques dont on fait partie de manière émotionnellement neutre, comme s'il s'agissait d'objets. Cette attitude est devenue une « seconde nature » dans le sens où, grâce à la socialisation, elle s'est transformée en habitude (« habitus ») partagée par l'ensemble des membres de la société capitaliste dans toutes les dimensions de leur vie quotidienne (Honneth, 2007, p. 26-27). Dans la tradition sociologique forgée notamment par Pierre Bourdieu, le concept d'« habitus » fait référence aux habitudes, compétences et dispositions sociales d'un groupe d'individus qui partagent certaines caractéristiques sociales. Il s'agit de la manière dont les individus membres d'un groupe social sont produits par leur histoire culturelle et collective, et reproduisent ces structures par leurs actions individuelles (Bourdieu, 2007). Dans l'interprétation de Lukács, l'habitus réifié qui se répand avec le développement du capitalisme concerne l'ensemble des membres de nos sociétés modernes, indépendamment de leur appartenance à une catégorie sociale spécifique, et prend un caractère totalisant. Il s'agit ainsi de la colonisation, par la réification, de l'ensemble des sphères de la société.

Axel Honneth, dans un ouvrage apparu en 2007 intitulé *La réification*, prend la théorie de Lukács comme point de départ pour tenter de formuler ce qui serait le contraire de la réification, c'est-à-dire quel serait le rapport originaire des hommes au monde qui se trouve réifié par les dynamiques du capitalisme. Il confirme la diffusion de la réification comme attitude partagée par beaucoup d'acteurs et affirme qu'il ne s'agit pas d'une simple erreur de catégorie (dans le sens où on se tromperait lorsqu'on prend des humains pour des choses), ni d'une faute morale, mais bien d'une pathologie qui consiste à « oublier » ce rapport originaire qu'il appelle « reconnaissance ». Honneth essaie de nuancer et d'explicitier la réification selon Lukács, qu'il juge un peu simpliste : par exemple, l'idée selon laquelle la réification serait un phénomène issu de la sphère économique qui se répandrait automatiquement sur l'ensemble d'autres sphères de la société n'est pas prouvée et mériterait d'être mieux explicitée. Pourquoi est-ce que les individus adopteraient une attitude réifiante à l'égard d'autres personnes ? Pour Lukács, c'est l'échange marchand dans le capitalisme qui est la cause sociale de toutes les formes de réification. Pour Honneth, l'échange marchand n'entraîne pas automatiquement la diffusion d'attitudes instrumentalistes dans l'ensemble des sphères sociales. Il détecte deux causes à la réification : d'abord, elle peut résulter de l'autonomisation d'un but particulier par rapport aux autres motifs qui pourraient être associés à une pratique donnée. Mais elle peut également résulter de l'adoption d'une vision spécifique, un système de convictions réifiant. Il distingue trois formes de réification : intersubjective (le rapport aux autres), objective (le rapport au monde) et subjective (le rapport à soi). Honneth reprend le terme de « habitus » employé par Lukács pour référer à ce système de convictions (p. 115). Mais contrairement à Lukács, pour qui la réification est totale, pour Honneth, l'attitude n'élimine jamais complètement la considération plus directe, plus impliquée et plus émotionnelle pour les autres et pour le monde. Une autre différence concerne l'objet de la réification : pour Lukács, qui vivait à l'époque de l'Union soviétique où l'écologie n'était pas considérée comme un problème, la réification s'exprime uniquement dans les relations humaines et dans la relation des ouvriers au produit de leur travail. Honneth, en revanche, admet que la réification peut également s'appliquer à la relation des hommes à la nature, car les humains ont une relation directe et émotionnelle à elle qui peut être « oubliée » quand ils la traitent de manière instrumentaliste (Martinau & Lafontaine, 2019, p. 491-492).

Deux choses me semblent importantes dans le concept de réification forgé par Lukács : premièrement, l'instrumentalisation de tout élément de la vie sociale au service de l'échange marchand. Deuxièmement, la généralisation d'une attitude « neutre » comme condition aux

calculs qui sont au cœur de ces échanges. Cette attitude est décrite comme un « habitus » dans le sens où elle est devenue une habitude qui n'est pas remise en cause, une seconde nature qui est pourtant moins un élément naturel que l'effet d'un processus de socialisation. Axel Honneth, qui a commenté et critiqué la réification selon Lukacs, a proposé une compréhension plus nuancée des causes sociales du phénomène. Pour lui, l'attitude décrite comme habitus n'émerge pas spontanément de la diffusion de l'échange marchand dans le capitalisme, mais est bien le résultat soit de l'autonomisation d'un but particulier, soit d'une vision spécifique du monde qui pousse à considérer les autres ou le monde vivant comme des choses (Honneth, 2007).

#### *2.4.2. Réification et comptabilité*

Ce sont également ces deux aspects de la réification qu'on retrouve dans la littérature en comptabilité critique qui y fait référence. Ainsi, Martineau & Lafontaine (2019) mobilisent Honneth (2007) pour critiquer les philosophies sous-jacentes à la comptabilité carbone, qui incite les individus à considérer la nature comme un instrument pour optimiser leur utilité économique, une entité à échanger sur un marché au même titre que d'autres classes d'actifs comme l'or, le pétrole ou l'argent. Cette marchandisation de la nature lui ôte sa singularité et ses qualités intrinsèques et la transforme en entité commensurable et interchangeable. Les auteurs identifient trois mécanismes : l'objectivation de la nature, l'émergence d'une rationalité économique et l'oubli de la nature dans la conscience environnementale des personnes. La comptabilité carbone inciterait ainsi les individus à « oublier » les liens affectifs qu'ils pourraient nouer avec la nature, afin de la considérer comme un objet à négocier sur les marchés dans le cadre d'échanges dans lesquels elle n'est qu'un facteur parmi d'autres. Les auteurs listent un certain nombre de dysfonctionnements dans le système de comptabilité carbone et avancent que contrairement à ce que disent ses promoteurs, il ne suffit pas de corriger des failles techniques du système pour éviter de nouveaux problèmes dans le futur. Car d'un point de vue de la réification sur laquelle ce système se base, les manipulations sont la suite logique d'actions opportunistes perpétrées par des individus qui sont encouragés à instrumentaliser la nature comme ressource pour optimiser leur gain économique (p. 497). Les auteurs insistent sur l'importance, dans la pratique et la recherche en comptabilité, de ne pas se limiter à la recherche des meilleures métriques pour représenter et mesurer un problème donné (les émissions de carbone, la performance ESG...), mais également de réfléchir aux présupposés philosophiques sous-jacents aux systèmes comptables.

Lehman (2017) a également critiqué les conséquences néfastes d'un système comptable sur l'attitude et la conscience des individus à l'égard de la nature. Pour lui, même la comptabilité sociale et environnementale, qui cherche à inclure des entités qui sont exclues de la comptabilité financière, se base sur la raison instrumentaliste et n'arrive pas à représenter la valeur intrinsèque de la nature, qui est considérée comme le résultat des significations économiques qu'on lui attribue. Non seulement cette conception est purement anthropocentrique, de plus elle s'inscrit dans une idéologie dans laquelle l'efficacité et l'efficacite sont devenus les valeurs dominantes qui inspirent chaque action et chaque représentation. L'implication subjective et personnelle que pourrait avoir les individus dans leur environnement naturel est niée par une comptabilité comme une « map of impersonal facts which correspond to the real » (p. 32). On trouve donc l'objectivation de la nature qui avait été constatée par Martineau & Lafontaine, ainsi que la domination par la raison instrumentaliste et ses effets sur la conscience environnementale des individus : « Instrumental thinking, however, has the potential to ignore beauty just as it ignores environmental and other objects of value. These largely ignored values all shape and nurture the spirit of humanity to inspire better ways to live in the world. The business case, and its reliance on neoliberal reforms within the existing social system, overlooks the moral dimension and its challenging of technical procedure, bureaucratic reason, and experimental business models » (ibid.).

Sans spécifiquement faire référence à la nature, (Bourguignon, 2005) utilise le terme de réification pour commenter comment la valeur d'une entreprise est objectivée dans les pratiques comptables de valorisation. Cette objectivation dissimule la diversité d'appréciations subjectives que différentes parties prenantes pourraient avoir d'une entreprise, et privilégie la valeur actionnariale comme seule mesure « objective ». Cette mesure est ensuite quotidiennement utilisée pour effectuer des calculs et réaliser des prévisions ; elle devient l'unique référence pour la prise de décision. Ainsi, les acteurs « oublient » que la valeur est à la base un concept subjectif, qui peut prendre différentes formes selon la perspective qu'on adopte, et que ces formes peuvent être en conflit. La valeur objectivée n'est pas plus réelle qu'une valeur subjective, elle est tout aussi bien le résultat d'une construction sociale, mais cela est dissimulé derrière l'utilisation répétée et institutionnalisée de cette construction. En d'autres termes, la réification explique comment les humains oublient qu'ils ont créé leur propre monde (Bourguignon, 2005, p. 384). La réification renforce les dynamiques de domination, car l'objectivation masque le monde subjectif et ses conflits potentiels afin d'empêcher des disputes sociales et de maintenir l'ordre social dominant. La comptabilité, avec sa tendance à représenter

des phénomènes complexes par des indicateurs simplifiés, agrégés et quantifiés, est particulièrement susceptible de produire des phénomènes de réification.

### 3. L'expansion d'un régime particulier d'accountability

L'intégration progressive des enjeux non-économiques dans la sphère économique, décrite par certains auteurs comme processus de réification, s'accompagne de l'expansion d'un régime particulier d'accountability<sup>63</sup>. La littérature sur l'accountability explore comment les acteurs sont appelés à rendre des comptes sur leurs actes. A qui s'agit-il de rendre des comptes ? Quels sont les principes sous-jacents aux comptes rendus ? Avec la domination de la sphère économique sur la société, l'autre à qui on rend des comptes est souvent assimilé au détenteur du capital, et le principe qui sous-tend l'acte de justification est souvent l'efficacité économique. Comme le montre la littérature sur le New Public Management (NPM) et l'accountability des ONG, les organisations non-marchandes sont de plus en plus appelées à rendre des comptes sur l'efficacité et l'efficacité économique de leurs opérations. La littérature sur l'accountability de soi montre que les principes sous-jacents au régime dominant d'accountability des organisations sont comparables à ceux qui s'appliquent à l'accountability individuelle. Or, il persiste toujours une certaine opacité que les sujets, lorsqu'ils doivent rendre des comptes sur eux-mêmes, ne peuvent jamais lever complètement. L'opacité du sujet peut se transformer en une opacité par le sujet, lorsqu'un individu ne se soumet pas complètement au régime d'accountability dominant, à cause de sa propre opacité à soi-même ou à cause de la difficulté à rendre des comptes cohérents sur un sujet complexe. Dans le cas d'analystes extra-financiers, cela devient visible lorsqu'on étudie leur légitimation au sein des marchés financiers. L'analyste extra-financier s'est financiarisé en se professionnalisant, ce qui veut dire que les analystes extra-financiers sont désormais appelés à justifier leur travail de la même manière que les analystes financiers. Or, l'opacité intrinsèque des informations non-financières rend difficile de rendre des comptes selon les principes de l'analyse financière.

#### 3.1. L'expansion d'un style particulier d'accountability organisationnelle

L'accountability est définie dans la littérature sur la gouvernance des organisations publiques comme « a social relationship in which an actor feels an obligation to explain and to justify his

---

<sup>63</sup> Terme sans équivalent simple en français, parfois traduit par « reddition des comptes ». Le terme est habituellement repris en anglais dans les travaux académiques en langue française, voir par exemple Gond, Igalens, & Brès (2013).

or her conduct to some significant other » (Bovens, 2007, p. 184). Cette définition plutôt concise soulève tout de suite de nouvelles questions. Qui est ce « significant other » ? Selon quels critères doit-on expliquer et justifier son comportement ? Selon Almquist, Grossi, van Helden, & Reichard (2013), le terme « accountability » est souvent associé à la théorie de l'agence, qui décrit une délégation du pouvoir dans les entreprises de l'actionnaire (appelé alors le « principal ») au manager (« l'agent »). Dans cette théorie, accountability décrit les comptes que les managers ont à rendre aux actionnaires qui leur ont confié leur capital. Les critères selon lesquels ces managers doivent expliquer leur comportement sont donc ceux de l'efficacité et l'efficacité économique. Ahrens (1996) décrit différents « styles d'accountability » comme des manières distinctives de demander et de rendre des comptes (Ahrens, 1996 ; Messner, 2007). Dans ces styles, des concepts implicites de ce qui définit un « bon management » dans les dimensions opérationnelle, financière, stratégique, économique ou bureaucratique sont intégrés dans les façons dont des acteurs sont appelés à rendre des comptes sur leur comportement (p. 140). Avec la diffusion des appels à plus d'accountability dans des organisations non-marchandes, même si celles-ci ont d'autres objectifs que les entreprises privées et des parties prenantes plus diversifiées que leurs seuls bailleurs de fonds (Almquist et al., 2013), le concept sous-jacent à la forme et au contenu des comptes qui leur sont demandés est l'efficacité économique. En d'autres termes, l'expansion d'un régime particulier d'accountability décrit la colonisation du secteur public et non-gouvernemental par un style d'accountability importé du secteur privé.

### *3.1.1. Se justifier en termes économiques : le New Public Management*

Le NPM fait référence à une série de réformes internationales visant à moderniser le secteur public dans la plupart des pays occidentaux à partir des années 80 (Aucoin, 1990; Hood, 1991; Pollitt, 1991). Par opposition à une tradition de gouvernance publique qui veillait à garder séparés les secteurs public et privé, le NPM cherche au contraire à gommer les distinctions entre les deux. Pour moderniser un secteur qui était jugé bureaucratique, inefficace et inefficace, le secteur privé est désormais vu comme un exemple, dont les pratiques de management sont considérées susceptibles à rendre plus fiables et plus efficaces les activités des agents publics (Hood, 1995). Malgré les différences régionales, Hood (1995) note que de manière générale, le NPM met l'accent sur les compétences managériales plutôt que politiques, sur la compétition plutôt que sur la hiérarchie et sur la mesurabilité formelle des standards et des indicateurs de performance plutôt que sur son évaluation qualitative et implicite. Ces évolutions impliquent la



nécessité de plus de comptabilité, résultant en ce que Power & Laughlin ont décrit par « *accountingization* » (Hood, 1995; Power & Laughlin, 1992). Des exemples de ce rôle renforcé pour la comptabilité dans la gouvernance des structures publiques sont la définition explicite de catégories de coûts dans des domaines où ceux-ci étaient auparavant agrégés ou implicites, l'adoption de normes comptables privées, un nouveau focus sur l'efficacité financière et la multiplication d'indicateurs de performance (Hood, 1995). Watkins & Arrington (2007) attirent l'attention sur la dimension discursive du NPM comme style d'*accountability*. Ils décrivent comment le langage politique est réécrit en termes comptables : « Accounting fills the discursive void caused by the demise of political foundationalism; power comes to be justified through calculative accounts of costs and benefits; competence (the central political virtue) is judged through calculi of job performance, and the cherished liberal partition of public and private spheres gives way to an economistic assimilation of each into the other » (p. 55). Or, dans la mesure où ce langage comptable constitue les phénomènes politiques et économiques qu'il décrit, il reste, pour ces auteurs, une possibilité de critique et de bricolage à travers la comptabilité, car « each new contract, each new distributional algorithm, and each new set of incentives and controls produce new opportunities for gaming » (p. 53).

Comme le notent Almquist et al. (2013), la diffusion de techniques comptables s'explique par une érosion de la confiance portée aux agents publics au profit des acteurs et modèles de marché. Les activités de ces premiers sont désormais surveillées de près par des techniques comptables et d'audit sophistiqués. Comme le notent également Watkins & Arrington (2007), ceux qui sont chargés de s'occuper du bon fonctionnement de la société doivent désormais se légitimer via le langage économique du secteur privé. Les nombreuses études sur l'introduction de ces réformes et les réactions des acteurs concernés témoignent en effet d'une expansion de la rationalité économique sur un secteur qui en était auparavant exempté (Guthrie, Humphrey, & Olson, 1998; Lapsley, 1999). Par exemple, Humphrey, Miller, & Scapens (1993) décrivent comment des réformes dans la gouvernance des institutions publiques au Royaume-Uni après 1979 ont mené à une reformulation de la sphère sociale selon les termes de la sphère économique et à la montée en puissance du calcul économique comme principe d'organisation central (p. 8). Les auteurs notent également que la montée en puissance des actes de calcul pour contrôler des institutions publiques a entraîné une redéfinition des rôles et des responsabilités de l'expertise : « Where once expert judgement was valued without question, now it is to be monitored and controlled. This shift entailed trust to be placed in another social or professional grouping » (p. 19). Dans le secteur de la santé, comme le point focal de l'évaluation de la

performance s'était déplacé du domaine médical au domaine financier, c'étaient des managers plutôt que des médecins qui prenaient les rênes de la gouvernance des hôpitaux publics. Ainsi, le développement de nouvelles technologies permettant d'exercer un « contrôle à distance » participe à la redistribution de l'expertise et donne un « pouvoir particulier » aux managers au détriment des cliniciens, car les critères de l'évaluation de la performance deviennent financiers plutôt que médicaux et ce sont ces premiers qui, via une multitude d'outils comptables, évaluent désormais la performance de ces derniers (Rose & Miller, 1992, p. 200). Le NPM inaugure donc une standardisation du management : le transfert de techniques comptables et de contrôle importées du secteur privé se fait « without a thorough analysis of the public sector's specific objectives and characteristics » (Almquist, 2013, p. 3). Les style d'accountability du NPM est donc caractérisé par la diffusion des pratiques et du langage comptables, appelant les agents publics à rendre des comptes sur leurs activités selon le principe de l'efficacité économique. Ce style devient un régime, un ensemble de règles qui régissent une société, quand il est imposé à l'ensemble des acteurs dans une société. Cette imposition a pour conséquence une homogénéisation des styles de management en dépit des contextes et objectifs spécifiques des organisations publiques, résultat d'un transfert des mécanismes de contrôle des experts techniques aux « experts » managériaux. Power (1997, 2007) a étudié comment les organisations adaptent leur comportement en réaction à leur soumission à ce régime et comment les mesures « auditables », c'est-à-dire celles qu'on peut mesurer par des pratiques comptables, deviennent centrales dans la gestion de leurs activités.

En 2016, la revue *Critical Perspectives on Accounting* a consacré un numéro spécial aux conséquences du NPM pour le secteur culturel (Jeacle & Miller, 2016). Dans ce numéro, Oakes & Oakes (2016) notent une colonisation par le langage comptable dans des organisations culturelles bénéficiant de fonds publics dans un contexte d'austérité, avec pour résultat un assujettissement des acteurs culturels aux diverses mesures de leur performance. En réaction, certains acteurs s'engagent dans des actes de résistance contre les mesures d'austérité, sans pour autant questionner leur soumission au régime d'accountability qui l'accompagne. Certains membres de ces organisations commencent à créer des mesures d'évaluation de la performance alternatives, afin de contrecarrer la colonisation de leurs activités par le langage comptable, paradoxalement renforçant leur subjugation. Ellwood & Greenwood (2016), pour leur part, étudient comment une reformulation des directives comptables à destination des institutions culturelles publiques détenant du patrimoine culturel mène à une redéfinition de la valeur de ce patrimoine. Dans l'un des cas étudiés, l'application de ces directives pousse l'institution à

vendre une statue d'Henry Moore pour des raisons économiques. Sans pour autant conclure que la valorisation culturelle et économique sont mutuellement exclusives, les auteurs notent pourtant que l'affinement de la mesure d'une des deux se fait au détriment de l'autre. S'inscrivant dans une approche constructiviste à la comptabilité dans la tradition de Hines (1988), les auteurs reconnaissent que les principes sous-jacents à la valorisation comptable influent sur la reconnaissance de la valeur et sur le traçage de frontières entre ce qui est mis en avant et ce qui reste invisible. On ne peut pas connaître la valeur dans tous ses détails, donc les choix de mesure effectués privilégient nécessairement une conception particulière de celle-ci. Dans ce cas précis, les auteurs montrent comment la valorisation économique des objets d'art diminue la perception de leur valeur culturelle. Devoir se justifier en termes économiques peut donc pousser en arrière-plan des valeurs non-économiques, menant à leur sacrifice.

### 3.1.2. *L'appel à plus d'accountability dans les ONG*

Une autre catégorie d'organisations non-marchandes qui sont de plus en plus appelées à rendre des comptes sur leurs activités sont les organisations non-gouvernementales (ONG). La littérature en comptabilité sur les comptes demandés aux ONG est relativement récente et reste largement fragmentée (Moxham, 2014) mais en 2006, un numéro spécial de la revue *Accounting, Auditing & Accountability Journal* a introduit un riche débat sur le sujet parmi chercheurs en comptabilité. Les auteurs s'accordent à constater que dans un contexte néolibéral de privatisation de l'intérêt collectif, les ONG comblent le vide laissé par les États (Kamat, 2004; Unerman & O'Dwyer, 2006a). Pendant longtemps, ces organisations bénéficiaient de la confiance qui leur était accordée sur la seule base de leur mandat social à représenter l'intérêt public (DiMaggio & Anheier, 1990). Or, avec la croissance de leur nombre et de leurs activités depuis les années 90, l'accountability des ONG est devenue une question importante (Unerman & O'Dwyer, 2006b). D'une part, avec le transfert de services publics vers ces organisations du troisième secteur, celles-ci sont appelées à rendre des comptes sur leur utilisation de fonds publics (Moxham & Boaden, 2007). D'autre part, Unerman & O'Dwyer (2006a) insistent qu'avec leur montée en puissance et influence, il est logique que ces organisations soient appelées à rendre des comptes, faute de quoi ils risqueraient de perdre leur légitimité aux yeux du public. Les ONG sont donc sous une pression croissante pour rendre des comptes sur leur performance (Campbell, 2002; Hoefler, 2000; Moxham & Boaden, 2007). Les contributions au numéro spécial d'AAAJ montrent que globalement, le style d'accountability que l'on demande aux ONG partage des caractéristiques avec celui imposé aux institutions publiques sous le

NPM. Premièrement, comme dans le NPM, l'accountability des ONG semble s'exprimer par une production amplifiée d'informations comptables. Ainsi, Goddard & Juma Assad (2006) notent un recours intensifié aux techniques comptables dans les pratiques des ONG en Tanzanie, notamment par la production de reports financiers et d'audit. Que ceux-ci soient plutôt déconnectés des activités réelles des ONG en question n'empêchent pas qu'ils soient considérés comme importants pour construire une crédibilité et une légitimité aux yeux des donateurs. La multiplication des demandes d'accountability émanant de ces derniers provoque une professionnalisation de la fonction comptable dans les ONG étudiées. Or, en même temps, les pratiques comptables pour usage interne stagnent – les ONG étant trop occupées à répondre aux demandes spécifiques de chaque donateur. Les auteurs observent donc un découplage entre les pratiques comptables réalisées pour être communiquées vers l'extérieur et les pratiques comptables internes. En même temps, ils notent une érosion de la culture organisationnelle de ces organisations, qui doivent balancer entre les injonctions issues de leur soumission à ce régime d'accountability particulier – avec un son focus sur l'efficacité organisationnelle, à attester à travers des indicateurs chiffrés précis – et leur vision et identité activistes. C'est donc la pression à se conformer à un régime spécifique d'accountability qui a motivé ces organisations à développer une forme spécifique de comptabilité : « the primary purpose of accounting was its symbolic use in navigating legitimacy » (p. 396).

L'autre parallèle que l'on observe avec le style d'accountability demandé aux structures publiques sous le NPM est le manque de considération pour les contextes spécifiques des organisations à qui on demande des comptes et les tensions que cela peut engendrer. Par exemple, l'étude de Dixon, Ritchie, & Siwale (2006) dévoile des tensions entre une accountability « horizontale » et une accountability « verticale » dans une ONG de microfinance. Pour le bon déroulement de ses activités, cette organisation avait besoin de nourrir des relations de proximité et de confiance avec ses bénéficiaires (accountability « horizontale »), mais avait du mal à marier ces pratiques informelles avec son exposition croissante aux demandes d'une accountability plus formelle (« verticale ») de la part des managers et donateurs. Cette dernière s'exprimait par des demandes pour plus de transparence et un reporting explicite des résultats. Au fur et à mesure que celles-ci s'intensifiaient, les relations de confiance entre agents et bénéficiaires s'effritaient, pendant que les agents cherchaient à cacher ces dysfonctionnements derrière un reporting sélectif et partiel. Il s'agit ici de ce qui a été décrit comme le « paradoxe de l'accountability » (*accountability paradox*), qui s'exprime lorsque l'accountability sur les procédures prend le pas sur l'accountability sur

la performance (Behn, 2001). Dans le cas des ONG, ce paradoxe a été détecté lorsque des demandes d'accountability « hiérarchique », privilégiant une poignée de parties prenantes dominantes, empiètent sur des formes d'accountability « holistique » qui s'adressent à un large éventail de parties prenantes diverses (O'Dwyer & Unerman, 2008). L'accountability hiérarchique ne semble pas approprié dans le cas d'une ONG et peut, comme démontré dans le cas décrit ci-dessus, être contre-productive et compromettre sa valeur sociale (Unerman & O'Dwyer, 2006a). Moxham & Boaden (2007) partagent cette vision critique, en insistant que la multiplication des systèmes de mesure de la performance des ONG ne fait qu'intensifier les contraintes bureaucratiques qui détournent des ressources de leurs missions sociales.

Cette observation est confirmée par Gray, Bebbington, & Collison (2006), qui notent que les demandes d'accountability qui sont actuellement projetées sur les ONG ne sont pas appropriées. Ces demandes sont largement calquées sur le style d'accountability dominant dans le monde des corporations privées, alors que les ONG, en raison de leur proximité avec leurs bénéficiaires, auraient besoin de mécanismes d'accountability moins hiérarchiques. Les auteurs soutiennent que ces demandes sont également inappropriées parce qu'elles proviennent principalement des corporations qui, elles, évitent de rendre des comptes sur l'impact social et environnemental de leurs activités. De ce point de vue-là, la soumission progressive des ONG à un régime particulier d'accountability reflète la volonté des intérêts privés à museler ces organisations qui constituent un contrepoids de plus en plus important à leur puissance. Donc, le dernier point commun à noter avec le régime d'accountability du NPM est l'ingérence progressive de la sphère économique dans d'autres sphères afin de les dominer.

Les auteurs cités ne pensent pas que tout cela veut dire que les ONG ne devraient pas rendre des comptes sur leurs activités, bien au contraire. Pour les raisons évoquées plus haut, liées à leur rôle et leur influence, les ONG devraient absolument communiquer sur comment elles remplissent leurs missions sociales (Unerman & O'Dwyer, 2006b). Mais comme le notent Unerman & O'Dwyer (2006a), il faudrait encore se pencher sur le style d'accountability approprié pour les ONG, qui ont des caractéristiques qui leur sont propres et qui opèrent dans la majorité des cas sans but lucratif. Il y a actuellement un décalage entre les raisons à appeler les ONG à rendre des comptes sur leur performance et les méthodes qui sont employées pour mesurer cette performance (Moxham, 2014). En d'autres termes, la soumission des ONG à un régime d'accountability dérivé du monde des entreprises a tendance à nuire à leur mission sociale.

### 3.2. L'expansion d'un régime particulier d'accountability de soi

L'individu se constitue à travers les relations d'accountability qu'il nourrit avec les autres (Roberts, 1991). L'accountability est donc fondamentale pour le développement de l'individu. En revanche, la littérature sur l'accountability de soi (*self-accountability*) note une tendance à imposer aux individus une forme d'accountability qui est invasive et colonise leurs pratiques. On y trouve les trois caractéristiques du régime d'accountability organisationnelle dérivé du monde des entreprises qui s'étend de plus en plus aux organisations non-marchandes : l'introduction des principes issus du domaine économique, la négation des particularités spécifiques de chaque entité, et le recours intensifié aux techniques comptables. Dans le domaine de l'accountability de soi, l'expansion des « *accountable selves* » se fait en dépit d'une tension entre l'injonction à rendre des comptes sur soi qui soient cohérents, transparents et conformes à des catégories standardisées et l'opacité de chaque individu à soi-même. L'opacité du sujet peut se transformer en une opacité par le sujet, lorsque celui-ci fait des choix qui ne sont pas conformes au régime d'accountability dominant mais qui peuvent, sous certaines conditions, réaliser des changements incrémentaux de ce régime.

#### 3.2.1. L'expansion des « *accountable selves* »

Les appels à l'accountability projetés sur des organisations non-marchandes comme les institutions publiques et les ONG entraînent nécessairement des conséquences pour les individus dans ces organisations. Avec l'expansion d'un régime particulier d'accountability organisationnelle, l'idée que les individus aussi devraient rendre des comptes sur leur comportement et leur performance individuelle se répand. La diffusion de techniques comptables dans les organisations crée la possibilité de quantifier et de mesurer le comportement des individus et d'exercer un contrôle à distance : « The creation, through such accounting technologies, of calculable selves and calculable spaces loosely linked to each other and to centres of calculation provides the possibility of action on the actions of others, guiding individuals without the need for direct control and supervision » (Humphrey, 1993, p. 17). De multiples innovations comptables sont alors développées pour mesurer la performance des individus, comme des tests standardisés pour évaluer des étudiants, des mesures de la performance des employés ou des rankings (Espeland & Sauder, 2007). Ces mesures peuvent être perçues comme invasives : Gely & Caron (2004) parlent d'un « tsunami » de demandes de

transparence et d'accountability. Les réactions des individus qui se savent observés, évalués et comparés ont été documentées dans l'article précurseur d'Espeland & Sauder (2007), qui identifient deux mécanismes sociaux qui en découlent : la prophétie auto-réalisatrice, un processus dans lequel des réactions aux mesures sociales confirment les attentes ou prévisions intégrées dans ces mesures, et la commensuration, la transformation de qualités en quantités pour être mesurées à travers une métrique unique. Si la prophétie auto-réalisatrice est un changement de comportement en anticipation des demandes auxquelles on est soumis, la commensuration décrit une transformation cognitive qui influe sur ce qu'il est possible de voir, « both creating and obscuring relations among entities » (Espeland & Sauder, 2007, p. 16).

Le régime d'accountability auquel sont soumis les individus provoque donc des réactions qui ont leurs répercussions sur comment ils se définissent et s'évaluent eux-mêmes. Selon Roberts (1991; 1996), le régime d'accountability dominant produit des individus peu soucieux de leurs responsabilité morale vis-à-vis des autres. En écho à la littérature sur l'accountability organisationnelle (voir O'Dwyer & Unerman, 2008), il qualifie ce régime comme une forme hiérarchique d'accountability, qui apprend aux individus que leur valeur dérive de leur performance relative à celle de leurs collègues, une performance qui se définit par la réalisation d'objectifs et de normes prédéfinis et qui se mesure au niveau individuel. Les individus cherchent à se conformer à ces normes afin d'obtenir la reconnaissance de leurs employeurs. Paradoxalement, cette quête de reconnaissance sociale en fonction d'une accountability hiérarchique fait que les individus internalisent ces normes et développent une conception d'eux-mêmes en tant qu'êtres solitaires et indépendants. Les catégories comptables dans lesquelles leur performance est évaluée, comme le coût, le profit, ou le retour sur investissement, deviennent le prisme à travers lequel ils se jugent eux-mêmes, et jugent leur relation aux autres (Roberts, 1991, p. 362).

L'injonction à se conformer à une image prédéfinie en fonction de catégories économiques standardisées s'accompagne d'une injonction à la transparence qui a également été décrite comme problématique. S'inspirant de la pensée de Judith Butler (2005), la transparence comme mécanisme d'accountability de soi a été élégamment décrit par Roberts (2009). L'auteur reconnaît le potentiel de la transparence comme antidote aux secrets locaux potentiellement nocifs aux non-initiés. Or, en raison des effets négatifs qu'elle peut provoquer sur les sujets, surtout dans sa version totalisante, l'injonction à la transparence seule ne saura pas permettre une véritable accountability vis-à-vis des autres. Roberts soutient que la transparence totale est

une fantaisie impossible, mais qui est quand-même partagée par beaucoup d'acteurs. Plutôt que d'être un processus neutre de « rendre visible ce qui était dans l'obscurité », la transparence a des effets souvent contre-productifs sur le sujet, qui est encouragé à se dévoiler, mais qui se sent humilié et exposé dans sa tentative à se conformer à cet idéal impossible (p. 958). Il s'agit ici aussi d'une forme d'accountability qui pousse les individus à se considérer comme des sujets solitaires obsédés par l'optimisation de soi, plutôt que comme des êtres sociaux qui se définissent à travers leurs relations aux autres. L'accountability qui implique une transparence totale ne demande pas de prendre une responsabilité vis-à-vis des autres, car « if there is responsibility here it is only a responsibility for the self, in this way transparency reproduces the self-interested opportunism that economics takes as natural and given » (ibid., p. 967). Comme pour les ONG qu'on force à rendre transparentes leurs activités dans des catégories prédéfinies, ne reconnaissant pas leur caractère processuel et parfois opaque (voir Goddard & Juma Assad, 2009), et qui produisent des comptes erronés, partiels ou sélectifs, les individus à qui on demande une transparence totale auront tendance à produire des comptes fictifs, dans lesquels ils se représentent comme des entités autonomes, isolées de l'influence des autres. Dans la continuité de la pensée de Levinas (1991) et de Butler (2005), Roberts plaide pour une forme « intelligente » d'accountability de soi, plus réflexive et consciente des limites de ce qu'il est possible de savoir à l'avance, plus indulgente face à nos failles et insuffisances, et plus consciente de l'interdépendance que nous partageons tous.

### 3.2.2. *L'acte problématique de rendre des comptes*

Dans un essai paru la même année, dans la même revue et mobilisant le même cadre théorique, Messner (2009) commente les limites inhérentes à l'acte de rendre des comptes sur soi-même. En reprenant littéralement les termes introduits par Butler (2005), Messner décrit le sujet comme opaque à lui-même, car il ne peut pas jamais complètement connaître les raisons qui l'ont poussé à agir ou à prendre telle ou telle décision, raisons qui peuvent aller au-delà de ce qui est possible de décrire en termes comptables. En même temps, il est exposé à une demande qui vient de l'extérieur et qui colonise ses pratiques. Car l'individu à qui on demande de rendre des comptes sur son comportement en fonction d'un régime d'accountability particulier doit répondre à cette demande en se conformant à un certain nombre de normes qu'il n'a pas choisies. Sa réponse est donc médiée par ces normes, qui relèvent d'un régime d'accountability particulier et déterminent sa reconnaissabilité au sein de la communauté soumise à ce régime. Quand les individus sont appelés à rendre des comptes en fonction de styles d'accountability



en conflit, comme lorsqu'un chef d'entreprise doit se légitimer vis-à-vis de ses actionnaires mais également vis-à-vis d'autres parties prenantes pour qui la maximisation du profit n'est pas le principe conducteur, la solution qui s'impose souvent est de définir l'accountability de manière réduite, reflétant les seules préférences du groupe dominant. C'est ce qui s'est passé, par exemple, dans le développement des normes comptables par les organismes normalisateurs aux États-Unis. Comme l'a montré Young (2006), les besoins d'information d'un groupe réputé homogène d'utilisateurs, à savoir les prêteurs et investisseurs, ont largement façonné la conception de ces normes comptables. L'expansion d'un régime d'accountability *particulier*, dans lequel l'efficacité économique est le principe dominant, n'est donc pas seulement la cause, mais également la conséquence du « tsunami » d'injonctions à l'accountability (Gely & Caron, 2004) qui s'abat sur les individus. Ne pouvant pas répondre à la multitude de demandes parfois conflictuelles, on a tendance à privilégier les demandes émanant des groupes dominants, ou on cherche à aligner des demandes contradictoires. La réponse ne peut jamais être complètement satisfaisante. L'acte de rendre des comptes sur soi-même est donc intrinsèquement problématique. En citant Butler (2005), Messner défend une accountability « imparfaite », qui continue de demander et de rendre des comptes, mais qui reconnaisse en même temps le caractère nécessairement insatisfaisant des comptes qui sont rendus : « By not pursuing satisfaction and by letting the question remain open, even enduring, we let the other live, since life might be understood as precisely that which exceeds any account we may try to give of it. If letting the other live is part of any ethical definition of recognition, then this version of recognition will be based less on knowledge than on an apprehension of epistemic limits » (Butler, 2005, p. 42).

La littérature sur la accountability de soi (*self-accountability*) constate l'expansion d'un régime d'accountability qui partage les mêmes traits caractéristiques que celui qui concerne les organisations. Il s'agit de l'affirmation du principe d'efficacité économique comme central à l'accountability des individus, de l'évaluation de leur performance en fonction de catégories prédéfinies et standardisées et de l'expansion d'*accountable selves* dont la performance est évaluée, comparée et hiérarchisée à travers des techniques comptables. Le caractère problématique de ce phénomène et ses effets souvent contre-productifs ont été constatés par des chercheurs en comptabilité qui se sont inspirés par la pensée de Judith Butler, pour qui l'accountability envers soi et envers les autres inclue nécessairement la reconnaissance de nos insuffisances mais aussi de notre opacité commune.

### 3.2.3. Opacité et itérations : la performativité critique

Comme l'a décrit Messner (2009), les pratiques comptables des individus lorsqu'ils rendent des comptes sur eux-mêmes et leurs activités doivent elles-mêmes correspondre à certains critères comptables pour être légitimes et reconnues : les individus à qui on demande des comptes doivent s'adapter aux normes qui structurent la scène de cette demande (p. 933). Ces critères dérivent du régime d'*accountability* qui est devenu dominant, aussi bien pour les organisations que pour les individus. Il s'agit d'un régime où le style d'*accountability* demandé se mesure en termes comptables, dont le principe conducteur est celui de l'efficacité économique et qui privilégie la standardisation à la diversité. Ce principe et ces termes s'appliquent aux comptes que les individus rendent sur eux-mêmes mais également aux comptes qu'ils rendent sur leurs activités au sein des organisations. Lorsqu'un individu produit des comptes qui ne correspondent pas à ces critères, cela crée une opacité qui entrave sa reconnaissabilité au niveau d'une organisation ou d'un champ. Les individus peuvent avoir des raisons personnelles à ne pas se conformer à ces critères, malgré le manque de légitimité et de crédibilité que cela engendre pour eux. Par exemple, les managers en RSE étudiés par Grisard et al. (2020) avaient certaines convictions personnelles sur la dimension éthique de la responsabilité de l'organisation pour laquelle ils travaillaient qui ne correspondaient pas au narratif économique que celle-ci avait construit autour de ses activités de RSE. Lorsque l'une des managers se permet de lancer des actions qui ne sont pas conformes à ce narratif, elle perd en reconnaissabilité aux yeux de ses collègues : « I remember having seen Charlotte a day after one of her presentations on the rural lab to the strategic marketing team. She was happy because she told me they liked the project and seemed to understand its social dimension. The next day, I met again with Charlotte after a meeting with marketing employees responsible for technical development. She had lost her enthusiasm. She told me that the meeting was tough because she acted like a fool by talking too much about the social impact and not concentrating on the accounting figures. She told me she ha[d] to follow the rules better, because after all her job was not just about the social [impact]. (Memories written in the reflexive logbook after the end of the fieldwork period, March 16th, 2013) » (Grisard et al., 2020, p. 16). Dans cet extrait, l'échec de justifier la valeur d'un projet de RSE dans des termes qui correspondent au régime d'*accountability* dominant, et qui se mesure par des chiffres comptables (*accounting figures*) compromet la communication entre Charlotte et ses collègues. Dans ce cas précis, le récit proposé par Charlotte était trop éloigné du récit dominant et elle se rend compte qu'elle a perdu en crédibilité. Il fallait donc procéder à une correction pour la prochaine fois : « Her conclusion

—that in future she must be careful to stay within the business case framework when presenting the rural lab—illustrates how the judgement of others foreclosed Charlotte’s personal desire, thus bringing her back within Firm H’s expectations. Charlotte thus reminded herself to perform herself through a more disciplined version of the representation, which she rationalized as being required to achieve her own goals » (Grisard et al., 2020, p. 17). Charlotte effectue donc une forme d’autocensure (*foreclosure*, Butler, 1977) afin de garder sa légitimité et rester reconnaissable aux yeux de ses collègues. En revanche, Grisard et ses collègues montrent également que dans d’autres cas, Charlotte réussit à légèrement reformuler le narratif de RSE en vogue dans l’organisation. Par exemple, grâce à ses efforts, des actions mises en place à destination de populations rurales en Afrique de l’Ouest étaient désormais mieux adaptées à leurs besoins spécifiques et un petit budget avait été libéré pour le département RSE pour mener des initiatives caritatives. En revanche, toutes les autres actions de RSE étaient toujours soumises à l’accountability financière adoptée par l’organisation, qui dictait que les projets devaient être rentables au plus tard 18 mois après leur lancement. Ainsi, le cas montre comment il est possible de réaliser des changements incrémentaux au discours dominant sans pour autant en changer la logique globale. Les auteurs remarquent qu’il serait intéressant d’étudier ce phénomène dans des contextes où la pression à la conformité financière est plus intense (p. 20).

Le cas étudié par Grisard et ses collègues peut être décrit comme un exemple pratique de ce que des chercheurs critiques en management ont appelé la performativité critique (Cabantous, Gond, Harding, & Learmonth, 2016; Spicer, Alvesson, & Kärreman, 2009, 2016). Spicer et ses collègues ont introduit le concept de performativité critique pour décrire comment il est possible d’intervenir dans les discours et outils managériaux de manière subversive, afin d’en proposer des formes alternatives qui ne soient pas tournées vers la recherche d’efficacité, la maximisation du profit et la croissance, mais plutôt vers l’émancipation des individus. Pour expliquer les origines de la notion de performativité, les auteurs citent Austin (1975) et Butler (1990, 1993) et décrivent la performativité comme « a process of doing things and actively producing outcomes » (p. 9). L’idée serait donc de revisiter des discours et des pratiques existants, afin de transformer des relations sociales plutôt que de les reproduire. Cabantous et ses collègues, en réaction, ont critiqué l’interprétation qui est faite du concept de la performativité, qu’ils jugent problématique. Après s’être replongés dans les écrits de Butler, ils tirent l’attention sur l’impossibilité pour un sujet de simplement revisiter le discours pour produire des effets différents dans le monde, étant donné que le sujet est également produit par le discours : « One is subjected and subjectified within discourses, and becomes a subject

through performativity, which is not an act, nor a performance, but constantly repeated ‘acts’ that reiterate norms » (Butler, 1993, p. 240, citée par Cabantous et al, 2016, p. 10). Le changement social, arguent-ils, n’est pas simplement « performé » par un sujet autonome, mais naît dans la répétition d’un discours normé. Le changement résulte de légères reformulations de la norme à chaque répétition. Ainsi, la performativité « cannot be understood outside of a process of iterability, a regularized and constrained repetition of norms. And this repetition is not performed by a subject; this repetition is what enables a subject and constitutes the temporal condition for the subject » (Butler, 1993: 94-5, citée par Cabantous et al., 2016, p. 10). Butler appelle ces répétitions « itérations » Ce sont ces itérations qui donnent un pouvoir performatif à un énoncé, car c’est dans l’itération que la norme qui y est sous-jacente se constitue et se consolide, mais c’est aussi dans l’impossibilité de toujours itérer la norme de manière exactement identique que le changement social peut subvenir (Cabantous et al., 2016, p. 10). Les auteurs tirent en outre l’attention sur la dimension matérielle de la performativité critique, qui d’après eux n’est pas assez mise en avant dans les écrits de Spicer et al., (2009, 2016) : la performativité ne peut pas être réduite au langage mais s’exprime également à travers les outils, les marchés et les institutions.

L’un de ces outils est par exemple la comptabilité. La réinterprétation d’un langage comptable dominant à travers des itérations du langage a été évoquée par Lehman (2017). Son argumentaire critique le style d’accountability étroit de la comptabilité même sociale et environnementale, dans lequel la comptabilité est utilisée pour rendre des comptes sur une réalité réputée préexistante. Lehman propose au contraire d’adopter une vision interprétativiste et pragmatiste de la comptabilité, dans laquelle la vérité est le produit du langage. Une fois qu’on a pris au sérieux sa dimension linguistique et créatrice, on peut utiliser la comptabilité pour explorer de nouveaux narratifs sur l’humanité dans le monde, car « every language user is reshaping it through use and interaction with the natural world » (Lehman, 2017, p. 35). Or, cela demande de se distancier du style d’accountability dominant, basé sur une conception étroite de la comptabilité comme représentation d’une réalité externe qu’il s’agit de communiquer à travers un prisme économique à des parties prenantes principalement économiques, comme des prêteurs et investisseurs. Lehman appelle à réformer le régime qui impose ce style, et à introduire une accountability non pas envers ces parties prenantes économiques, mais envers la nature et envers soi comme être moral et connecté au monde. Dans le sens où ce régime est interprétativiste et exploratoire, il entraîne nécessairement une opacité par rapport au régime d’accountability aujourd’hui dominant, qui considère la comptabilité

comme représentation et l'accountability comme une obligation à rendre des comptes dans des catégories prédéfinies. Il s'agit ici de la différence entre la comptabilité comme technique et la comptabilité comme pratique sociale, argue aussi Messner (2007), qui rapproche cette distinction de celle entre responsabilité et accountability. Quand on accepte la définition de la comptabilité comme pratique sociale, la dimension morale de la comptabilité s'étend au-delà du conformisme à un style d'accountability particulier ; la responsabilité s'exprime quand ce style d'accountability devient lui-même objet de réflexivité critique (p. 49 – 50).

### 3.3. Professionnalisation et accountability des analystes extra-financiers

« Accounting should be accounted for » (Hopwood, 1995). En tant que groupe de professionnels dont le métier consiste à produire des comptes sur la performance des entreprises, les analystes extra-financiers sont eux-mêmes soumis à un régime d'accountability particulier qui dicte la forme et le contenu de ces comptes. Initialement positionnés en opposition aux analystes financiers classiques, les analystes extra-financiers se sont financiarisés en se professionnalisant (Penalva Icher, 2016). Cherchant à compléter les analyses financières jugées insuffisantes, les analystes extra-financiers ont réinventé les méthodes d'analyse mais non pas ses présupposés. En montant en légitimité au sein des marchés financiers, les conditions de leur reconnaissance professionnelle se conjuguent de plus en plus avec celles des analystes financiers. Mais les caractéristiques propres aux éléments extra-financiers complexifient la validation d'une expertise extra-financière selon les mêmes critères que l'expertise financière.

#### 3.3.1. *Les déterminants de la production épistémique des analystes financiers*

Dans la littérature mainstream en finance et en comptabilité, les analystes financiers sont généralement considérés comme des acteurs-clé de l'allocation efficiente des ressources. Dans leur rôle d'intermédiaire entre investisseurs et entreprises, ils sont censés contribuer à la liquidité des marchés financiers et accroître la confiance des investisseurs (Arvidsson & Johansson, 2019; Beyer, Cohen, Lys, & Walther, 2010; Bradshaw, Ertimur, & O'Brien, 2017; Clatworthy & Lee, 2018; Johansson, 2007). Ils contribueraient au bon fonctionnement des marchés financiers par la recherche, l'interprétation et la diffusion d'informations (Bradshaw et al., 2017). L'étape d'interprétation y est centrale, et consisterait à « clarify publicly available information, offer [...] opinions on issues raised through public disclosures, compare

information with objective benchmarks, and quantitatively assess management's subjective statements » (Huang, Zang, & Zheng, 2014, p. 2). L'interprétation de l'analyste doit donc être capable, par des évaluations quantitatives et la comparaison avec des benchmarks « objectifs », d'objectiver la communication subjective publiée par les managers. L'analyste doit être un intermédiaire neutre et n'est pas censé se faire influencer par ses propres convictions (Salzedo, Young, & El-Haj, 2018). Or, l'occurrence d'un certain nombre de scandales financiers dans les années 2000 ainsi que la crise financière de 2008 ont jeté le doute quant à l'objectivité des analystes dans leur rôle de « garde-fous » sur les marchés financiers (Clatworthy & Lee, 2018; Coffee Jr., 2006). La finance comportementale s'est penchée sur les raisons qu'ils pouvaient y avoir à ces problèmes ; des concepts issus de la psychologie comme le « biais » et la « dissonance cognitive » ont ainsi été introduits pour expliquer certains « défauts » dans la production épistémique des analystes (Olsen, 2008; Wu & Lin, 2009).

Des contributions en sociologie économique et en sociologie de la quantification ont critiqué les présupposés de la théorie financière classique, selon laquelle l'analyste financier agit comme intermédiaire neutre qui contribue à la fluidification des marchés en comblant les lacunes informationnelles des investisseurs. Ces présupposés de neutralité et d'objectivité sont basés sur une vision de l'avenir comme mathématiquement calculable, étant donné que le rôle des analystes est d'estimer la valeur nette actualisée des actifs. Certains économistes les ont contesté avec un recours à l'incertitude selon Frank Knight, qui avance que compte tenu de l'incertitude radicale qui nous empêche de prédire les événements futurs, les décisions prises sur l'avenir sont toujours basées sur des informations partielles (Knight, 1921). C'est pourquoi Beunza & Garud (2007) proposent de conceptualiser les analystes financiers non pas comme des agents économiques neutres contribuant à l'efficacité informationnelle des marchés mais comme des « fabricants de cadres calculatoires » (*framemakers*) qui aident les investisseurs à naviguer dans un monde incertain. Ces cadres ne sont pas des dispositifs neutres et objectifs mais des outils interprétatifs qui permettent, par exemple, l'identification de seuils de référence quantitatifs susceptibles de guider les investisseurs. Mais comment exactement les analystes fabriquent-ils leurs cadres calculatoires ? Si ceux-ci sont le fruit de leur interprétation, quels sont les facteurs qui guident leurs choix interprétatifs ?

Des approches néo-institutionnelles ont mis en évidence l'encastrement des analystes dans des réseaux sociaux comme déterminant pour leurs processus de production épistémique. Leur travail serait en large partie orienté sur le maintien de leurs rapports sociaux avec investisseurs

et managers : aux investisseurs, ils chercheraient ainsi à donner l'impression d'indépendance en même temps qu'une proximité suffisante avec les managers pour pouvoir baser leurs évaluations sur des informations personnelles, aux managers, ils voudraient susciter l'impression que leurs confidences seront récompensées pour préserver un accès privilégié aux informations (Fogarty & Rogers, 2005). Des évaluations trop pessimistes risqueraient de compromettre leurs rapports avec les managers ; les analystes auraient donc tendance à privilégier des estimations optimistes. Afin de maintenir leur rôle et justifier leur valeur ajoutée à l'égard de ces deux catégories d'interlocuteurs, les analystes financiers auraient intérêt à créer des cadres suggérant qu'ils peuvent produire des informations fiables et crédibles sur la performance financière future des entreprises (Fogarty & Rogers, 2005), même si cela va à l'encontre du concept d'incertitude radicale de Knight.

### *3.3.2. Le processus de professionnalisation des analystes extra-financiers*

Les analystes extra-financiers qui travaillaient dans les structures de l'ISR dans les années 90 et 2000 se sont initialement positionnés en opposition aux analystes financiers. Ironiquement, cette opposition ne reposait pas sur une remise en cause des présupposés d'objectivité et de neutralité autour de la profession d'analyste. Au contraire, la perte de foi dans le système financier et ses mécanismes causée par un certain nombre de scandales financiers (comme la faillite d'Enron en 2001, qui n'avait pas été anticipée par les analystes) leur a permis de présenter l'analyse extra-financière comme un moyen de mieux prédire de la santé financière des entreprises, car englobant des critères habituellement laissés de côté par les analystes financiers (Penalva Icher, 2016). En insistant sur leur supériorité méthodologique, les premiers analystes extra-financiers se sont donc présentés comme capables de surmonter les défauts cognitifs de leurs collègues financiers. En cherchant à vendre une expertise qui serait encore plus que l'analyse financière capable de s'aligner avec les dogmes financiers, les analystes extra-financiers ne se sont pas positionnés comme catégorie professionnelle à part entière mais toujours par rapport aux analystes financiers. La professionnalisation de l'analyste extra-financier repose donc sur un paradoxe : « en revendiquant la production d'une analyse différente et à part de l'analyse financière, ce groupe professionnel est obligé de se repositionner au sein du segment professionnel financier » (Penalva Icher, 2016, p. 153). La « financiarisation » de l'analyste extra-financier s'opère par son déplacement des agences de notation extra-financière vers les établissements financiers ainsi que par le développement des « outils adaptés au raisonnement financier » (Penalva Icher, 2016, p. 156). En insistant sur une

valeur ajoutée financière, c'est-à-dire sur le « mythe originel » de l'ISR selon lequel les fonds d'investissement sélectionnés à partir de critères à la fois financiers et extra-financiers seraient sur-performants par rapport aux fonds d'investissements classiques (mythe contredit par la logique financière, qui cherche toujours à arbitrer, sans autre contraintes que financières, les couples risques-rendement pour optimiser la performance d'un portefeuille), ils n'ont pas réussi à s'affirmer comme catégorie professionnelle à part entière. Après tout, l'analyse extra-financière consiste à ramener ce qui est du domaine de l'extra-financier au cœur de la finance (Penalva Icher, 2016, p. 156).

L'étude de Chambost et Benchemam, menée en 2010, donnait déjà des indications de cette tendance. Dans leur article intitulé « Quand l'analyse extra-financière devient financière », les auteurs étudient le processus de professionnalisation des analystes extra-financiers issus des premières agences de notation sociale qui intègrent les structures de l'intermédiation financière. Leurs résultats indiquent que si l'analyse extra-financière bénéficie désormais d'une certaine légitimité au sein du monde financier, celle-ci passe par l'adaptation aux dispositifs de reconnaissance professionnelle des analystes financiers : « [L'analyste extra-financier] est clairement invité à s'inscrire dans un processus de conquête des attributs de reconnaissance de l'analyste financier classique, qu'il s'agisse de raisonnements financiers, d'horizons temporels ou de recherche d'une traduction financière risques-opportunités orientant le contenu de l'analyse » (p. 25-26).

Mais les difficultés propres à l'évaluation des informations extra-financières complexifient ce processus de financiarisation et donc de légitimation de l'analyste. La construction d'une expertise calculatoire extra-financière qui devrait répondre aux mêmes critères que l'analyse financière entraîne des tensions.

### *3.3.3. Légitimité et tensions dans le processus de production d'une expertise extra-financière*

Dans la continuation des travaux de Power (1996), O'Dwyer (2011) a étudié comment des auditeurs financiers ont cherché à construire la pratique de l'audit extra-financier et comment ces efforts ont contribué à rendre le reporting extra-financier auditable. Ces auditeurs issus des deux des quatre principales sociétés d'audit (les *big four*) se sont donnés pour mission de vérifier la « fiabilité » et la « complétude » du reporting extra-financier. O'Dwyer note les



arguments avec lesquels ces auditeurs essaient de légitimer leur expertise dans ce nouveau domaine : le besoin d'un contrôle « objectif » et « indépendant » nécessiterait ainsi le recours aux techniques classiques de l'audit financier (p. 1262). En revanche, le transfert des pratiques d'audit traditionnelles sur des données qualitatives et ambiguës entraîne des difficultés, et les auditeurs sont obligés d'avoir recours à l'évaluation instinctive, au cas par cas. Le processus devient plus systématique avec le temps, mais la pratique reste très intuitive et improvisée (p. 1260). L'auteur note la vision d'un des auditeurs pionniers parmi ses interviewés, qui avance que les informations extra-financières sont peut-être inadaptées à la standardisation, étant donné que ce qui est considéré comme durable fluctue dans le temps (Wallage, 2000). Il note également que dans le cas de l'audit extra-financier, l'innovation pourrait être freinée par la nécessité perçue de s'appuyer sur les techniques et procédures de l'audit financier, nécessité liée aux conditions de reconnaissance de l'expertise propres à la communauté d'auditeurs : « evidence is not natural, but always relative to the rules of acceptance for particular communities » (Power, 1999, p. 69).

La communauté auprès de laquelle les analystes extra-financiers recherchent une reconnaissance pour leur expertise est celle des investisseurs financiers. C'est pourquoi le processus de financiarisation de la performance ESG et de l'évaluation extra-financière décrit ci-dessus leur confère une légitimité professionnelle. Mais cette légitimité vient à un prix : « ESG analysts argue that the financialization processes give them legitimacy, but they also confess that these obligations conflict with their own value systems that do not lend themselves to financial numbers » (Arjaliès & Bansal, 2018, p. 5). En effet, beaucoup d'analystes extra-financiers choisissent leur métier par conviction ; ainsi, les premiers acteurs du marché français de l'ISR interrogés par Élise Penalva Icher mentionnent des convictions politiques, religieuses ou écologiques pour expliquer leur entrée dans le champ de l'analyse extra-financière. Certains, en fin de carrière dans la finance classique, décrivent leur reconversion tardive comme le reflet d'une volonté de « faire avancer des idées [qu'ils n'avaient] pas [pu] appliquer pendant [leur] vie professionnelle » (Penalva Icher, 2016, p. 148).

L'analyse extra-financière se distingue donc de l'analyse financière par sa dimension éthique, or, cette dimension est refoulée dans le processus de production d'une expertise extra-financière. Les analystes étudiés par Mehrpouya & Samiolo (2016), dont la mission était de produire un ranking des entreprises pharmaceutiques en fonction de l'accès aux médicaments qu'elles accordent aux pays en développement, étaient explicitement invités à se distancier de

leurs convictions politiques, afin de détecter et d'éliminer les « biais » personnels qui risqueraient de compromettre l'objectivité et l'interchangeabilité de leurs analyses. Pour s'approcher le plus possible de l'objectivité mécanique (*mechanical objectivity*), la fondation à l'initiative du ranking impliquait ses analystes dans un certain nombre de rituels pensés pour « dompter » leurs convictions politiques (*taming political selves*, p. 21). Ces rituels – discussions collectives, échanges de points de vue, comparaisons d'analyses – étaient des manières d'« effacer des émotions personnelles » et d'analyser comme un « robot », même si la fondation savait bien que cela ne marcherait jamais complètement (p. 22). Les analystes étaient donc invités à s'engager dans un travail réflexif sur comment ils pouvaient séparer leur identité politique de leur identité professionnelle, réputées irréconciliables.

Les analystes ESG étudiés par Arjaliés et Bansal (2018) semblent avoir eu plus de marge de manœuvre pour réconcilier leurs convictions et les injonctions liées à leur profession. Ils pouvaient en effet choisir de communiquer leurs jugements non pas par des agrégats chiffrés qui ne correspondent pas à leur jugement qualitatif mais par des visuels, leur attribuant plus de « liberté » et de « pouvoir humain » (p. 15). Le fait d'utiliser des emojis plutôt que des chiffres leur permettait en outre d'insister sur la valeur intrinsèque des thématiques sociales et environnementales : « They insisted that ESG issues were important for what they were—societal issues—not only for their contribution to the corporation's financial performance. Emojis and their personal comments incarnated the ESG analysts' “passion” and their “fight” for societal concerns » (p. 16).

La tension entre l'éthique et le financier dans la production d'une expertise extra-financière se retrouve également dans la thèse auto-ethnographique de Robert Earhart (2011). Ancien consultant indépendant en développement durable, Earhart analyse ses propres difficultés à confronter les « contradictions inhérentes au domaine de la RSE » (p. 176). Dans sa thèse, il analyse le discours d'un groupe de professionnels de la RSE entre 2002 et 2009, les « années pionnières » des professions de conseil en développement durable. Il examine ses propres doutes et souffrances en tant que professionnel continuellement confronté aux contradictions inhérentes à l'intégration des idéaux de durabilité dans un paradigme économique capitaliste. Pour continuer à travailler malgré ce paradoxe, Earhart propose une approche éthique dérivée de la pensée de Levinas interprétée par John Roberts, *ethics as responsibility* : une posture éthique de responsabilité à l'égard de l'autre qui reconnaît notre interdépendance humaine et demande de se distancier de l'idée fictive de l'individu comme entité autonome (p. 177). Cette

interprétation ouvrirait également la voie à une autre forme de comptabilité, qui reconnaît l'incohérence et la vulnérabilité que nous partageons tous et permet ainsi d'être plus réflexif à l'égard des objectifs de durabilité que nous nous fixons.

La RSE et l'ESG sont donc des domaines pleins de contradictions. Les tensions qui semblent inhérentes à la construction de narratifs sur la performance extra-financière des entreprises (Gray, 2010; Hahn, Figge, Pinkse, & Preuss, 2018; Van der Byl & Slawinski, 2015) sont liées à la tentative de produire des comptes cohérents et standardisés sur une réalité fluctuante et multifactorielle, susceptible de faire écho aux convictions éthiques et politiques. Si l'analyse extra-financière consiste « à ramener ce qui est du domaine de l'extra-financier au cœur de la finance » (Penalva Icher, 2016, p. 156) alors qu'il est « impossible » et « inadéquat » de rendre des éléments extra-financiers calculables pour les investisseurs (Roberts & Young-Ferris, 2018), l'analyste extra-financier se trouve dans une impasse. Tant que la profession d'analyste extra-financier se définit sur les mêmes présupposés et cherche sa reconnaissance selon les mêmes critères que celle d'analyste financier, les analystes extra-financiers seront toujours confrontés à des tensions.

C'est effectivement ce que constatent certains chercheurs du courant *business & society* (Louche & Dumas, 2018; Louche & Lydenberg, 2011). Mais affirmer que l'analyse extra-financière comporte des tensions irrésolubles et en faire l'inventaire (Dumas, 2015) ne nous permet pas de penser ce qui importe véritablement ici : comment toutes ces injonctions influent sur le processus d'évaluation (et donc de production) de la performance ESG. Car dans un contexte où la régulation émane de plus en plus d'acteurs privés (Vogel, 2008) et où les autorités publiques semblent confier la résolution de problèmes globaux comme le changement climatique aux marchés financiers (Chiapello, 2020), il est important de comprendre comment les analystes extra-financiers construisent cette performance qui va guider des décisions vitales d'investissement.

#### 4. Introduction du cadre théorique : la reconnaissance selon Honneth et Butler

Mes connaissances préalables ainsi que le travail de théorisation effectué à travers l'écriture de la revue de littérature m'ont fait réaliser l'importance de la reconnaissance pour le travail des

analystes. C'est pourquoi je propose de me tourner vers deux philosophes contemporains de la reconnaissance, Axel Honneth et Judith Butler, pour construire mon cadre théorique. Le cadre théorique sera brièvement présenté ici, mais commenté plus en détail dans la discussion, où je l'applique aux résultats de ma recherche.

Le point en commun entre Honneth et Butler est leur conception intersubjective de l'individu, qu'ils définissent par sa vulnérabilité relevant de l'exposition aux autres. Ce sont les autres qui accordent à l'individu la reconnaissance dont il a besoin pour exister. Les deux philosophes ont toutefois une vision différente de l'autonomie de l'individu. Ainsi, Axel Honneth, représentant actuel de l'École de Francfort et penseur de la théorie critique, considère la reconnaissance comme constitutive du sujet autonome, même si cette autonomie est « décentrée » car le résultat d'une relation réciproque : une relation de reconnaissance implique la capacité de se mettre à la place de l'autre. A l'inverse, Judith Butler, philosophe connue pour ses travaux sur le genre et les normes, souligne l'asymétrie de la reconnaissance comme relation de pouvoir et critique la possibilité d'un sujet autonome (Ong-Van-Cung, 2010, p. 120).

La reconnaissance selon Axel Honneth est habituellement employée dans sa dimension intersubjective, comme processus d'acceptation sociale. Les individus luttent pour leur reconnaissance et c'est à travers ces luttes qu'ils s'affirment comme individus qui existent au sein d'un champ social. Or, chez Honneth, la reconnaissance peut également se comprendre comme relation primaire qui lie l'individu à son monde et qui précède la connaissance. Il s'agit d'abord de reconnaître les éléments de notre monde avant de produire des connaissances sur celui-ci. C'est pourquoi je propose de mobiliser la reconnaissance selon Honneth pour penser le processus de production de la performance ESG par l'analyste (*reconnaissance par l'analyste*). La performance ESG en tant qu'entité externe statique, mesurable et saisissable par des indicateurs adéquats n'existe pas (Boiral & Henri, 2015). C'est pourquoi il faut la créer, précisément en définissant ces indicateurs (adéquats ou non). Il faut trier entre des informations pertinentes et non-pertinentes, celles qui seront mesurées par des indicateurs et celles qui ne le seront pas. En sélectionnant les critères sur lesquels ils vont juger une entreprise, les analystes reconnaissent ce qui relève de la performance ESG et ce qui reste hors champ.

Or, la revue de littérature montre que l'analyste n'est pas autonome dans le processus de production de la performance ; il est soumis à diverses injonctions qui encadrent et orientent ses choix méthodologiques. Ces injonctions sont notamment de nature discursive et

épistémique : pour se faire comprendre, l'analyste doit être reconnu comme professionnel capable de produire des comptes conformes à un ensemble de normes en vigueur dans un champ donné (*reconnaissance de l'analyste*). En d'autres termes, le processus de reconnaissance par l'analyste par son travail cognitif est influencé et orienté par un certain nombre de *conditions de la reconnaissance* de l'analyste en tant que professionnel et de la reconnaissabilité des comptes qu'il produit. Pour explorer ces conditions, je propose de m'inspirer de la philosophie de Judith Butler. Le travail de Butler se focalise sur les conditions sous lesquelles un désir rencontre une reconnaissance : quelles sont les normes sociales qui rendent cette reconnaissance possible ? Si beaucoup de ses œuvres se concentrent sur le cas des groupes sociaux stigmatisés ou méconnus, ses concepts ont déjà été mobilisés dans la recherche critique en comptabilité pour explorer les limites de la transparence (Roberts, 2009) ou de l'accountability (Messner, 2009). Je me positionne dans la continuité de ces travaux en m'inspirant de la pensée Butler afin d'explorer les limites que les analystes rencontrent quand ils produisent la performance ESG.

#### 4.1. Axel Honneth : la reconnaissance précède la connaissance

Selon Axel Honneth, la société se structure autour de luttes pour la reconnaissance dans le domaine des affects et des besoins (sphère de « l'amour »), de la responsabilité morale envers les autres considérés comme égaux (sphère du « droit ») et des capacités (sphère du « social »). La genèse intersubjective de l'individu résulte de sa reconnaissance dans chacun de ces domaines, d'où il tire respectivement sa confiance en soi, son respect de soi et son estime de soi. La justice ou l'injustice dépend alors de l'adéquation entre les attentes de reconnaissance formulées par les acteurs et les manifestations de reconnaissance accordées par les autres. Le rapport à soi est ainsi conditionné par des relations sociales. La lutte pour la reconnaissance peut s'exprimer de différentes manières, et ne se limite pas aux revendications exprimées par les acteurs sous forme de discours. En fait, le déni de reconnaissance des individus peut les rendre inaptes à utiliser le discours pour s'exprimer. C'est en effet la reconnaissance obtenue dans chacune des trois sphères qui précède et conditionne la formation d'individus autonomes, capables de participer pleinement à la vie en société (Tweedie, 2018).

Dans la recherche en comptabilité, c'est cette interprétation de la reconnaissance comme constitutive d'une identité à l'intérieur d'une sphère sociale donnée qui a inspiré Morales (2019) et Morales & Lambert (2013). Ces auteurs étudient les façons dont des comptables, soumis aux

pressions normatives liées à une représentation idéalisée de leur identité professionnelle, luttent pour la reconnaissance accordée par des membres réputés de leur organisation. Morales (2019) insiste sur la reconnaissance sociale comme caractéristique d'une identité professionnelle, liée à des catégories symboliques partagées dans certaines communautés de professionnels malgré les contextes locaux spécifiques dans lesquels ils travaillent. C'est également la reconnaissance comme gage de légitimation sociale dans un champ donné qui est au cœur de la thèse de Gaudy (2020). Elle dévoile le besoin de reconnaissance sociale exprimée par les auditeurs financiers travaillant dans la vérification des données RSE dans un petit cabinet d'audit, alors que ce nouveau domaine d'audit est dominé par les grands cabinets. Les auditeurs étudiés souffrent d'un manque de légitimité due à la faible maturité du domaine de la vérification RSE et de la concurrence des cabinets « big 4 », qui, eux, ont comme clients des grandes entreprises qui prennent la RSE au sérieux. D'autres références à la théorie d'Axel Honneth dans la littérature en comptabilité concernent également la dimension sociale de sa théorie de la reconnaissance : pour théoriser l'insuffisance de la comptabilité pour rétablir la justice sociale et accorder la reconnaissance à un groupe social marginalisé (L. S. Oakes & Young, 2010) ; pour théoriser les inégalités économiques (Tweedie & Hazelton, 2019), surtout quand celles-ci sont le résultat de pratiques comptables (Tweedie, 2018).

Mais la reconnaissance selon Honneth ne se limite pas à une lutte sociale. Antérieurement à ces luttes a lieu une forme plus fondamentale de reconnaissance. Car Honneth qualifie également de « reconnaissance » la forme authentique de notre relation au monde qui prend la forme d'un engagement primaire, c'est-à-dire « une attitude participante et engagée » (Honneth, 2007, p. 52). Cet engagement primaire s'exprime aussi bien à l'égard du monde que vis-à-vis d'autres humains. Il nous rend capable d'adopter le point de vue de l'autre et est ainsi primordial aux processus de reconnaissance sociale décrits ci-dessus, qu'il précède. Il existe donc, pour Honneth, une étape préalable à la reconnaissance dans les trois sphères de sa typologie. Au cours de sa socialisation, l'individu apprend à intérioriser les normes de la reconnaissance qui sont propres à sa culture et donc « la nature de ce qu'[il] peut attendre d'autrui, celle des obligations qui pèsent sur [lui], celle des comportements auxquels [il] peut [se] fier » (Honneth & Haber, 2008, p. 102). Mais avant tout ça, il faut reconnaître l'autre comme un prochain, sans quoi il ne serait pas capable de lui attacher les valeurs sociales de sa société et son époque. Cette reconnaissance préalable, pour Honneth, précède l'internalisation des normes de la reconnaissance.

Il en est de même pour le monde qui nous entoure : la reconnaissance décrit également « l'importance existentielle qu'un objet possède pour un sujet » (Honneth & Haber, 2008, p. 100). Car pour Honneth, la reconnaissance constitue notre rapport originaire au monde et précède la connaissance. Il cite Dewey (1931), pour qui la production intellectuelle se base d'abord sur un mouvement d'identification qualitative, assimilable à une situation vécue, suivi par une prise de distance pour permettre un traitement rationnel afin de produire des distinctions explicites. Antérieure au rapport théorique ou rationnel qu'on entretient avec les objets sur lesquels on cherche à construire une connaissance quelconque, se trouve ainsi une « découverte » qualitative. L'intuition, selon Dewey, peut ainsi être décrite comme la réalisation d'une qualité sous-jacente (*pervasive quality*) qui ensuite se trouve explicitée par une élaboration rationnelle (Dewey, 1931, p. 100). Cette qualité sous-jacente est « perçue » plutôt que « pensée » (*ibidem*). Il donne l'exemple de l'appréciation artistique qui s'exprime d'abord par une exclamation d'admiration (« Oh ! »), pour ensuite être justifiée en référence à ses propriétés distinctes qu'il s'agit de décrire avec des termes précis tels la symétrie, l'harmonie, le rythme, la mesure et la proportion (*ibidem*, p. 101). Ces deux étapes – expérience qualitative suivie par des élaborations rationnelles pour la restituer en termes cohérents et acceptés – caractérisent selon Dewey non seulement la production du jugement artistique mais également la production scientifique. Or, surtout dans cette dernière, on a tendance à oublier cette expérience qualitative sous-jacente : « Failure to realize the qualitative and artistic nature of formal scientific construction is due to two causes. One is conventional, the habit of associating art and esthetic appreciation with a few popularly recognized forms. The other cause is the fact that a student is so concerned with the mastery of symbolic or prepositional forms that he fails to recognize and to repeat the creative operations involved in their construction. Or, when they are mastered, he is more concerned with their further application than with realization of their intrinsic intellectual meaning » (*ibidem*, p. 102).

Si c'est la deuxième étape de rationalisation qui va permettre de porter un jugement sur l'objet qualitatif précédemment reconnu, Honneth, suivant Dewey, insiste que ce deuxième mouvement d'abstraction ne doit jamais occulter le premier, au risque d'oublier la finalité même de l'activité cognitive : « pour que le but de l'ensemble des opérations de pensée reste accessible, il faut toujours garder à l'esprit en arrière-plan le fait qu'elles trouvent leur origine dans une expérience qualitative » (Honneth, 2007, p. 49). Cet oubli du primat de la reconnaissance peut provoquer la réification : la généralisation d'une posture purement instrumentaliste et unidimensionnelle de notre rapport au monde. Il s'agit alors d'une forme de

« restriction de l'attention », dans laquelle « nous cessons d'être attentifs au fait que [la] connaissance doit son existence à une reconnaissance préalable » (Honneth, 2007, p. 82).

Cet oubli de notre relation primaire au monde a pour conséquence que l'on se transforme en « simples observateurs passifs pour qui le monde environnant social et physique mais aussi le monde interne apparaîtront sous la forme d'un ensemble d'entités chosales » (Honneth, 2007, p. 72). Cette réification survient notamment dans le cas de l'« autonomisation d'un but particulier associé à une pratique donnée par rapport à toutes les autres finalités qui pourraient y être associées » (*ibidem*, p. 82). Honneth donne l'exemple d'un joueur de tennis qui est tellement obsédé par l'objectif de la victoire personnelle qu'il oublie qu'il joue contre son meilleur ami. Dans un commentaire sur son propre ouvrage, il remplace cet exemple inoffensif par un autre, plus parlant : celui des soldats en guerre à qui on répète qu'il faut vaincre l'adversaire jusqu'à ce qu'ils en reviennent à « oublier » que l'armée adverse est constituée d'humains comme eux (Honneth & Haber, 2008). Car tous les buts autonomisés ne conduisent pas nécessairement à la réification, c'est uniquement le cas de buts dont « le succès exige que l'on soit aveugle à tout ce qui fait qu'autrui possède des qualités spécifiquement humaines » (*ibidem*, p. 105-106). Pour que la réification s'installe, il faut que ce genre d'actions vers un but autonomisé soient répétées, routinisées. La réification émerge aussi quand un schéma de pensée particulier s'impose qui influence notre façon d'agir et conduit à « une interprétation sélective des faits sociaux » (Honneth, 2007, p. 83). Quand on se laisse influencer par ces schémas de pensée et préjugés irréconciliables avec la préexistence de la reconnaissance, cela mène à une « dénégaration » plutôt qu'à un « oubli » de la reconnaissance comme constitutive de notre rapport au monde (*ibidem*). C'est le cas de schémas de pensée racistes, qui nient les propriétés humaines de personnes avec une autre couleur de peau.

Pour résumer, Honneth qualifie de reconnaissance la relation primaire que nous entretenons avec autrui et avec le monde. Cette reconnaissance précède la connaissance dans le sens où elle décrit la « découverte qualitative » antérieure à la production épistémique, une étape que Dewey assimile à l'intuition. On peut être amené à « oublier » ou à « nier » la reconnaissance, par exemple lorsque nous privilégions l'élaboration rationnelle par rapport à la réalisation de la qualité sous-jacente à nos productions, lorsqu'un objectif s'autonomise par rapport aux autres, ou lorsque nous nions les qualités intrinsèques de notre prochain ou du monde. C'est alors que nous tombons dans la réification.



C'est également sur la base d'une reconnaissance qualitative que les analystes identifient les éléments qui vont être transformés dans des matérialisations qualitatives (indicateurs qualitatifs, descriptifs) et quantitatives (indicateurs quantitatifs, ratios, pondérations...) qui produisent performance ESG. Le bien-être des salariés est d'abord reconnu comme étant pertinent dans sa dimension qualitative ; c'est seulement dans un deuxième temps que la thématique peut être traduite dans des indicateurs qualitatifs ou quantitatifs nécessaires pour la mesurer (résultats d'enquêtes de satisfaction, statistiques sur l'absentéisme ou sur la rotation des salariés, etc.). Or, les choix qu'effectuent les analystes lorsqu'ils développent ou appliquent leurs méthodologies d'analyse ne tombent pas du ciel ; ils sont médiés par un certain nombre d'injonctions externes. Si le travail méthodologique des analystes repose en partie sur un processus de reconnaissance cognitive<sup>64</sup>, ces injonctions externes en constituent les conditions préalables.

#### 4.2. Judith Butler : les conditions de la reconnaissance

La « reconnaissance » chez Butler, si elle n'est pas divisée en trois sphères distinctes, partage un certain nombre de caractéristiques avec la reconnaissance (sociale et non cognitive) chez Honneth ; pour Butler également, celle-ci est constitutive de l'individu et ne peut être que réciproque, même si chez elle, réciprocité n'est pas synonyme de symétrie. Comme chez Honneth, la reconnaissance chez Butler est donc un concept fondamentalement relationnel. Or, à la différence de Honneth, pour qui la lutte pour la reconnaissance peut être assimilée à un processus d'émancipation du sujet, chez Butler, la reconnaissance comporte nécessairement une dimension d'auto-assujettissement. Elle fait alors référence au concept foucauldien d'assujettissement qui indique à la fois la formation du sujet et sa régulation par des normes (Bouton, 2009). Le sujet se constitue en interaction avec des normes sociales qui précèdent sa genèse et qui ne lui appartiennent pas, mais qui se trouvent renforcées par les sujets qui en sont le produit (Butler, 1997). Ce sont ces normes qui déterminent la « reconnaissabilité » du sujet

---

<sup>64</sup> Dans la pensée de Honneth, la reconnaissance élémentaire précède toute production cognitive (voir Honneth & Haber, 2008). Il s'agit plutôt d'une attitude spontanée à l'égard d'autrui et du monde que d'une action cognitive. Cette attitude consiste à connaître autrui comme notre prochain et le monde qui nous entoure comme ayant un intérêt existentiel pour nous. Dans ma thèse, je m'inspire du concept de reconnaissance proposé par Axel Honneth pour tirer l'attention sur le fait qu'avant de pouvoir produire des analyses de la performance ESG, il faut d'abord identifier en quoi la performance ESG consiste. En outre, la reconnaissance comme intérêt existentiel me permet d'insister sur l'intérêt affectif, voire existentiel, que certains analystes nourrissent à l'égard des thématiques sociales et environnementales qu'ils évaluent. Pour des raisons de clarté, je parlerai donc de « reconnaissance cognitive » pour la distinguer de la reconnaissance sociale, même si pour Axel Honneth, elle est antérieure à la cognition.

par les membres de sa communauté : « on 'existe' non seulement parce que l'on est reconnu, mais, plus fondamentalement, parce que l'on est *reconnaissable* » (Butler, 2017, p. 26, en italiques dans le texte).

Le rôle du discours dans la quête pour la reconnaissance est donc très différent si on le compare à la conception d'Axel Honneth. Le discours n'est pas quelque chose que les individus peuvent s'approprier une fois qu'ils se sont constitués comme sujets autonomes, grâce à la reconnaissance accordée par autrui (Tweedie, 2018). Le discours ne vient pas après la formation du sujet, mais est constitutif des individus lorsqu'ils rendent compte d'eux-mêmes, et la reconnaissance accordée par un autre y est conditionnelle. Car c'est uniquement par l'intermédiaire de ce discours – en réponse à l'adresse de l'autre – qu'on commence à « exister » (Butler, 2017). Mais le rapport au discours n'est pas sans problèmes. *Dans Le récit de soi* (2007), Judith Butler explique pourquoi l'acte de narration de soi est problématique et toute tentative de production d'un récit cohérent vouée à l'échec : nous sommes tous le produit d'un ensemble de relations et de normes sociales qui nous traversent mais qui ne sont pas entièrement récupérables par nous-mêmes. Par ailleurs, nous construisons notre récit de nous face à un autre. C'est cette exposition à l'autre qui nous demande de rendre des comptes sur nous qui rend possible la réflexivité et qui nous constitue. Or, cette scène d'interpellation est inévitablement médiée par des normes sociales qui rendent la narration de soi possible mais lui ôtent en même temps sa singularité. L'individu ne peut donc pas être autonome, car son existence dépend de la reconnaissance attribuée par un autre, selon des termes qu'il n'a pas choisis : « Voué à rechercher la reconnaissance de sa propre existence selon des catégories, des termes et des noms qu'il n'a pas lui-même conçus, le sujet cherche le signe de sa propre existence en dehors de lui-même, dans un discours qui est à la fois dominant et indifférent » (Butler, 2002, p. 47).

Cette dépendance à l'autre et aux normes du discours est partagée également par celui à qui nous nous adressons. Une posture éthique, dans ces conditions, supposerait la reconnaissance de notre opacité à nous-mêmes mais également de celle des autres (à eux-mêmes), ce qui nous oblige parfois à différer notre jugement pour mieux appréhender l'autre. La suspension du jugement ne signifie pas le refus de la responsabilité : c'est la reconnaissance de ses limites et de son exposition aux autres qui rend possible la responsabilité, car elle nous fait prendre conscience d'une vulnérabilité partagée. Ces limites sont également la base paradoxale de notre responsabilité pour le monde dans lequel on vit. Car les récits que nous construisons, s'ils sont

opaques et médiés, sont également des actes dont les effets performatifs contribuent à contester ou à consolider les normes sociales qui façonnent notre monde : « lorsque nous parlons et agissons, nous ne nous dévoilons pas seulement, nous agissons sur les schèmes d'intelligibilité qui légifèrent sur ce que sera un être parlant, les rendant sujets à rupture ou à révision, consolidant leurs normes ou contestant leur hégémonie » (Butler, 2007, p. 134).

Dans son essai intitulé « The limits of accountability », Martin Messner (2009) mobilise la philosophie de Butler pour explorer la question suivante : la multiplication des demandes adressées aux entreprises à rendre des comptes est-elle désirable d'un point de vue éthique ? Il réagit à la critique, très répandue dans le champ de la comptabilité sociale et environnementale (voir par exemple Roberts, 2003; Shearer, 2002; Young, 2006), selon laquelle la comptabilité financière et managériale telle qu'elle est produite aujourd'hui par les entreprises reflète une conception étroite de leur responsabilité, qui se borne à rendre des comptes financiers aux investisseurs, représentés comme des agents purement économiques. Les entreprises devraient donc développer une comptabilité plus complète, plus inclusive, une comptabilité qui « needs to go beyond the constraints that have been imposed on its language » (McKernan & Kosmala MacLulich, 2004, p. 345).

Messner ne réfute pas ces critiques, mais invite à réfléchir aux limites associées à l'acte même de rendre des comptes. A cet effet, il propose une typologie tirée directement de la théorie éthique de Butler : « Building upon the recent work of Judith Butler [...], I argue that the accountable self is vulnerable to accountability insofar as it is an opaque self that cannot account for everything it has lived through; an exposed self that experiences accountability as an intrusion into its own practice; and a mediated self whose accounts have to rely on a medium that is not of its own making » (Messner, 2009, p. 919). L'individu ne connaît pas toujours entièrement les raisons qui l'ont poussé à agir ou à prendre telle ou telle décision, raisons qui peuvent être plutôt intuitives. Dans ce sens, il est opaque à lui-même (*opaque self*). Or, il est exposé à des demandes de justification formulées par d'autres qui peuvent devenir invasives et coloniser ses pratiques (*exposed self*). Finalement, pour se faire comprendre au sein d'un champ donné, l'individu doit accepter d'être médié par des normes qui structurent ce champ, c'est-à-dire s'exprimer selon des termes qu'il n'a pas choisis (*mediated self*).

Le cadre théorique choisi met en évidence l'importance de la reconnaissance dans le processus de production de la performance ESG par les analystes : d'abord, comme processus cognitif,

dans lequel la reconnaissance d'une thématique précède la création des formes matérielles destinées à la mesurer. Ensuite, comme processus social, dans lequel l'analyste doit se conformer à certaines normes épistémiques et discursives pour être reconnu comme professionnel au sein d'un champ donné et produire des analyses jugées utiles par les membres de ce champ. Or, l'impossibilité de la production d'une performance ESG univoque et cohérente crée des tensions entre l'exposition de l'analyste à une demande pour des analyses correspondant aux normes financières et l'opacité qui est nécessairement associée à la production impossible d'une performance ESG.

La revue de littérature qui a précédé a permis de montrer que 1) la performance ESG n'existe pas comme une entité externe ; les analystes, par leurs choix et interprétations méthodologiques, sont à l'origine de sa production ; 2) l'émergence d'un discours autour de l'impact financier de la performance ESG a permis l'intéressement de la communauté d'investisseurs mainstream et accéléré la professionnalisation des analystes extra-financiers, qui sont désormais appelés à rendre des comptes selon le même régime d'accountability que les analystes financiers ; 3) les analystes sont médiés dans leurs choix méthodologiques par le discours qui domine leur champ ainsi que par les critères qui déterminent leur reconnaissance professionnelle et la reconnaissance des comptes rendus. Ma question de recherche reflète la volonté d'étudier ce processus :

Comment les analystes produisent-ils la performance ESG et leur propre identité professionnelle en interaction avec les normes et le discours financiers ?



# III. Immersion et exploration

Chapitre méthodologique

## **1. Étude initiale**

L'étude initiale a été menée en amont de l'inscription en thèse. Je travaillais alors comme analyste extra-financière dans une petite agence de notation pendant que celle-ci avait entamé un processus de standardisation méthodologique pour mieux se conformer aux demandes du marché. La motivation de cette étude était le constat de tensions liées à ce processus et l'envie de mieux en comprendre l'origine. Cette étude se décompose en deux parties : premièrement, une auto-ethnographie, par observation participante couverte (Roulet et al., 2017), à partir de la prise de poste en octobre 2015 jusqu'à ma démission en juillet 2018. Le premier chapitre de cette thèse a été écrit sur la base d'un journal réflexif rédigé pendant cette période. Deuxièmement, une étude de cas organisationnelle, menée conjointement avec un autre chercheur dans une démarche insider-outsider (Gioia et al., 2010), basée sur mes notes personnelles mais également sur deux tours d'entretiens menés par l'autre chercheur avec l'ensemble de mes collègues. De grandes quantités de données secondaires ont également été collectées et analysées (comptes rendus de réunions de l'équipe, documents méthodologiques, articles rédigés par le fondateur de l'agence, etc.). Ces données secondaires couvrent mes trois ans d'activité dans cette agence, à partir d'octobre 2015. Les retranscriptions d'entretien (24 entretiens) ainsi que les notes personnelles ont été codées de manière ascendante. L'étude de cas organisationnelle ne figure pas dans cette thèse mais a grandement influencé mon positionnement, mes questionnements et ma conduite au long de l'étude principale qui a suivi.

## **2. Étude principale**

L'étude principale a démarré après mon inscription en thèse. Marquée par ma propre expérience mais consciente que celle-ci n'était peut-être pas représentative du champ, j'ai voulu m'ouvrir à l'expérience des autres. Pendant mes années d'analyste et pendant l'étude initiale, j'avais fait le constat de l'existence de tensions qui me semblaient inhérentes à la pratique de l'analyse extra-financière. Or, je ne pouvais pas être sûre que ces tensions n'étaient pas liées aux caractéristiques de l'organisation où j'avais travaillé. J'ai donc d'abord voulu vérifier l'existence de ces tensions chez d'autres analystes qui travaillaient avec des méthodologies moins flexibles dans des organisations plus établies. Une étude exploratoire visant à systématiser ces tensions m'en a rapidement donné la confirmation. Ensuite, l'objectif de l'étude principale était de comprendre comment les analystes produisent la performance ESG malgré ces tensions. Afin d'explorer cette question, j'ai mené une enquête de terrain par entretien. Au total, 41 entretiens ont été menés avec des analystes, des directeurs de recherche, des « pionniers de l'ISR » et d'autres acteurs. Les analystes constituaient la première population ciblée ; les autres entretiens ont été menés pour contextualiser leurs pratiques et comprendre les différentes sources des injonctions auxquelles ils doivent faire face. L'ensemble des retranscriptions ont été analysées par codage « inductif », c'est-à-dire de manière ascendante, à partir des extraits plutôt qu'à partir des concepts théoriques. Or, mon positionnement épistémologique dans cette étude peut être plus correctement décrite comme abductive, dans le sens où les résultats, présentés dans une structure de données, sont le produit de mes interprétations à la lumière de mon expérience précédente et du contexte dont je suis issue. J'ai essayé, dans ce chapitre méthodologique, de suivre les recommandations d'Alvesson & Skoldberg (2009) pour une méthodologie qualitative réflexive. Cette approche débouche non pas sur la représentation mais sur l'interprétation des données collectées. Dans une étude réflexive, c'est cette interprétation qui est à interpréter, ce qui veut dire qu'il faut être attentif non seulement aux manières dont ces données sont construites, mais également au rôle du chercheur comme sujet qui construit et au contexte idéologique, politique et linguistique qui construit le chercheur.

## Introduction au chapitre méthodologique

Ce chapitre explique les méthodes de recherche que j’ai employées dans le cadre de cette thèse. Pour ce faire, il me semble nécessaire de distinguer deux étapes. En premier lieu a été réalisé ce que j’appelle maintenant une *étude initiale* mais qui s’apparente davantage à une période de ma vie et dont l’aspect « étude » n’a été officialisé qu’à posteriori. Pendant cette période, j’ai pris des notes qui ont servi de base au chapitre auto-ethnographique, mais j’ai également mené, ensemble avec un autre chercheur, une étude de cas organisationnelle de l’agence où je travaillais. De cette période, je suis sortie avec l’envie d’explorer des phénomènes vécus avec plus de recul. Je me suis inscrite en thèse pour m’ouvrir aux autres acteurs dans des organisations similaires mais différentes. L’*étude principale* s’est déroulée après l’inscription en thèse. Je n’avais pas de prisme théorique en tête au moment de collecter et d’analyser les données. Mais j’avais bien sûr mes propres idées, car la motivation pour me lancer dans la thèse était la volonté de comprendre des phénomènes vécus que j’ai jugés étonnants. Ma démarche était abductive : « Abduction is not driven by data or theory, but by astonishment, mystery, and breakdowns in one’s understanding » (Alvesson & Kärreman, 2011, cités par Brinkmann, 2014, p. 722). Schéma 1 visualise les différentes étapes de ma recherche.

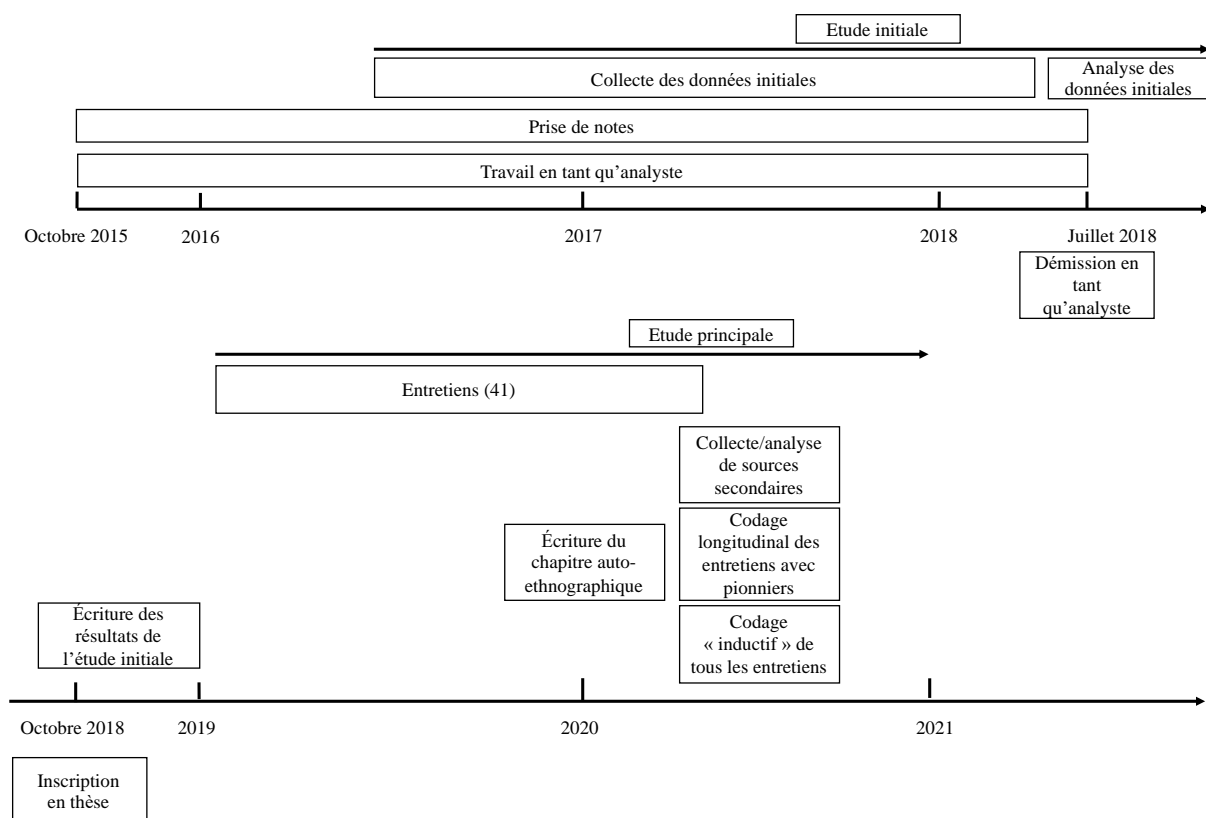


Schéma 1.



# 1. Étude initiale

## 1.1. Positionnement épistémologique pour l'étude initiale

Le point de départ de cette thèse était ma propre frustration à la découverte que malgré la puissance de son potentiel, il ne s'avère pas si facile d'utiliser la finance comme levier d'action pour rendre le monde plus « durable ». Après des études en gestion de la culture et en développement durable, je travaillais comme analyste dans une jeune agence de notation extra-financière pendant trois ans. Tout comme la plupart de mes collègues, j'avais rejoint cette agence dans la ferme conviction que l'analyse extra-financière, en apportant des informations plus complètes aux investisseurs, permettrait d'orienter des flux de financement vers des entreprises plus vertueuses. En ce faisant, elle pourrait contribuer à injecter de l'éthique dans la sphère financière, voire à changer la finance de l'intérieur. L'évolution de mes croyances à cet égard – parallèlement à l'évolution de la méthodologie d'analyse qu'on employait à l'agence – est décrite dans le chapitre auto-ethnographique. La lecture de ce chapitre a dû faire comprendre au lecteur la position fortement « biaisée » avec laquelle je suis arrivée en thèse. Ayant vécu directement et personnellement les phénomènes que je m'apprêtais à étudier dans le cadre d'une recherche doctorale, il m'était impossible de considérer mon terrain d'étude comme un champ neutre dont il s'agirait de découvrir le fonctionnement et les mécanismes. J'en connaissais déjà certains, et la thèse était pour moi plutôt une manière d'ouvrir, de nuancer et de contextualiser. Dans un premier temps, j'ai donc cherché à m'ouvrir au vécu des autres. Le chapitre auto-ethnographique mis à part, les résultats présentés dans cette thèse sont uniquement les résultats issus de l'étude principale. Or, il m'a semblé important d'explicitier également mon positionnement pendant l'étude initiale, qui a fortement influencé mon regard. Dans ce qui suit, je commenterai d'abord mon positionnement et la méthode d'écriture adoptée pour le chapitre auto-ethnographique. L'étude de cas organisationnelle, que je décrirai ensuite, n'a pas été incluse dans cette thèse pour des raisons de cohérence. Mais elle m'a permis de prendre du recul et d'impulser le passage vers la thèse. C'est pourquoi je considère qu'elle fait partie intégrante de l'étude initiale menée en amont de la thèse et mérite donc d'être décrite dans ce chapitre méthodologique.

### *1.1.1. Positionnement et méthode d'écriture du chapitre auto-ethnographique*

*Positionnement.* Au moment de commencer le travail de théorisation qu'est la thèse, il m'a paru impossible de me séparer des connaissances et expériences pratiques que j'avais accumulées

pendant mes années d'analyste. Que faire de ces expériences lorsqu'on veut étudier le champ dont on a fait partie ? Moriceau (2019) raconte sa rencontre avec une étudiante qui a pour projet d'étudier les difficultés pour les femmes algériennes à avoir accès au micro-crédit, par le biais de statistiques et de l'étude de quelques cas emblématiques. A la demande de Moriceau, l'étudiante admet avoir connu elle-même ces problèmes qu'elle souhaite analyser, dans des circonstances singulières et passionnantes. Moriceau la convainc alors d'envisager plutôt une auto-ethnographie, pour ne pas laisser de côté ces expériences de première personne qui « dévoilent tant d'aspects essentiels et si difficiles à saisir de l'extérieur » (Moriceau, 2019, p. 1). L'étudiante acquiesce et se dit prête à se lancer dans cette voie de recherche, affirmant même « qu'il lui semble désormais impossible d'en envisager une autre » (*ibidem*).

Il se trouve que j'ai également eu l'occasion de rencontrer Jean-Luc Moriceau pour échanger sur mon projet de recherche, en janvier 2019. J'ai alors compris qu'il était possible, lorsqu'on on est prêt à prendre quelques risques, de mener une recherche doctorale assez personnelle et authentique. Bien sûr, il y a des conventions académiques à respecter, mais celles-ci ne doivent pas empêcher la créativité et la sincérité, du moins dans un premier temps. Moriceau ne voyait pas d'objection à construire sur mes expériences personnelles pour expliquer pourquoi je voulais étudier ces phénomènes. Je suis sortie de cette rencontre avec la certitude que je souhaitais entrer en recherche par cette voie personnelle. Tout comme pour l'étudiante algérienne, il me semblait désormais impossible d'en envisager une autre.

Par conséquent, il a été nécessaire de m'interroger sur le statut de cette connaissance pratique. Elle était forcément singulière, subjective et personnelle. Intimement liée à mes convictions, attentes et sensibilités, elle ne pouvait pas être constituée de faits avérés, ni même de croyances collectives. Sous-jacentes au choix de son usage pour la thèse se trouvent les hypothèses ontologiques qui inspirent le courant constructiviste (Allard-Poési & Perret, 2007). Dans ce courant, la réalité sociale est non-essentialiste, c'est-à-dire construite et non donnée, car elle dépend des contingences contextuelles de son émergence. Elle est intentionnelle, car émanant de la réflexivité des acteurs. Elle est processuelle, donc en mouvement permanent. Plutôt que de la choisir consciemment au même titre que d'autres choix de recherche, la posture épistémologique constructiviste, du moins pour l'usage auto-ethnographique de l'étude initiale qui a précédé le début officiel de la thèse, s'est imposée à moi.

Qu'en est-il alors des critères de validité de cette connaissance ? D'après Haynes (2017), l'auto-ethnographie en comptabilité ne cherche pas la vérité objective, mais se garde également de produire de la fiction ou une autobiographie. Ce qui rend l'auto-ethnographie valide et intéressante à exploiter dans le cadre d'une recherche académique, c'est l'analyse du vécu personnel dans le cadre d'un contexte social plus large, susceptible de provoquer chez le lecteur des échos de reconnaissance. Pour y arriver, comme le soulignent également Moriceau (2019) et Avenier & Gavard-Perret (2012), l'authenticité est un critère de validité central : pour qu'une auto-ethnographie puisse trouver un écho dans la communauté des chercheurs et possiblement des praticiens, la vulnérabilité et le doute ne sont pas à dissimuler, mais au contraire à mettre au cœur des propos. Je n'ai donc pas cherché à dissimuler les émotions parfois violentes que j'ai éprouvées pendant cette période, mais au contraire tenté de les utiliser comme source de réflexivité (Haynes, 2012). Or, des doutes quant à ma légitimité d'écrire sur mon ancienne profession à la lumière de mon interprétation personnelle m'ont également hantée pendant un certain temps. J'insiste donc sur le caractère singulier de la réalité que je décris. Mon objectif, dans cet exercice d'écriture, a été d'explicitier mon positionnement et de comprendre la construction de sens limitée à ma propre perception. Je ne prétends nullement que cette perception puisse être généralisée à d'autres individus dans des situations comparables. Je laisserai ceux que j'ai rencontrés au cours de mes recherches, qui ont émis un intérêt pour cette thèse et qui finiront par effectivement la feuilleter, juger de l'utilité et du niveau de résonance qu'ils pourront y trouver.

*Méthode d'écriture.* Selon Moriceau (2019), l'écriture d'une auto-ethnographie peut être une manière pour ces professionnels, se sentant désarmés, dépassés ou révoltés face à des problèmes éthiques et pratiques complexes liés à leur travail, de canaliser ces sentiments dans un travail de recherche. Ils veulent prendre de la distance pour mieux comprendre ou transmettre une expérience, dans l'espoir que cette transmission pourrait apporter des perspectives susceptibles de dépasser le seul périmètre individuel ou organisationnel. Ce qui est donc à écrire dans une auto-ethnographie, d'après Moriceau, c'est comment la culture (*ethno*) va s'inscrire, à travers un travail, une organisation, un secteur, dans son expérience personnelle (*auto*). Pour éviter l'auto-complaisance ou l'exhibitionnisme, il convient de s'imposer des critères « contre soi-même » (Bochner, 2000). Les êtres humains ont naturellement tendance à vouloir se montrer selon leur plus beau profil, c'est pourquoi il faut respecter les critères de sincérité, de crédibilité et de vulnérabilité. Enfin, l'exercice auto-ethnographique débouche souvent sur une narration chronologiquement complexe, où différentes versions de soi-même s'entrecourent, à l'image

de la non-linéarité de la mémoire (Bochner, 2000, p. 270). Le « je » qui raconte l'histoire est un « je » ambigu, pluriel. Le « je » qui perçoit et ressent est succédé par un « je » qui comprend depuis sa perspective située, qui ajoute un premier niveau de réflexivité à son expérience et en tire des conclusions. Le deuxième niveau de réflexivité sera ajouté par un « je » chercheur, qui connaît la littérature académique sur son sujet et cherche à problématiser les événements vécus. Enfin, un troisième niveau de réflexivité peut apparaître lorsque le chercheur réfléchit à sa méthode, à ses choix méthodologiques, épistémologiques, à son éthique de recherche (Moriceau, 2019, p. 6).

J'ai essayé, au long du chapitre, de rester au plus près de mon expérience et de la raconter sans retenu. En retraçant mon vécu, il m'a semblé impossible de séparer les crises personnelles que j'ai pu vivre de mes désillusions professionnelles. C'est pourquoi le ton du chapitre est assez intime ; supprimer les références à ces moments de souffrance aurait, à mon sens, appauvri le témoignage et failli aux critères de « sincérité » et de « vulnérabilité » (Bochner, 2000; Moriceau, 2019). Les notes personnelles que je prends quasi-quotidiennement depuis l'âge d'environ sept ans m'ont été d'une grande aide dans le processus d'écriture et m'ont évité de devoir me fier à mes souvenirs. Pourtant, le résultat n'est pas un narratif purement chronologique mais plutôt une fresque dans laquelle s'entremêlent différents niveaux de « je », structure dont j'espère qu'elle n'entrave pas la compréhension du lecteur. L'exercice d'écriture m'a beaucoup aidée à expliciter les raisons qui m'ont poussée à choisir la thèse et à mieux les comprendre. J'espère que le résultat aidera le lecteur à la situer comme le fruit d'une expérience personnelle mais dont je souhaite que les résultats puissent apporter des perspectives dépassant le périmètre purement individuel.

### *1.1.2. Positionnement pour l'étude de cas organisationnelle*

Le chapitre auto-ethnographique est donc le résultat d'une introspection assez intime basée sur mes notes personnelles. L'étude de cas organisationnelle couvre la même période et concerne la même organisation, mais met les événements vécus dans une perspective plus large et adopte une approche plus analytique. Même si j'étais encore employée comme analyste au moment du début de l'enquête, je me suis efforcée à me distancier davantage de mon vécu personnel pour me concentrer sur l'analyse de ce qui s'est passé au niveau de l'organisation. Pour cela, j'ai été aidée Clarence Bluntz, que je connaissais de mon master à Dauphine et qui était doctorant à l'époque. Grâce à son statut de chercheur extérieur à l'organisation, sa connaissance plus

approfondie de la littérature au moment de la conduite des entretiens et ses questions critiques, il m'a forcée à sortir de mon vécu « à chaud » pour prendre du recul et me demander : qu'est-ce qu'est en train de se passer ici ? Quel phénomène est-on en train d'observer ? Est-ce qu'on en voit des échos dans la littérature ? En d'autres termes, avant même mon inscription en thèse, il m'a obligée d'adopter une posture de chercheuse réflexive, selon la définition de Attia & Edge (2017) : « we emphasize the importance of the researcher continuously stepping *back* from action in order to theorize what is taking place, and also stepping *up* to be a part of that contextualized action » (p. 33, accents dans le texte).

A la différence du chapitre auto-ethnographique, le but de la connaissance produite dans cette étude n'est pas de provoquer la résonance chez le lecteur, mais plutôt de fournir une analyse fine des phénomènes organisationnels qui n'auraient pas pu être étudiés de manière aussi approfondie par des techniques d'étude plus « distantes ». En résulte un positionnement épistémologique légèrement différent, basé sur d'autres hypothèses ontologiques. Dans cette étude de cas, je considère la réalité sociale toujours comme étant socialement construite, intentionnelle et mouvante (Allard-Poési & Perret, 2007). En revanche, l'existence de rationalités particulières de l'action, comme révélé par l'étude, me pousse à faire l'hypothèse d'une réalité sociale structurée et non sujette à des mouvements erratiques non-gouvernés par des lois ou structures quelconques, comme le soutient le courant constructiviste (Avenier & Gavard-Perret, 2012). L'objectif de cette étude de cas était précisément de dévoiler les structures sous-jacentes à cette réalité sociale. En résulte un positionnement épistémologique interprétativiste, qui admet la possibilité de connaître l'expérience vécue mais, tout comme le courant constructiviste, insiste sur l'interdépendance entre le chercheur et le terrain d'étude. Parmi les critères de validité de la connaissance selon ce paradigme, on retrouve une validité communicationnelle et une description « épaisse » de la méthodologie (Avenier & Gavard-Perret, 2012). On n'y ne retrouve pas nécessairement la possibilité d'une réplique. Comme le souligne Moriceau (2004), en cherchant la généralisation, on risque de perdre de vue ce qui est le plus intéressant dans le cas étudié. Il recommande de chercher plutôt la répétition, c'est-à-dire « des expressions d'une même problématique qui dérivent d'une même origine et qui prennent corps dans des situations de gestion particulières » (p. 9). La tâche du chercheur devient alors d'explorer des réponses possibles à des problématiques qui se répètent, pour laisser le lecteur, qu'il soit académique ou praticien, juger de la pertinence et l'utilité de la métaphore, du concept ou du vocabulaire proposé pour mieux comprendre ces phénomènes.

## 1.2. Caractéristiques de l'organisation

Le « terrain » de cette étude initiale n'a pas été choisi délibérément pour ses caractéristiques potentiellement exploitables dans le cadre d'une thèse doctorale mais était simplement l'agence où j'ai commencé à travailler après avoir fini mes études. Plutôt que de « choix du terrain », je parlerais ici donc de « caractéristiques de l'organisation ». Cette organisation, une agence de notation extra-financière avec quelques années d'existence au moment de mon embauche, peut à plus d'un égard être considérée comme une « exception ». Il s'agissait d'une jeune agence qui cherchait à s'établir sur le marché de l'analyse extra-financière sans grand succès. Les analystes qui y travaillaient étaient pour la plupart jeunes et n'avaient pas eu de formation préalable en finance. Par rapport aux coutumes du marché, sa méthodologie d'analyse laissait beaucoup de liberté d'interprétation aux analystes et était toujours en développement au moment de l'étude. Surtout, l'agence n'existe plus aujourd'hui.

Toutes ces raisons pourraient mener à la conclusion que les expériences dans cette organisation ne pourront rien m'apprendre pour ma thèse, démarrée après avoir démissionné et qui cherche à comprendre des phénomènes actuels. Quels enseignements tirer d'une expérience dans une organisation qui n'existe plus ? Ces questions m'ont conduite à penser, pendant longtemps, qu'il serait impossible d'utiliser les « données » récoltées pendant mes années d'analyste. Or, au fur et à mesure que je discutais avec d'autres analystes dans le cadre de mon enquête de terrain pendant l'étude principale, des analystes qui travaillaient dans des structures plus établies, plus intégrées dans le marché, avec des méthodologies plus solidifiées et, dans certains cas, financiarisées, je me rendais compte que les tensions mises en exergue dans l'étude de l'agence sont très similaires aux tensions dont témoignaient ces personnes. C'est pourquoi je pense que mes expériences de cette période ont quand-même un intérêt pour comprendre des phénomènes qui dépassent cette seule organisation. Pour étudier des phénomènes en sciences de gestion, Pettigrew (1990) recommande, plutôt que de chercher des cas représentatifs, de sélectionner des « cas si extrêmes que les phénomènes sont observables de façon transparente » (Pettigrew, 1990, p. 269). C'est précisément grâce au caractère exceptionnel de l'agence où je travaillais que les tensions qui, j'en suis convaincue maintenant, sont inhérentes à une analyse qui cherche à intégrer des aspects extra-financiers dans les codes et conventions de la finance, devenaient particulièrement visibles. C'était justement parce que la méthodologie n'était pas stabilisée que les analystes se posaient des questions sur comment au mieux traduire les sujets environnementaux, sociaux et éthiques en termes d'indicateurs, de pondérations et de seuils de

référence. C'était grâce à leur faible expérience et manque de formatage financier que, en ce faisant, ils devenaient conscients de la tension entre finance et développement durable. L'échec de l'agence, enfin, s'explique peut-être en partie par son attachement aux aspects flexibles et réflexifs de sa méthodologie, difficilement compréhensibles par les acteurs de marché. Le caractère paradoxal de la production de la performance ESG était donc particulièrement visible dans cette organisation. C'est pour comprendre les origines et conséquences de ce paradoxe que j'ai voulu me lancer dans une thèse.

### 1.3. Sources d'informations étudiées

Comme l'explique Brinkmann (2014), si on se lance dans une enquête pour mieux comprendre les situations surprenantes auxquelles on fait face dans notre vie personnelle, il n'est pas pertinent de parler de « données ». Rien n'est simplement « donné », les informations sur ces situations sont toujours produites et médiées, d'autant plus si le chercheur les a vécues personnellement. C'est pourquoi je préfère éviter utiliser le terme « données » lorsque je présente, dans ce qui suit, les informations étudiées dans le cadre de l'étude initiale.

#### 1.3.1. *Journal de bord et notes personnelles*

Si l'on veut traduire ce qui s'est passé pendant mes années d'analyste en jargon académique, j'imagine que l'on pourrait parler d'une « étude de cas longitudinale des processus de changements organisationnels. » En tentant d'expliquer comment les informations sur ces processus ont été rassemblées, on pourrait faire référence à ce que Roulet et al. (2017) ont appelé « observation participante couverte. »

Ce qui s'est concrètement passé, c'est que, alors que je travaillais comme analyste, j'échangeais quasi-quotidiennement avec Clarence mes observations sur les événements que je trouvais surprenants, curieux ou carrément absurdes. Quand la récurrence de tels événements commença fortement à augmenter après l'arrivée d'un nouveau directeur général en janvier 2017, je me mis à noter ces observations dans un Google Doc. Je notais des extraits de discussions que je menais avec mes collègues, des extraits d'échanges de mails ou de messagerie interne, des décisions prises lors des réunions hebdomadaires... Tout ce qu'il me semblait contradictoire ou contraire à mes convictions ou à la philosophie fondatrice de l'agence me paraissait intéressant à noter. Le journal de bord réflexif qui résulte de ces prises de note compte 45 pages. Le nombre

de pages relativement faible de ce journal s'explique par le caractère « couvert » de la démarche : nos bureaux étaient des *open space*, séparés les uns des autres par des murs en verre, et mon écran était positionné de telle manière qu'il était visible depuis le couloir. Je ne pouvais pas me permettre de noter plus qu'une phrase ou deux à chaque prise de note. Or, couplé aux 320 pages de notes personnelles prises pendant ces trois années, elles ont permis d'éviter de trop me fier à ma mémoire pour analyser cette période.

Le caractère « couvert » de mon observation participante signifie en effet que mes collègues, ou en tout cas la plupart d'entre eux, n'étaient pas au courant de ma démarche, ce qui peut soulever des questions éthiques. Pour éviter de nuire à mes anciens collègues ou à l'organisation, nous avons anonymisé tous les verbatim tirés de mes notes. Après avoir démissionné pour me lancer dans la thèse, j'ai dévoilé au fondateur ma prise de notes et je lui ai demandé l'autorisation de les utiliser, ce qu'il m'a accordé.

### *1.3.2. Entretiens semi-directifs*

Alors que l'échange sur mes observations et frustrations quotidiennes s'était transformé en projet de recherche, Clarence est venu à l'agence à deux reprises pour conduire des entretiens semi-directifs avec l'ensemble de mes collègues. Pendant ces deux tours d'entretiens, 18 mois à part, il a pu discuter avec tous les analystes employés à l'agence à part une, qui était en congé maternité. Il a aussi pu échanger avec le fondateur, le responsable IT qui avait la charge du développement de l'outil informatique pour concrétiser la standardisation méthodologique en œuvre, le directeur général et trois stagiaires. Des entretiens pour une durée totale de 1 258 minutes ont ainsi été menés.

Notre collaboration a permis un accès qui n'aurait pas été possible autrement. Sans ma présence dans cette agence, Clarence n'aurait pas pu négocier des entretiens avec l'ensemble des analystes et réaliser un suivi dans le temps. Inversement, sans sa perspective externe et son statut de chercheur indépendant de l'organisation, il n'aurait pas été possible non plus de réaliser cette étude. C'est précisément l'articulation de ces deux perspectives, une interne, et une externe (Gioia, Price, Hamilton, & Thomas, 2010), qui a permis une analyse approfondie des développements dans cette organisation.



### 1.3.3. Documents internes et publics

Après m’ avoir accordé son autorisation à utiliser son agence comme terrain d’ étude, après mon inscription en thèse, le fondateur m’ a également fait parvenir les articles méthodologiques qu’ il avait écrits (21 articles), les comptes rendus des réunions hebdomadaires couvrant mes trois ans d’ analyste (108 réunions), les comptes rendus des réunions méthodologiques entre analystes (6 réunions), ainsi que différentes versions des outils d’ analyse et de rapports de rating qui avaient été développés et utilisés pendant ces trois ans. Le schéma 2. permet de visualiser les différentes étapes de la collecte et les différentes catégories d’ informations.

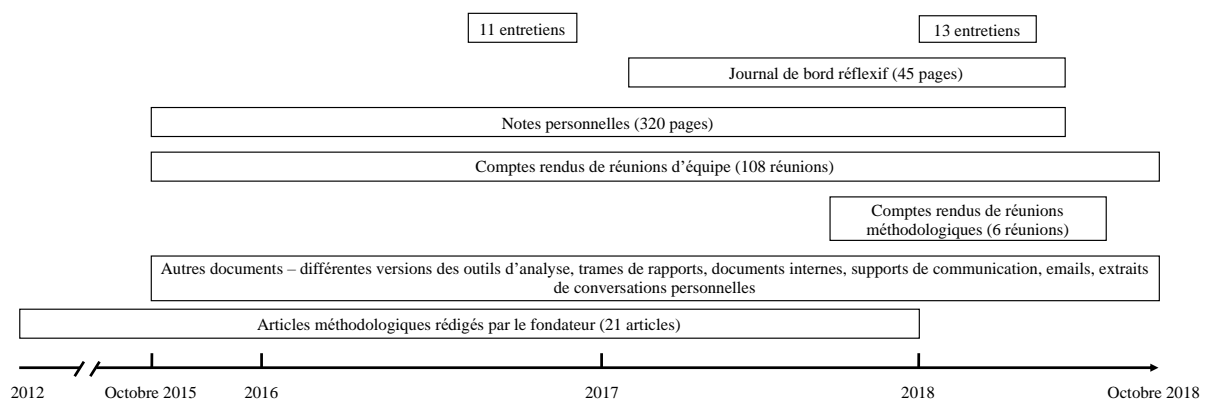


Schéma 2.

### 1.4. Analyse des informations

Alors que la collecte a eu lieu pendant mes années d’ analyste, l’ analyse des informations s’ est déroulée après avoir quitté l’ agence. Pendant la collecte, notre posture a été exploratoire. Clarence avait été introduit comme doctorant travaillant sur la mesure de la valeur (ce qui était vrai, mais dans sa thèse il ne s’ intéressait pas aux analystes, mais à la création de la valeur entre producteur et consommateur ; voir Bluntz, 2020) et qui cherchait simplement à comprendre « comment les analystes travaillent ». Moi-même, comme expliqué précédemment, avais peut-être commencé à prendre des notes mais ne pensais pas spécialement pouvoir les utiliser pour ma thèse, que j’ envisageais déjà à l’ époque mais dont j’ ignorais encore la question de recherche. Bref, on ne savait pas ce qu’ on cherchait. On avait abordé le « terrain » sans question précise en tête mais avec l’ intuition qu’ il y avait des phénomènes intéressants à explorer. La motivation pour cette étude avait été ma propre frustration et étonnement aux évènements qui se produisaient à l’ agence. Même si notre approche de l’ analyse des informations rassemblées était consistante avec la méthode « Gioia » (voir ci-dessous), notre démarche n’ était pas

totalement inductive, car ce qu'on analysait n'était pas des données mais plutôt des informations sur des situations vécues par moi-même et mes collègues. Ces informations n'étaient donc pas « données » mais co-construites et influencées par ma propre subjectivité et également par le contexte idéologique dont étaient issus moi-même et mes collègues, alors que nous cherchions à transformer la finance de l'intérieur. Plutôt que de lier des concepts théoriques aux données empiriques, l'idée était de mener une enquête pour comprendre des situations surprenantes, et décevantes, extraites de ma propre vie. Notre approche était donc abductive dans la définition de Brinkmann (2014) : « According to the abductive model, we do research, inquiry, analysis, for purposes of living, and theories and methods are some of the tools used in the process » (p. 722).

Après avoir quitté l'agence et officiellement débuté la thèse, j'ai d'abord voulu me distancier de mes émotions pour essayer de systématiser un peu les processus qu'on s'apprêtait à étudier. J'ai donc, dans une première phase d'analyse, réalisé une vue d'ensemble chronologique et « enracinée » (Gioia, Corley, & Hamilton, 2013) des différents processus de transformation qui ont eu lieu à l'agence pendant les trois ans que j'y travaillais. Pour cela, j'ai distingué les aspects stratégiques (motivation, mission, vision, présentation, caractéristiques uniques) et méthodologiques (définition de la performance, fondements théoriques, présentation, exclusivité, formation des analystes, outils de mesure, sources des données, processus de collecte et d'analyse, construction du jugement, présentation des résultats).

La deuxième étape de l'analyse a été un codage dit « inductif » de tous les entretiens réalisés par Clarence, que j'ai intégralement retranscrits, en cohérence avec la méthode de la théorie enracinée (Gioia et al., 2013). Les autres informations, notamment les comptes rendus mais également mon journal réflexif qui couvrait la même période que les deux tours d'entretiens, ont été utilisées pour contextualiser les retranscriptions d'entretien. Comme mentionné précédemment, la démarche de codage n'était pas complètement inductive, parce que nous ne nous lançons pas dans l'analyse sans idées préexistantes et que nous discutons ensemble, en amont et pendant le codage, des approches intéressantes éventuelles basées sur ces idées. Pour moi, ces idées étaient plutôt empiriques, pour Clarence, elles étaient plutôt théoriques : il avait déjà une connaissance plus approfondie de la littérature. Notre interprétation avait déjà commencé pendant la phase de collecte : après chaque entretien réalisé, on discutait dans un café des impressions qu'il avait eu pendant son déroulé, impressions que je commentais à la lumière de mes propres idées et expériences. Vu mon implication personnelle dans

l'organisation et ma faible connaissance, à l'époque, de la littérature académique, c'était Clarence qui représentait l'interprétation « académique », et moi qui représentais l'interprétation personnelle, liée à mes convictions mais également à une connaissance intime de l'organisation et son histoire. La démarche de codage a débouché sur, après suppression des doublons, 469 codes de « premier ordre » (Gioia et al., 2013). Cette quantité était évidemment bien trop importante pour y apercevoir quoi que ce soit, je me donc suis efforcée à réduire ces codes de premier ordre, par regroupements de codes similaires, au nombre un peu plus gérable de 28 codes.

La troisième étape du processus d'analyse était le regroupement des 28 codes de premier ordre dans dix « thèmes de second ordre » : des concepts plus abstraits dont l'objectif était d'aider à décrire et à expliquer les phénomènes qu'on était en train d'observer (Gioia et al., 2013). Ces dix thèmes ont ensuite été réunis dans trois « dimensions agrégées ». Le rôle de Clarence a été crucial dans ce processus ; en vérifiant et en apportant son regard de « outsider » sur la structure de données émergente à plusieurs étapes de sa réalisation, il m'aidait à prendre de la distance de mes impressions personnelles pour monter en abstraction. Inversement, lorsque Clarence commençait à apercevoir des concepts théoriques absolument passionnants mais qui semblaient trop éloignés de la réalité sociale de l'organisation, je ne manquais pas de le rappeler. La structure des données produite par ce processus, annexée à cette thèse ([annexe 1](#)), montre comment les analystes, formés et attachés à un processus de production de performance réflexif et flexible, bricolent et manipulent leurs outils d'analyse pour défendre cette réflexivité alors qu'ils sont de plus en plus sous pression pour produire des analyses conformes aux attentes des clients, c'est-à-dire traçables dans des indicateurs précis et standardisés. Ainsi, alors que leur métier est de juger la performance des autres (des entreprises), ce qui demande d'avoir une certaine liberté dans l'interprétation, ils se trouvent de plus en plus jugés eux-mêmes sur la forme des analyses qu'ils produisent. La tension entre juger et être jugé s'exprime par des adaptations dans leurs outils de jugement (leur méthodologie), qu'ils standardisent pour produire des analyses plus conformes aux attentes du marché, tout en y introduisant des espaces de réflexivité et de bricolage.

## 2. Étude principale

L'étude principale, dont les résultats sont présentés dans cette thèse, s'est déroulée via une enquête de terrain constituée de 41 entretiens. Les interviewés sont majoritairement des analystes issus de différentes structures avec différentes approches à l'analyse extra-financière, mais également des directeurs de recherche, des personnes ayant contribué à construire le marché français de l'ISR (« pionniers de l'ISR ») ainsi que quelques autres acteurs. Le choix pour l'entretien s'explique par la volonté de comprendre non pas des questions causales (le « pourquoi ») mais des processus (le « comment », Blanchet & Gotman, 2015, p. 37). Dans ma thèse, il s'agit d'étudier le processus de production d'une performance.

### 2.1. De l'étude initiale à l'étude principale

La première année de thèse a été une année d'ouverture. Même si mes premiers mois de doctorante ont été consacrés à l'analyse des informations récoltées pendant mes années d'analyste et à l'écriture d'une première version d'un article présentant les résultats, je considérais ce projet comme à part de ma thèse. Dans la volonté de prendre de la distance de la réalité de l'agence que je connaissais bien, j'ai donc commencé relativement tôt à me rapprocher d'autres organisations. De mon expérience initiale, j'étais ressortie avec l'intuition que l'analyse extra-financière était caractérisée par des tensions qui y semblaient être inhérentes. Or, pour les raisons évoquées sous 1.2. Caractéristiques de l'organisation, mon ancienne agence, avec son approche très qualitative et interprétative à l'analyse, me semblait plutôt une exception et pas nécessairement représentative du secteur. J'ai donc rapidement voulu vérifier auprès d'analystes qui travaillant dans des structures plus confirmées s'ils ressentaient également des tensions dans leur travail et si oui, lesquelles précisément. Peut-être que, dans des structures avec des méthodologies plus solidifiées, les tensions liées à la production de résultats homogènes et comparables étaient par exemple moins présentes. Ou encore, peut-être que les méthodologies qui analysent les thématiques sociales et environnementales purement sous l'angle des risques ou opportunités pour les actionnaires étaient moins source de tensions liées à l'alignement d'attentes contradictoires.

J'ai donc voulu explorer la diversité d'approches à l'analyse extra-financière. C'est pourquoi, plutôt que de chercher un accès à un terrain unique, j'ai opté pour des entretiens auprès des personnes travaillant dans une multitude de structures, avec des approches plus ou moins financiarisées à l'analyse. L'objectif était d'explorer la multitude de réponses possibles à des problématiques qui se répètent (Moriceau, 2004). Afin de m'ouvrir au sens donné par les analystes à leur travail, je n'ai pas orienté cette enquête vers la recherche de tensions. Les questions de recherche préliminaires qui me guidaient pendant cette phase exploratoire de la thèse étaient beaucoup plus larges : comment est-ce que les analystes extra-financiers dans des structures aux méthodologies d'analyse plus ou moins standardisées et financiarisées travaillent-ils ? Comment utilisent-ils des outils d'analyse pour évaluer la performance extra-financière des entreprises ? Dans un premier temps, j'ai cherché à identifier et à cartographier les différentes tensions associées à l'analyse extra-financière. Ensuite, au-delà des tensions, je me suis concentrée sur les façons dont les analystes produisent la performance ESG malgré les tensions auxquelles ils doivent faire face, et qui résultent notamment de leur position en négociation constante entre les enjeux extra-financiers et les normes financières.

## 2.2. Positionnement épistémologique pour la conduite d'entretiens

Il semble nécessaire ici d'explicitier mon positionnement épistémologique vis-à-vis de l'enquête de terrain par entretien. La problématique d'utiliser l'entretien comme source de génération de connaissances a été habilement commentée par Alvesson (2011), qui reproche à certains chercheurs qualitatifs de confondre plusieurs positionnements épistémologiques sans les préciser. Le tableau 1, adapté de Alvesson (2011), met en lumière les différentes postures épistémologiques possibles pour l'enquête par entretien et spécifie mon positionnement (carrés gris).

	<i>Néo-positivisme</i>	<i>Rationalisme interactif (néo-positivisme revisité)</i>	<i>Romanticisme</i>	<i>Localisme</i>	<i>Mon positionnement</i>
Objectif	Créer des données objectives, comparables et libres de leur contexte	Créer des données objectives mais éviter des réponses superficielles	Gagner accès à la subjectivité authentique des interviewés	Étudier l'entretien en situation comme un cas en soi	Comprendre des phénomènes sociaux à partir du sens donné par les acteurs
Modalités	Réaliser un protocole de recherche stricte et s'y tenir	Comprendre la culture et la langue des répondant pour gagner en légitimité, tout en gardant un protocole strict	Style d'entretien ouvert, sans structure, privilégier le récit de vie aux réponses aux questions	Style d'entretien ouvert, privilégier la conversation aux réponses aux questions	
Attitude du chercheur	Être le plus neutre possible, ne jamais devenir personnel	Garder une attitude neutre tout en partageant ses interprétations	Attitude empathique, active et flexible	Ne pas chercher à orienter ou à contrôler la conversation	
Hypothèse ontologique de l'entretien	Reflet fidèle des expériences / observations des interviewés	Reflet fidèle des expériences / observations des interviewés	Co-construction	Situation empirique locale	
Hypothèse épistémologique de l'entretien	L'entretien permet d'accéder aux « vraies » expériences des interviewés	L'entretien permet d'accéder aux « vraies » expériences des interviewés	L'entretien permet d'accéder aux « vraies » expériences des interviewés	L'entretien est uniquement utilisable dans le cadre de son contexte spécifique	L'entretien permet de comprendre comment les acteurs décrivent certains phénomènes sociaux et donc comment ceux-ci sont produits

Tableau 1.

Comme on peut le constater dans le tableau, les localistes reprochent aux néo-positivistes, rationalistes interactifs et romantiques de minimiser l'importance des effets contextuels, contingents et culturels sur le déroulement de chaque entretien, ce qui pose des problèmes pour toute tentative de généralisation au-delà de son cadre strictement local et particulier. Selon le localisme, il est vain de tenter d'utiliser l'entretien pour connaître quelque chose qui existerait en dehors de sa situation empirique locale (Alvesson, 2011, p. 19). Les localistes affirment également que les répondants s'arrangeront toujours pour fournir des réponses socialement acceptables selon les conventions de leur milieu et de celui du chercheur. L'idée qu'on puisse, grâce à une attitude empathique et une proximité avec ses interviewés accéder à leur subjectivité authentique est donc rejetée. Ces critiques sont pertinentes et à prendre au sérieux lorsqu'on entend s'appuyer sur des entretiens pour générer des connaissances sur des phénomènes dépassant le périmètre de l'entretien. En effet, une approche réflexive à la recherche demande d'être attentif à l'ambiguïté du langage et à sa capacité limitée à agir comme « miroir » d'une réalité sociale (Alvesson & Sköldberg, 2009). Cette attention devrait inviter à une attitude prudente mais non pas mener au rejet pur et simple de l'entretien comme mode d'enquête. Alvesson décrit la possibilité de tenir des positionnements épistémologiques mixtes, par exemple en combinant la considération pour les spécificités de contexte avec une attitude active pour encourager les répondants à aller au-delà des réponses institutionnelles, pour essayer d'extraire un sens qui serait présent en dehors du contexte de l'entretien (Alvesson, 2011, p. 22). Mes questions exploratoires et ensuite ma question de recherche, qui s'intéressent toutes au *comment* (« comment les analystes travaillent-ils ? Comment produisent-ils la performance ESG ? »), reflète cet intérêt pour les circonstances et processus locaux.

Je suis également consciente du risque des réponses « politiquement correctes » que certains interviewés pourraient me donner et ne partage donc pas l'objectif des romantiques d'accéder à leurs convictions les plus intimes. Or, je suis convaincue que l'entretien permet malgré tout d'apprendre quelque chose sur des idées partagées plus largement, à condition d'aborder ces idées sous plusieurs angles. L'objectif de mon enquête était d'étudier comment certaines idées sont conceptualisées dans certains milieux, à savoir la performance ESG par les analystes dans un contexte où on leur demande de plus en plus d'intégrer analyse financière et extra-financière. Pour cela, j'ai cherché à multiplier les contextes locaux (Alvesson, 2011, p. 25) et à adopter une attitude empathique, active et flexible afin de rendre l'interaction plus riche (Alvesson, 2011, p. 18). Les modalités de l'entretien étaient de privilégier la conversation aux questions prédéfinies dans un guide d'entretien. Dans cette conversation, il m'arrivait de partager mes

propres expériences personnelles, ce qui a sans doute poussé certains à s'ouvrir davantage sur leurs propres doutes et dilemmes. C'est pourquoi je considère l'entretien plutôt comme une co-construction, sans pour autant croire qu'il permet le reflet fidèle de l'expérience des interviewés.

Souvent, le *comment* façonne le *quoi* dans la création de sens social. La reconnaissance du caractère performatif des processus de création de sens social impose le constat que la façon dont on parle des phénomènes dans des contextes locaux précis influe parfois sur ces phénomènes eux-mêmes. Ceci semble d'autant plus vrai lorsque ces phénomènes sont mal définis et peu tangibles, comme c'est le cas pour la performance ESG. Les entretiens avec les analystes en cours d'élaboration d'une méthodologie intégrée ont été particulièrement illustratifs de ce phénomène : très souvent, le choix des indicateurs avait été influencés par des contraintes émanant d'un certain discours sur la performance ESG. Tout en cherchant à développer une méthodologie susceptible de faire bouger les lignes, ces analystes étaient contraints de s'adapter à ce discours autour de la matérialité financière et de sélectionner leurs critères en fonction. Pour ces analystes, le déclaratif s'est donc transformé en performatif et à ce titre, c'est le déclaratif qui est à observer pour comprendre le performatif. Le choix pour l'enquête par entretien semble donc justifié pour étudier comment s'entremêlent le déclaratif et le performatif. Par ailleurs, la performativité des modèles et des théories dans le domaine de la finance a précédemment été démontré par de nombreux chercheurs en sciences sociales (MacKenzie, 2006; MacKenzie & Millo, 2003).

Concernant l'enquête de terrain par entretien, je revendique donc un positionnement épistémologique mixte entre localisme et romanticisme. Ce positionnement me semble cohérent avec la question posée, qui s'intéresse à la production d'un concept (la performance ESG), ainsi qu'avec le champ sous étude, à savoir les marchés financiers. Je complète le tableau 1 ci-dessus avec mon objectif, qui est de comprendre des phénomènes sociaux à partir du sens donné par les acteurs, ainsi que mon hypothèse épistémologique, qui est que l'entretien permet de comprendre comment les acteurs décrivent certains phénomènes sociaux et donc comment ceux-ci sont produits.



### 2.3. Collecte de données<sup>65</sup>

La source principale des informations étudiées pour cette thèse sont des entretiens. Au total, 41 entretiens semi-directifs ont été réalisés pour une durée totale de 2 817 minutes, représentant 613 pages de retranscriptions (interligne 1). 21 de ces entretiens ont été menés avec des analystes, 6 avec des directeurs de recherche, 8 avec des « pionniers de l'ISR » et 6 avec d'autres acteurs. Voir l'[annexe 3](#) pour une vue d'ensemble des entretiens réalisés.

#### 2.3.1. Entretiens semi-directifs avec analystes et directeurs de recherche

Parce que l'objectif de mon étude était d'explorer la diversité d'approches à la production de la performance ESG, j'ai également cherché à cibler une grande diversité de profils : des analystes buy-side, sell-side, travaillant dans des agences de notation, des sociétés de gestion, des brokers... Cette ouverture me semblait d'autant plus nécessaire que la montée en importance de l'ESG et la transformation du marché a fait émerger des profils nouveaux : analystes ESG transformés en analystes intégrés, analystes financiers transformés en analystes intégrés, analystes spécialisés en mathématiques financières (« quants ») transformés en analystes ESG... Il a bien sûr été impossible de constituer un échantillon qui serait un reflet fidèle de la population d'analystes aujourd'hui présente sur le marché. De toute manière, l'approche de collecte par entretien n'a pas vocation à se baser sur des populations représentatives, mais sélectionne plutôt des personnes susceptibles de produire des réponses aux questions posées (Blanchet & Gotman, 2015). Les analystes, par leurs pratiques, ainsi que les directeurs de recherche, par leur rôle dans la création et coordination méthodologiques, constituaient ainsi la première population ciblée de mon enquête.

Pour chaque entretien, je rédigeais un guide d'entretien personnalisé, avec des questions adaptées à chaque profil, organisées dans des grandes rubriques. Un exemple de guide pour un entretien avec un analyste extra-financier a été annexé à cette thèse ([annexe 2](#)). Je n'ai pas réalisé de guide d'entretien standardisé pour plusieurs raisons. Premièrement, le caractère exploratoire de l'étude demandait une attitude attentive et ouverte. Deuxièmement, en raison

---

<sup>65</sup> Une parfaite cohérence épistémologique avec mon étude initiale impliquerait de refuser, ici aussi, de faire référence aux « données », vu que rien n'est vraiment « donné », c'est-à-dire issu d'un monde séparé du chercheur (Brinkmann, 2014). Or, pour respecter les conventions de la recherche qualitative en sciences sociales et parce que les informations étudiées pendant l'étude principale étaient moins le produit de ma propre implication, je parlerai dans la description de la méthodologie de l'étude principale de « données ».

de la grande diversité des profils rencontrés, un guide d'entretien unique n'aurait pas été approprié. Troisièmement, l'objectif de cette enquête était, au-delà de ma propre expérience, de m'ouvrir aux autres et je ne voulais pas trop orienter les propos de mes répondants. A chaque fois, j'ai donc laissé l'analyste construire le narratif de son expérience et ses pratiques. Mais tout entretien prend la forme d'un échange, et mes réactions et relances étaient forcément influencées par mon passé d'analyste. C'est peut-être la raison pour laquelle mes relances étaient surtout interprétatives, dans le sens où je rebondissais sur le sens du discours constitué (Blanchet & Gotman, 2015). Je n'ai pas cherché à avoir une attitude neutre dans la conduite des entretiens. Cela me paraissait impossible et artificiel. L'honnêteté sur mon positionnement et mes raisons à faire une thèse a à mon sens été enrichissante pour deux raisons. D'abord, ma familiarité avec certains aspects techniques de la pratique d'analyse extra-financière a sans doute contribué à produire des réponses moins superficielles de la part des analystes. Mes connaissances en tant qu'ancienne praticienne ont donc aidé à approfondir les discussions. Mais mes expériences subjectives ont également aidé à produire des connaissances plus profondes. Car quand la discussion s'y prêtait, je ne me privais pas de partager des anecdotes de mes années d'analyste, ce qui souvent provoquait des réactions intéressantes. Avec certains analystes, j'ai également partagé mes motivations à faire de l'analyse extra-financière et mes désillusions quant à l'impact que je pouvais avoir. Ce partage créait une sorte de complicité entre moi-même et l'analyste qui a probablement incité certains à être plus ouverts sur leurs propres motivations ou doutes, sans que j'aie à leur poser la question explicitement. L'utilisation d'émotions comme source de génération de connaissances commence à être reconnue dans la recherche en gestion (Down, Garrety, & Badham, 2006; Gilmore & Kenny, 2015; Yousfi & Abdallah, 2020). Au-delà de l'écriture du chapitre auto-ethnographique, j'ai ainsi pu utiliser mes propres émotions, et celles de mes répondants, comme une ressource pour introduire de la réflexivité dans la phase de collecte (Yousfi & Abdallah, 2020). Cette réflexivité s'appliquait aux analystes, lorsqu'ils prenaient du recul sur leurs pratiques et expériences – une analyste m'a même explicitement remerciée pour mes questions pour cette raison – mais également à moi, lorsque je réfléchissais à mon positionnement de chercheuse personnellement engagée. Comme dans l'ethnographie réalisée par Yousfi & Abdallah (2020), la reconnaissance explicite des états d'esprit de moi-même et des analystes rencontrés, qui allaient de l'optimisme et de l'espoir à la frustration, la désillusion et la déprime, étaient une ressource d'approfondissement, un outil d'interprétation et une manière de reconnaître ma relation personnelle aux pratiques sous étude.

### 2.3.2. *Entretiens semi-directifs avec d'autres acteurs*

Dès mon inscription en thèse, j'étais consciente des enjeux politiques de l'analyse extra-financière et du marché de l'ISR. La première question de recherche que j'ai formulée, au moment de ma candidature au contrat doctoral, s'intéressait à la dimension politique des outils d'analyse de la performance extra-financière. Mon étude exploratoire a permis de prendre pleinement conscience de l'ampleur de cette dimension, à fortiori dès qu'il s'agit de la production de la performance ESG, qui aujourd'hui n'est plus réservée au « marché de niche » qu'était l'ISR. La production de la performance ESG est donc un processus politique dans lequel des positions divergentes peuvent s'affronter. Les choix faits par les analystes sont influencés, directement ou indirectement, par ces positions. Afin de comprendre pleinement comment la performance ESG est produite par les analystes, il fallait donc également obtenir une compréhension de l'influence des éléments structurels du champ sur ces choix individuels et organisationnels, et vice versa. Pour rendre compte de l'influence du champ sur les choix individuels et organisationnels, il a paru nécessaire de réaliser une cartographie des acteurs qui façonnent le marché de l'ESG. Ces derniers ne comprennent pas uniquement des acteurs de marché, mais également des régulateurs, des législateurs, des normalisateurs publics et privés, des chercheurs, des ONG, des associations de professionnels, des réseaux et des organes de réflexion (*think tank*). En raison du nombre important des acteurs impliqués et de la complexité du champ, j'ai dû réaliser plusieurs cartographies, reflétant la création, l'institutionnalisation et les tentatives de standardisation de la performance ESG au niveau national et global. Ces cartographies sont forcément incomplètes et peu lisibles (c'est pourquoi j'ai choisi de ne pas les annexer à cette thèse), mais elles m'ont aidé à identifier les acteurs centraux, comme les membres des groupes de travail de la Commission européenne dans le cadre de ses travaux sur la finance durable (notamment le High Level Expert Group – HLEG, mandaté pour conseiller la Commission sur la régulation du marché de l'ESG, et le Technical Expert Group – TEG, mandaté pour créer une taxonomie des activités économiques pouvant être considérées comme « durables »). Il n'est pas aisé de rentrer en contact avec ces personnes qui sont très sollicitées, mais j'ai pu réaliser un entretien avec un membre du TEG. Cet entretien m'a permis de mieux comprendre les dynamiques politiques à l'œuvre au niveau européen qui, en essayant d'intégrer l'ESG dans les textes législatifs, influencent déjà le travail des analystes et ont vocation à l'influencer encore plus dans le futur. Le régulateur, par les doctrines qu'il publie, donne le cadre légal qui encadre l'activité des analystes financiers. L'analyse ESG est certes une activité beaucoup moins régulée que l'analyse financière dans le cadre de la notation

crédit, mais elle suscite de plus en plus l'attention du régulateur, qui cherche à l'encadrer tout en évitant de donner des définitions. J'ai pu réaliser un entretien avec une représentante de l'AMF, qui a mis en place entité dédiée à la finance durable. Enfin, j'ai pu échanger avec des représentants de la DG Trésor, qui transpose les directives de la Commission européenne dans le droit français et joue donc un rôle important dans l'interprétation concrète de la performance ESG dans le reporting qui est demandé aux entreprises et aux intermédiaires financiers. Étant donné que les analystes adaptent le plus souvent leurs méthodologies au reporting des entreprises, il a été important de comprendre l'évolution des contraintes de reporting s'appliquant aux émetteurs. Ainsi, les entretiens qui rentrent dans la catégorie « autre » (voir l'[annexe 3](#)) étaient avec des personnes qui ne se définissent ni comme analyste, ni comme directeur de recherche, mais qui sont bien liées à une organisation avec un rôle important dans la production de la performance ESG de manière indirecte.

Le nombre relativement restreint des entretiens réalisés avec des représentants d'institutions publiques ou de régulation s'explique par l'objectif de ma recherche, qui est de comprendre comment les analystes produisent la performance ESG au niveau micro et non pas de réaliser un travail panoramique qui chercherait à cartographier les interactions entre institutions. Or, pour bien comprendre l'origine des tensions vécues par les analystes tout comme la nature des réponses qu'ils y apportent, il a été nécessaire de se pencher sur les dynamiques institutionnelles et de marché les plus importantes pour le travail des analystes.

Comme pour l'ensemble de mes interviewés, pour cette catégorie de répondants, je réalisais un guide d'entretien personnalisé à chaque fois, adapté aux particularités du rôle de la personne en question. L'objectif était d'identifier les constats sur le marché de l'ESG, les motivations pour faire l'intégration, les objectifs précis poursuivis et l'approche retenue pour chaque acteur.

### *2.3.3. Entretiens semi-directifs avec « pionniers de l'ISR »*

Au cœur de la nouveauté, il est parfois difficile de voir clair. A l'heure de l'écriture de cette thèse, l'analyse de la performance ESG monte rapidement en puissance, sans qu'il soit totalement clair ce qu'on entend par « ESG ». Il m'a semblé nécessaire de prendre du recul pour mieux en comprendre les origines. Afin de mettre les développements actuels dans un contexte historique et explorer comment les tensions associées à l'analyse extra-financière se sont transformées dans le temps, j'ai donc conduit un certain nombre d'entretiens avec des personnes

qui ont joué un rôle important dans la structuration du marché de l'ISR en France. Des 41 entretiens réalisés pour cette thèse, huit ont été menés avec ces personnes que j'ai appelées « pionniers de l'ISR » (voir l'[annexe 3](#)).

Pour ce groupe de répondants non plus, je n'ai pas suivi un guide d'entretien standardisé. Ce n'était pas nécessaire : ces personnes étaient contentes de raconter leur expérience et également, parfois, leurs propres déceptions et désillusions. Plus souvent qu'avec les analystes, ces entretiens prenaient la forme d'un monologue que je n'avais pas besoin d'interrompre. Mon approche dans ces entretiens était de retracer l'évolution de la carrière des répondants ainsi que les développements qu'ils ont pu observer tout au long de celle-ci. J'ai également récolté leurs visions personnelles sur la montée en puissance de l'intégration ESG comme approche dominante dans le marché la finance responsable. Ces personnes se connaissaient pour la plupart car aux débuts du marché français de l'ISR, ils « étaient une dizaine » à travailler sur ces sujets (pionnier 1). Parfois, je soumettais des citations que j'avais trouvées saisissantes, voire provocatrices, des unes aux autres, pour jauger leur réaction et identifier d'éventuels points de désaccord. L'objectif de cette partie de l'enquête était de retracer la généalogie du marché de l'ISR et de comprendre les prémisses de ce qu'on appelle aujourd'hui la performance ESG.

#### *2.3.4. Collecte de sources secondaires*

Pour prendre connaissance des positions des acteurs identifiés comme centraux dans la structuration du marché de l'ESG avec qui je n'ai pas pu obtenir un entretien oral, ou en complément des entretiens oraux réalisés, j'ai collecté les sources secondaires suivantes :

	Acteur	Rôle	Document	Date de publication
1.	Mark Carney	Gouverneur de la banque de l'Angleterre	Breaking the tragedy of the horizon—climate change and financial stability.	29.05.2015
2.	Moody's	Acteur de marché	ESG integration by Moody's	25.10.2017
3.	HLEG	Groupe d'experts mandaté par la Commission européenne	Financing a sustainable european economy. Final report by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance.	31.01.2018
4.	AMF	Régulateur	Finance durable: quel rôle pour le régulateur? Feuille de route AMF.	01.11.2018
5.	FinanceWatch	NGO	Response to the consultation on a framework for responsible investment	22.08.2018
6.	TCFD	Normalisateur privé	TCFD Implementation Guide	01.03.2019
7.	Mark Carney	Gouverneur de la banque de l'Angleterre	TCFD: strengthening the foundations of sustainable finance.	08.11.2019
8.	ANC	Normalisateur public mandaté par le Ministre de l'Economie et des Finances	Garantir la pertinence et la qualité de l'information extra-financière des entreprises: une ambition et un atout pour une Europe durable.	01.05.2019
9.	Blackrock	Acteur de marché	Towards a Common Language for Sustainable Investing.	01.01.2020
10.	Institute of International Finance	Association de professionnels	Sustainable Finance Policy & Regulation: The Case for Greater International Alignment	01.03.2020
11.	TEG	Groupe d'experts mandaté par la Commission européenne	Financing a sustainable european economy. Taxonomy: Final report of the Technical Group on Sustainable Finance.	09.03.2020
12.	Moody's-Vigeo	Acteur de marché	Opinion on sustainability - sample report	01.03.2020

Tableau 2.

L'enjeu de cette collecte était de réunir des documents reflétant les positionnements des acteurs que mes cartographies avaient aidé à identifier comme influents.

## 2.4. Analyse des données

### 2.4.1. Codage des entretiens et production d'une structure de données

Pour l'ensemble des entretiens réalisés, j'ai procédé à un codage ascendant du type « théorisation enracinée ». Malgré le caractère très laborieux de cette méthode, j'ai considéré qu'elle était pertinente dans mon cas parce que je voulais rester cohérente avec la démarche d'analyse de l'étude initiale et parce que je souhaitais d'abord mieux comprendre les phénomènes étudiés avant d'explorer les points d'adéquation avec des cadres théoriques divers. Le codage ouvert de l'ensemble des entretiens réalisés (41 entretiens) a produit le nombre vertigineux de 1 795 nœuds. Pour réduire ce nombre, j'ai supprimé les nœuds sans lien avec la question de recherche et en fusionnant les nœuds similaires. Afin de trouver des points d'accroche, je me suis appuyée sur les nœuds les plus encodés ainsi que sur le nœud « best of », où j'avais encodé les citations les plus parlantes. Les mémos réflexifs j'ai rédigés pendant le travail d'analyse (83 mémos) m'ont également aidée à m'orienter. C'est à travers cette sélection croisée quantitative (en comptant les récurrences) et qualitative (en retenant les nœuds les plus pertinents) que mes codes de premier ordre ont fini par émerger. J'ai tenté, pour « coller une

étiquette » à un ensemble de verbatim correspondant à une même idée ou action, de reprendre tant que possible les propos des interviewés pour créer des codes qui soient *informant-based* (Corbin & Strauss, 1990). Après cette première étape de codage ouvert, j'ai tenté de monter en abstraction par un codage « axial » à partir des liens entre les codes de premier ordre pour identifier les catégories qui devaient constituer mes thèmes de second ordre (Langley & Abdallah, 2011). Vu leur quantité trop importante, je n'ai pas pu intégrer l'ensemble des codes de premier ordre dans les thèmes de second ordre. J'ai donc procédé à une sélection sur deux critères : premièrement, les codes devaient être suffisamment représentés dans les entretiens pour « mériter » d'être intégrés dans la structure finale (critère quantitatif) et deuxièmement, il devait être possible de les relier entre eux d'une manière qui faisaient sens (critère qualitatif). Pour satisfaire ce dernier critère, j'ai particulièrement prêté attention aux ressemblances et différences entre les codes : l'idée était de construire, à l'intérieur de chaque thème de second ordre, des séries de codes similaires mais légèrement divergentes les unes des autres. Par exemple, le thème « s'adapter aux modèles disponibles » réunit les codes « regarder les méthodologies des autres », « utiliser des échelles du marché » et « prendre des outils existants » : chaque code de premier ordre décrit des stratégies légèrement différentes, mais ce qui les réunit est que ce sont trois manières de s'adapter aux modèles disponibles. Bien évidemment, puisqu'il est toujours possible d'organiser ces séries différemment en raison de la possible appartenance des codes de premier ordre à plusieurs thèmes de second ordre (Ayache & Dumez, 2011), la structure finale n'a pas spontanément « émergé » mais est bien le résultat de choix. Ces choix étaient orientés par la question de recherche d'une part et par des idées émergentes pendant le travail d'analyse d'autre part. La dernière étape de ce travail a consisté à rassembler les thèmes de second ordre dans trois dimensions agrégées. Pour cela, j'ai essayé de monter en abstraction en me demandant : de quoi est-il question ici ? (Tsoukas, 2009). Les trois dimensions agrégées décrivent dans des termes plus abstraits comment les analystes produisent la performance ESG en interaction avec les normes et le discours en vigueur dans le champ financier.

#### 2.4.2. *Positionnement épistémologique pour le codage des entretiens*

Le codage dans le cadre de la théorisation enracinée est une technique d'analyse de données qualitatives décrite comme inductive (Corley, 2015; Gioia et al., 2013), basée sur l'idée que les données pourraient parler pour elles-mêmes (Brinkmann, 2014). L'objectif d'une démarche d'analyse inductive est ainsi de générer des concepts théoriques à partir de l'analyse minutieuse

de données empiriques, sans médiation par de quelconque concepts théoriques ou idées préexistantes. Malgré mon utilisation de cette technique, et tout comme pour l'étude initiale, mon positionnement épistémologique dans l'étude principale peut être plus justement qualifiée d'abductive. Comme la méthode inductive, la méthode abductive trouve son point de départ dans l'observation de phénomènes empiriques. Mais à la différence de cette dernière, la méthode abductive introduit l'interprétation dans le processus d'analyse et cherche activement à identifier et à affiner des structures sous-jacentes plutôt que d'attendre à ce que ces structures émergent spontanément de l'analyse d'une grande quantité de données (Alvesson & Sköldbberg, 2009). Ma posture abductive s'exprime dans le sens où je n'ai pas cherché à faire émerger des théories générales à partir de mon codage, mais plutôt à organiser mes idées, qui étaient en partie préexistantes, qui se sont en partie transformées et qui ont en partie émergé pendant la conduite des entretiens et leur analyse. Je ne me suis pas rendue sur le terrain sans idées en tête, et ma volonté première n'était pas de générer de nouveaux concepts théoriques, ce qui selon Gioia et al. (2013) devrait être l'objectif des études qualitatives inductives. Mon point de départ était plutôt un étonnement et une volonté de comprendre des phénomènes auxquels j'avais été confrontée et dont j'avais une certaine perception. C'est pour ces raisons que je me retrouve plus dans l'approche de l'analyse décrite par Alvesson & Kärreman (2011) pour qui « abduction is not driven by data or theory, but by astonishment, mystery, and breakdowns in one's understanding » (cités par Brinkmann, 2013, p. 722). Mon approche de l'analyse adoptait certes les étapes et la technique de la théorisation enracinée mais était pareillement infusée de mes idées et expériences.

J'ai essayé d'être réflexive sur l'influence de ces idées et expériences sur le processus d'analyse. Car comme j'ai pu le décrire dans le chapitre auto-ethnographique, mon parcours n'est pas celui d'une analyste financière, mais d'une personne souhaitant contribuer au développement durable et qui avait identifié la finance comme levier potentiel. J'avais projeté mon espoir sur la finance « durable » mais j'avais très peu de considération pour le monde financier en tant que tel, que je voyais comme un outil potentiellement puissant mais sans valeur intrinsèque. Je pense qu'on peut même dire que je ressentais un certain dédain pour le monde financier et pour ses acteurs dont la préoccupation unique, dans ma perception au moins, était de maximiser le rendement de leurs portefeuilles. La figure du financier classique était pour moi personnifiée par le deuxième directeur général qu'on avait connu à l'agence, le vétéran de la finance qui avait dépeint les analystes qui ne voulaient pas lâcher l'approche « profonde » à l'analyse comme des idéalistes naïfs à qu'il fallait expliquer le fonctionnement du monde financier (il avait sans



doute raison sur ce point). A mes débuts comme analyste ESG, j'étais arrivée avec l'idée que, pour avoir un métier qui contribuerait à la solution du problème, il suffirait de m'intégrer dans un secteur à fort potentiel d'impact pour pouvoir améliorer les choses. J'avais sous-estimé la puissance et l'inertie des institutions, des structures de rémunération et d'avancement des carrières, des méthodologies et des épistémologies, et j'avais surestimé ma propre possibilité d'agence. La déception qu'avait engendrée le constat de ces erreurs de calcul est à l'origine de cette thèse, et un de ses enjeux était de creuser cette déception, d'en expliquer les causes et les conséquences, et d'essayer de mettre à la place d'autres qui la connaissaient également, ou qui au contraire avaient des perceptions très différentes.

C'est pour cette raison que l'approche empirique au codage m'a semblée adaptée, car comme l'écrivent Alvesson & Sköldbërg, « empirical material [...] can generate arguments for or against the championing of theoretical ideas and a particular way of understanding the world. Sometimes it can also be fruitful to allow interpretations of empirical material (interpretations of an already interpreted reality) to torpedo an idea or theory » (p. 369). Dans mon cas, j'avais des interprétations personnelles assez prononcées de mon ancienne pratique professionnelle et ses institutions. L'enjeu de l'étude précise des retranscriptions d'entretien était donc de m'ouvrir aux interprétations des autres avant de les interpréter à travers un cadre théorique. Mais comme l'affirment également Alvesson & Sköldbërg, « the very nature of data, impregnated with theory and interpretation, reduc[es] the capacity to say clearly yes or not to a particular way of constituting and understanding a social phenomenon » (p. 370). Les données codées sont donc construites, ou co-construites, et même si j'ai essayé d'être « rigoureuse » dans le codage et attentive au sens donné par les interviewés, la structure de données produite porte toujours des traces des idées avec lesquelles j'ai démarré cette thèse. Tout codage se fait sur des choix ; ces choix s'expriment par l'encodage de certains extraits et pas d'autres dans le nœud « best of » ou encore par la rédaction des mémos sur des phénomènes qui m'intéressaient particulièrement, qui ont influé sur la production de la structure de données. C'est pour cette raison qu'on ne peut pas vraiment qualifier ma démarche à l'analyse comme « inductive » au sens où elle chercherait à « faire parler les données » afin de générer des concepts. Ma démarche était interprétative, sans traiter les données comme « brute data independent of the interpretive desires of the data "collector" » (St. Pierre & Jackson, 2014, p. 716).

#### *2.4.3. Analyse discursive des sources secondaires*

Pour rendre compte des dynamiques plus macro qui influent sur la production de la performance ESG par les analystes, j'ai mené des entretiens avec d'autres acteurs, complétés par des sources documentaires publiés par certains acteurs avec qui je n'ai pas pu discuter directement. Pour esquisser les contours de la définition dominante de la performance ESG, il a fallu creuser cette dimension politique et démêler les interactions très complexes entre différentes catégories d'acteurs. Pour cela, j'ai procédé à un codage descriptif transversal, appliqué sur les retranscriptions d'entretiens et sur les documents collectés, pour distinguer les rôles, constats, convictions, motivations, objectifs, approches et définitions de chacun des acteurs identifiés.

- Rôles : le statut de chacun des acteurs
- Constats : les constats concernant les dynamiques de standardisation / régulation de l'intégration ESG
- Convictions : les convictions sous-jacentes (par exemple sur le rôle de la finance pour promouvoir le développement durable)
- Motivations : les raisons communiquées pour favoriser l'intégration ESG
- Objectifs : les objectifs concrets identifiés concernant l'intégration et la standardisation de l'ESG
- Approches : les approches recommandées / mises en œuvre pour atteindre les objectifs identifiés
- Définitions : les définitions de la performance ESG mises en avant

L'objectif de ma thèse est d'étudier comment la performance ESG est produite et non pas de comprendre le détail de ces multiples interactions. C'est pourquoi j'ai limité cette analyse documentaire à un nombre assez faible de documents-clé, les plus à même de contribuer à la définition dominante (voir 2.3.4. Collecte de sources secondaires). Il s'agissait ici de contextualiser et non pas de produire une cartographie détaillée des interactions entre les différents acteurs et leurs visions sur la performance ESG. En revanche, suivant les préceptes de l'analyse discursive critique, j'ai été attentive à la multiplicité des visions et aux mécanismes qui ont permis au discours dominant de s'imposer (Langley & Abdallah, 2011).

#### *2.4.4. Codage des entretiens avec « pionniers de l'ISR »*

L'enjeu des entretiens avec les « pionniers de l'ISR » était de retracer l'évolution de l'analyse extra-financière dès ses prémisses à aujourd'hui, pour identifier les éléments qui ont façonné la définition de la performance telle qu'elle s'affirme aujourd'hui dans l'approche dominante. Pour cela, j'ai réalisé des entretiens avec huit personnes qui avaient été là au tout début de l'émergence

du marché français de l'ISR. J'ai retracé avec eux les évolutions majeures de leurs carrières, les évolutions les plus importantes du marché de l'ISR et leurs visions sur les développements récents. Dans l'analyse, j'ai cherché à identifier :

- les convictions au début et aujourd'hui : **quelles**/les croyances sur lesquelles sont fondés les constats, motivations, objectifs et approches (exemple : convictions au début – « mission de service public »)
- les constats au début et aujourd'hui : **quoi**/les faits reconnus qui expliquent le choix pour l'ISR (exemple : constats au début comme aujourd'hui – pouvoir de la finance)
- les motivations au début et aujourd'hui : **pourquoi**/les raisons pour lesquelles on s'engage dans l'ISR (exemple : motivations au début – un apport positif)
- les approches au début et aujourd'hui : **comment**/les techniques mises en œuvre pour réaliser la recherche (exemple : approches au début – aller voir les entreprises)
- les obstacles au début et aujourd'hui : **malgré**/les tensions, difficultés, défis à surmonter pour réaliser la démarche (exemple : obstacles au début – absence de données)

J'ai donc procédé à un codage longitudinal pour tracer l'évolution de ces aspects depuis les prémisses de l'ISR à aujourd'hui. Certains pionniers sont toujours actifs aujourd'hui et dirigent typiquement des départements de recherche ou continuent à façonner la performance ESG d'autres manières. C'était le cas de quatre des huit personnes interviewées. Pour les entretiens réalisés avec ces personnes, j'ai procédé à un double codage : un codage généalogique avec les codes énumérés ci-haut, et un codage ascendant (voir 2.4.1.) pour répondre à ma question de recherche principale.

Pour résumer, mon design de recherche se distingue en deux études : une étude initiale, menée avant l'inscription en thèse au moment de travailler comme analyste ESG dans une petite agence de notation, et une étude principale principalement basée sur une enquête de terrain par entretiens. J'ai mené 41 entretiens avec des acteurs de l'analyse extra-financière, dont 21 avec des analystes, 8 avec des directeurs méthodologiques, 6 avec des « pionniers de l'ISR » et 6 avec d'autres acteurs. Les retranscriptions d'entretien ont été analysées de manière ascendante. Des sources secondaires ont été collectées pour contextualiser les données d'entretien. La structure de données qui sera commentée dans le chapitre suivant est le produit de mon interprétation. Ma posture est interprétative et réflexive, dans le sens où j'ai essayé d'être réflexive sur les facteurs qui ont pu influencer cette interprétation. Ces facteurs sont

principalement liés à mes idées et expériences personnelles par rapport au phénomène étudié. Ma démarche est abductive, dans le sens où j'ai voulu comprendre des phénomènes vécus jugés surprenants (Brinkmann, 2014) en mobilisant mon interprétation pour organiser mes idées sur les structures sous-jacentes à ces phénomènes (Alvesson & Skoldberg, 2009).



## IV. Échos d'un champ sous tension

Résultats

## **Prologue : Motivations personnelles des analystes**

En avant-propos du chapitre, je compare les motivations personnelles des analystes à profil extra-financier et financier à faire des analyses de la performance ESG. Le premier groupe a généralement une conception instrumentaliste de la finance (durable) : celle-ci est envisagée comme un instrument pour transformer les pratiques des entreprises ou des investisseurs. Le deuxième groupe considère non pas la finance, mais la performance ESG comme un instrument, utilisé pour détecter des enjeux extra-financiers qui pourraient constituer des risques ou opportunités financiers pour l'entreprise. En d'autres termes : si les analystes extra-financiers cherchent à mettre la finance au service de l'extra-financier, les analystes financiers essaient plutôt de mettre l'extra-financier au service de la finance.

### **1. La production d'un champ organisationnel**

L'idée de plus en plus répandue que la performance ESG serait corrélée à la performance financière a rendu l'analyse ESG mainstream. Ce consensus mène à des restructurations de marché comme résultat des nombreuses fusions et acquisitions impliquant des acteurs spécialisés dans l'analyse extra-financière. Malgré l'intérêt que suscitent ces acteurs auprès des investisseurs et gérants d'actif, le coût élevé de l'analyse extra-financière les contraint à se réinventer pour rester rentable. Une première conséquence est une accélération et une industrialisation des pratiques d'analyse, parfois au détriment de leur qualité et profondeur. Une deuxième conséquence est une intégration progressive des profils d'analyste, qui sont de plus en plus amenés à réaliser des analyses dites « intégrées ». On constate donc une émulation entre analystes et gérants aux profils hybrides.

### **2. La production d'un discours autour de la matérialité financière**

Le consensus sur la « matérialité » de l'ESG, c'est-à-dire son impact financier, influence la manière dont les analystes parlent de leur travail. Afin de se conformer au discours en vogue et paraître professionnel, ils ont tendance à justifier la plus-value de leurs analyses en référence aux risques financiers, soit directement, soit indirectement en évoquant des nouvelles normes susceptibles de se transformer en risques. Pour ne pas être accusé de subjectivité, ils cherchent à se justifier en référence aux chiffres pour attester de la pertinence de leurs méthodologies.

### **3. La production de la performance ESG**

Les injonctions qui émanent du champ et du discours ont leurs répercussions sur la façon dont les analystes produisent la performance ESG : ils s'adaptent aux informations disponibles, en se limitant aux indicateurs qui leur permettent de produire des analyses comparables ; ils s'adaptent aux modèles et outils existants, même quand ceux-ci semblent peu appropriés pour refléter les caractéristiques des informations extra-financières ; ils s'adaptent aux attentes des acteurs financiers sur la forme et le contenu des informations, qui doivent pouvoir être intégrées à leurs stratégies d'investissement. Mais face aux complexités inhérentes à l'analyse de la performance extra-financière, certains analystes réintègrent leur propre réflexivité, disent vouloir assumer leur subjectivité et leur responsabilité d'analyste, ce qui passe parfois par des ajustements manuels de scores calculés automatiquement ou par l'intégration de leur éthique personnelle.

## **Épilogue : les analystes et leurs émotions**

En épilogue, je propose une caractérisation des différents profils d'analystes rencontrés en fonction de leurs émotions. Celles-ci vont de la satisfaction à pouvoir mettre l'ESG au service de la finance pour toujours mieux prédire les risques et les opportunités des entreprises, à la frustration, voire la déprime de ne pas pouvoir mettre la finance au service de l'ESG à cause des injonctions du champ financier.

## Prologue : motivations personnelles des analystes

L'un des objectifs de cette thèse a été de mieux comprendre les caractéristiques du champ dans lequel j'ai eu cette première expérience professionnelle décevante qui m'a fait douter de la capacité de l'analyse extra-financière à rendre la finance vertueuse. Pour cela, j'ai dû m'ouvrir aux autres analystes qui pratiquent l'analyse extra-financière. Ce chapitre rend compte de leurs témoignages ; ces échos du champ racontent comment ils tentent d'intégrer les injonctions de la finance et de l'extra-financier et les tensions que cela provoque. Ces analystes n'ont pas tous le même profil : certains ont fait des études en sciences humaines et sociales et travaillent comme analyste ESG ; d'autres ont fait des études en finance et ont travaillé quelques années comme analyste financier avant d'être formé à l'analyse extra-financière ; encore d'autres avaient travaillé d'abord comme analyste ESG avant d'être reconverti en analyste intégré. À la suite des développements au niveau du champ organisationnel qui seront commentés dans la première section de ce chapitre, il existe désormais une multitude de profils à la frontière de l'analyse financière et extra-financière. Les motivations mises en avant pour faire de l'analyse ESG ne sont pas les mêmes selon les profils. L'analyse des entretiens réalisés a fait ressortir deux tendances. Globalement, pour les analystes en provenance du monde de l'analyse extra-financière, la motivation principale pour choisir leur métier semble être la volonté d'utiliser la finance comme puissant levier de transformation. Pour les analystes qui maintenant sont amenés à réaliser des analyses ESG en complément ou intégrées à leur analyse financière mais dont les premières expériences professionnelles étaient en finance classique, la motivation semble plutôt être une injonction qui vient de leurs supérieurs ou du « marché », où la croyance se répand que l'ESG aide à mieux anticiper des risques financiers.

### **Les analystes à profil extra-financier : utiliser la finance comme levier puissant de transformation**

Des 21 entretiens réalisés avec des analystes, 17 l'ont été avec des personnes plutôt issues du champ de l'analyse extra-financière. La plupart de mes interviewés étaient encore jeunes (entre 25 et 40 ans) et au début de leur carrière. Certains avaient fait des masters en sciences humaines et sociales, d'autres avaient été formés dans des écoles de commerce et fait des masters en finance classique, mais tous partageaient une sensibilité pour des thématiques



environnementales et sociales. Cette sensibilité avait différentes origines et était apparue à des moments différents de leur parcours : pour certains, c'était après un échange universitaire à l'étranger qu'un intérêt pour des économies en développement avait émergé, pour d'autres, c'était après la perte d'un proche et une dépression, pour encore d'autres, c'était la formation qui avait provoqué l'envie de chercher des thématiques sociales et environnementales qui n'avaient pas été abordées pendant leurs études.

[...] je n'ai pas du tout aimé, le master finance. Parce que j'étais avec des clichés de gens qui sont en finance, donc des gens de Wall Street et c'était très pesant, parce que je trouvais qu'il n'y avait aucune réflexion sur des problématiques connexes à la finance, que ce soit le développement, l'environnement, les questions de société etc. Donc j'ai trouvé la réflexion très pauvre en fait et uniquement focalisée sur des débats, des questions de profit, de valorisation sociale parce qu'on allait travailler dans telle banque, telle banque. Donc ça m'a un peu dégoûté en fait, et ça m'a renforcé plutôt dans mon envie de pouvoir relier des questions économiques et financières avec le social et l'environnement. (analyste ESG)

Pour certains qui avaient fait un master en finance classique, l'absence d'enseignements en matière d'ESG<sup>66</sup> les avait poussés à chercher des compléments à leur formation par le biais de stages et de mémoires, qui parfois leur permettaient de décrocher un premier poste chez un gérant d'actifs ou agence de notation spécialisée en analyse extra-financière.

Alors, moi, je suis rentré là-dedans plus ou moins grâce à mon mémoire de fin d'études. Je venais du milieu de la finance et je voulais trouver une thématique sociale et environnementale, donc j'avais travaillé un peu sur la microfinance, et en M2 j'ai fait un mémoire sur les obligations vertes, donc les green bonds. Et en partant de là, j'ai réussi à avoir un stage chez [la société de gestion spécialisée sur la finance durable] Mirova, qui était un acteur de référence sur les obligations vertes. (analyste ESG buy-side)

D'autres avaient fait le cheminement inverse : après une formation en développement durable, le stage de fin d'étude avait permis d'identifier la finance comme levier potentiel de changement de pratiques.

Je n'étais vraiment pas intéressée...en fait, je n'étais pas intéressée par la finance pour la finance, j'étais très tentée développement durable et je me suis rendu

---

<sup>66</sup> Cette absence a été expérimentée par la totalité de mes interviewés mais est susceptible de changer au sein de certaines écoles de commerce, comme Kedge Business School, qui propose depuis 2018 un master « Sustainable Finance », dont la vocation est de former des futurs profils « à double expertise financière et extra-financière ».

compte, un peu tardivement d'ailleurs, dans mon stage de fin d'étude, que le levier financier pouvait être un bon levier de développement des pratiques. [...] Donc voilà, moi j'arrive ici, je me dis ok ça peut être un bon levier mais euh, c'est qu'un levier quoi, c'est vraiment qu'un moyen et ce n'était pas une finalité pour moi. (analyste-gérante intégrée)

Ce groupe d'analystes ne s'intéresse donc pas à la finance pour la finance, mais pour ce qu'elle permettrait de faire. La finance était un moyen de transformation et non pas une fin en soi. Ces jeunes diplômés d'école de commerce ou d'université avec l'envie de contribuer à un changement positif ont choisi la finance pour la puissance de son potentiel de changement.

Et puis, l'année qui a suivi, on a commencé des cours de finance de marché de façon pure, et on a commencé à parler de gouvernance. On a commencé, j'ai commencé à comprendre les volumes qu'il y avait en investissement, en asset management. Je me dis, mais en fait, le pouvoir est là. (analyste ESG)

Quels sont donc ces changements que ces analystes espèrent pouvoir opérer par le biais de la finance ? D'une part, il s'agit de réorienter des flux de financement vers des projets ou des entreprises à impact positif, et donc d'utiliser la finance pour faire financer « des trucs utiles ».

Et donc j'avais travaillé sur le financement de la transition énergétique déjà et sur comment attirer des capitaux pour financer la transition énergétique. Donc ce n'était pas de l'ISR mais il y avait déjà cette idée de comment faire dévier un peu à la finance pour qu'elle finance des trucs utiles quoi. (analyste ESG buy-side)

D'autre part, l'idée est d'exercer une influence sur les entreprises, afin qu'elles changent leurs pratiques. Une analyste-gérante me dit ainsi avoir compris, « assez tardivement », qu'elle pouvait utiliser la finance comme « moyen pour développer des pratiques responsables dans les entreprises ».

Mais il y a encore une troisième finalité, moins liée à l'impact extérieur des pratiques de financement qu'à sa logique interne. Certains analystes extra-financiers rencontrés me confient leur espoir de transformer le secteur financier de l'intérieur. Ils se voient comme des « lanceurs d'alerte sur les problématiques du monde de la finance » (analyste ESG sell-side) ; des acteurs qui sont dans un système dont ils ont la responsabilité d'alerter sur les pratiques irresponsables. Même s'ils ne vont pas jusqu'à décrire la finance comme un monde hostile à infiltrer pour le

détruire de l'intérieur, l'espoir d'impulser du changement « comme un virus », pourrait être décrite comme une forme d'entrisme.

Il y avait, c'est vrai, ce double enjeu, réussir à faire évoluer les pratiques des entreprises, et réussir aussi un peu entre guillemets en tant que virus, à transformer la finance. (analyste-gérante intégrée)

Le choix pour le secteur financier ne semble donc pas relever d'une passion pour la finance mais d'un calcul pragmatique pour identifier les leviers les plus à même d'optimiser son impact. Peut-être influencés par leur formation en école de commerce, certains analystes traduisent leur volonté de maîtriser et de maximiser leur impact par des réflexes gestionnaires, comme la réalisation de bilans.

C'était ça [est-ce que la finance est un bon levier pour le développement durable ma question], ma question, enfin mon hypothèse de départ et celle sur laquelle je m'étais dit, dans 5 ans, je ferai un bilan. (analyste-gérante intégrée)

Je ferai le point d'ici deux ans, à la fin de mon contrat d'apprentissage, sur l'impact que j'ai pu avoir. Si j'ai pu avoir un impact positif, c'est-à-dire pu contribuer à une réorientation du marché financier vers plus d'intérêt général, je resterai peut-être dans ce secteur. (analyste ESG)

Ainsi, ces jeunes analystes ont la volonté de construire leur carrière en cohérence avec leurs valeurs. C'est une caractéristique de la génération dont moi aussi je fais partie, une génération qui est « majoritairement attirée par ce genre de trucs » (analyste ESG), et dont certains, après 3-4 ans dans les métiers de la finance classique, peuvent se heurter à « la réalisation de ce que [ils font] n'a pas beaucoup de sens » (*ibidem*). C'est pourquoi, pour les analystes extra-financiers rencontrés, s'ils allaient faire de la finance, « il fallait que ce soit responsable » (analyste ESG sell-side). Le choix pour la finance durable est ainsi l'expression d'une construction identitaire, que ces analystes pensent pouvoir maîtriser.

J'imagine que on est dans une génération où... Tu vois, moi j'ai commencé mes études au moment de la crise financière. Et du coup, et puis tu essaies de trouver ta place dans la société.

Peu intéressés au fonctionnement ou à la logique interne de la finance, ils espèrent pouvoir l'utiliser comme un instrument, afin d'avoir un impact positif et d'ainsi « trouver leur place dans la société ».

## **Les analystes à profil financier : utiliser l'ESG pour mieux percevoir les risques**

Pour les analystes financiers interrogés, le choix pour l'ESG n'est généralement pas le fruit d'une réflexion personnelle mais plutôt le résultat d'une décision prise à des niveaux supérieurs de leur structure. Certains se sont, après un début de carrière en analyse financière quantitative, convertis à l'ESG à la demande de leur hiérarchie pour pouvoir développer une expertise en interne. D'autres sont formés à l'analyse ESG par un analyste ESG venu d'une autre structure à laquelle leur entreprise s'est associée. Encore d'autres sont conviés à des formations hebdomadaires obligatoires par leurs collègues analystes ESG dans l'objectif de devenir analyste intégré. Pour ce groupe d'analystes qui ont suivi le parcours d'un financier classique, le passage à l'ESG s'inscrit moins dans un projet de carrière construit autour de la recherche d'un impact, mais semble plus une réponse aux évolutions du marché. Ces évolutions leur sont communiquées par leur hiérarchie, par exemple par la diffusion d'études académiques et de marché sur l'ESG. Fréquemment dans ces études, il est fait référence aux scandales qui ont fait perdre de l'argent aux entreprises.

Et du coup, aussi, ce qu'il a aidé c'est que ces dernières années il y a eu quelques scandales assez importants sur les marchés de crédit et on s'est rendu compte après coup qu'il y avait un système de gouvernance qui ne fonctionnait pas du tout dans ces sociétés dans lesquelles il y a eu des scandales comptables notamment. Et donc ça a remis la gouvernance à l'ordre du jour en fait de manière assez brutale. (analyste financier)

Au-delà des problématiques de gouvernance, qui sont généralement déjà prises en compte par les analystes financiers fondamentaux<sup>67</sup>, les dimensions environnementales et sociales sont plus difficiles à intégrer dans une recommandation financière. Leur matérialité financière est moins évidente et se réalise généralement à des horizons de temps qui excèdent la durée de détention de l'action ou de l'obligation. Or, puisque certains acteurs dominants se sont positionnés sur l'ESG, l'objectif reste, malgré les difficultés qui y sont associées, d'intégrer l'ensemble de ces éléments qui auront « un impact sur la performance financière à un moment ».

---

<sup>67</sup> Par opposition à l'analyse quantitative, qui s'appuie sur des mathématiques financières pour construire des portefeuilles « optimaux » (en termes de risque et rentabilité attendue) compte tenu des mouvements de marché, l'analyse fondamentale cherche à fournir, par un examen approfondi des comptes d'une entreprise, une évaluation de sa performance, sa solvabilité et sa stratégie. Voir également le petit panorama de profils d'analystes (annexe 4).

Le fait est qu'il y a une tendance de fond chez les investisseurs, les autres agences de notation, Standard & Poor's par exemple, en janvier qui présentaient, qui publiaient sur le fait qu'ils avaient intégré dans leur nouvelle méthodologie des critères environnementaux, sociaux, gouvernance. Les investisseurs sont de plus en plus demandeurs de cela aussi parce que même si c'est dur à prendre en compte, le fait est que ça a un impact sur la performance financière à un moment. Et donc, il y a quand-même un mouvement de fond qu'on ne peut pas se permettre de rater nous. (analyste financier)

Pour les analystes à profil financier, l'intégration ESG signifie une transformation des pratiques et demande de regarder des choses qu'ils n'avaient pas l'habitude de regarder, communiquées dans des formes nouvelles pour eux. Cela peut être perçu comme un obstacle, d'autant plus que ces analystes ont généralement des objectifs chiffrés à atteindre en termes de nombre d'entreprises à évaluer par unité de temps et sont, pour ceux qui sont en sell-side<sup>68</sup>, en concurrence entre eux. Mais les analystes crédit sont censés prendre en compte tous les facteurs qui pourraient compromettre la capacité d'une entreprise à rembourser sa dette. Pour les motiver à s'intéresser à cette nouvelle dimension, plus laborieuse, de l'analyse, on leur communique donc que ces facteurs peuvent être importants, produisant ainsi une crainte de passer à côté de quelque chose qui aurait pu expliquer un défaut.

Donc ils savent que c'est important et ils savent que s'ils ne prennent pas ça en compte, peut-être qu'ils vont passer à côté de quelque chose et derrière, si la boîte fait défaut et c'est eux qui la couvrent, bah, c'est eux qui... (analyste ESG ayant pour mission de former des analystes financiers à l'ESG)

Certains analystes financiers, notamment ceux qui travaillent dans des structures buy-side et pratiquent l'analyse fondamentale, considèrent l'ESG comme un enrichissement de leur analyse. L'intégration des éléments extra-financiers permet de « mieux comprendre la réalité de l'entreprise » (analyste intégré), d'avoir une analyse plus « objective » (analyste intégré), voire d'obtenir « une vision parfaite de la société » :

C'est sûr qu'aujourd'hui qu'avec *equity*, crédit, ESG, on a une vision parfaite de la société hein, vraiment parfaite, on sait exactement où elle va, on arrive à mesurer les risques. (analyste intégrée)

---

<sup>68</sup> Les analystes sell-side effectuent des analyses qui sont ensuite vendues aux clients externes. Les analystes buy-side réalisent leurs analyses pour les gérants de leur propre structure. Voir également le petit panorama de profils d'analystes (annexe 4).

Les analystes à profil financier interrogés semblent avoir une relation moins instrumentaliste à la finance. Ils n'ont pas choisi d'intégrer ce secteur dans l'espoir de pouvoir l'utiliser pour effectuer un changement positif dans la société. L'un se dit « analyste dans l'âme » (analyste intégré), une autre confie aimer jouer au « détective » en cherchant les informations pour construire « l'histoire à raconter » et à présenter aux gérants (analyste intégrée). Ils aiment l'analyse financière en tant que telle, et l'intégration de ces nouvelles dimensions rend leur argumentaire plus puissant et leur donne l'impression d'avoir une vision plus complète de l'entreprise. Leur motivation est donc l'exact inverse de celle des analystes à profil extra-financier : plutôt que de vouloir transformer la finance de l'intérieur et de diriger sa puissance vers l'extra-financier, ils cherchent à intégrer l'extra-financier pour rendre l'analyse financière plus puissante. Par ailleurs, pour les analystes qui s'intéressent à la finance pour la finance mais qui peuvent avoir du mal avec l'image du secteur auprès de « personnes lambda », l'ESG donne une légitimité nouvelle.

Euh, je sais pas, enfin, ça a toujours été un secteur qui m'attirait, après c'est vrai que toute la dimension ESG, ISR, ça a donné un plus, parce que je trouve que la finance peut avoir, on peut avoir des préjugés sur le secteur de la finance qui au final, quand on dit mais oui, mais [...] on prend aussi en compte l'ESG, donc c'est environnement, social et gouvernance, on va regarder tout ce qui est stratégie RSE de l'entreprise, alors là, ça parle aux gens et donc ils se disent, bon en fait, c'est pas si noir que ça. Parce qu'au premier abord, quand on dit qu'on travaille dans la finance, il y a des préjugés, c'est pas forcément très apprécié de tout le monde mais après c'est vrai que si on ajoute ces dimensions-là, c'est toujours plus valorisé auprès de personnes lambda on va dire. (analyste intégrée)

Pour les analystes financiers récemment convertis à l'ESG ou en voie de formation, la motivation pour s'intéresser à ces nouveaux éléments semble donc surtout liée à l'injonction du marché, qui demande désormais une vision plus « complète » des risques et opportunités des entreprises en y intégrant l'extra-financier. Par opposition aux analystes à profil extra-financier, leur vision de ces dimensions extra-financières est instrumentaliste et non intrinsèque. Cela n'empêche pas que beaucoup d'analystes venant du milieu financier font preuve d'un réel intérêt pour les thématiques extra-financières. Mais leur point de départ est par définition la finance, et cela influence leur façon de voir la performance ESG.

Les différences entre ces deux groupes – ceux qui pensent qu'ils peuvent mobiliser la finance pour rendre le monde meilleur et ceux qui souhaitent simplement suivre les tendances de

marché et pour qui l'image positive de l'ESG est un bonus – a bien sûr des répercussions sur les pratiques. Le chapitre qui suit témoigne de cette diversité. Or, ce qui est intéressant de constater, c'est que les divergences dans les pratiques ne sont pas si importantes que ça. Tous les analystes, y compris ceux qui sont mus par des convictions éthiques, doivent après tout se conformer aux normes et au discours financiers pour pouvoir travailler et produire des analyses au sein du champ financier. Les analystes extra-financiers, même ceux qui pensent qu'ils peuvent changer la finance de l'intérieur et la rendre capable de fournir des solutions aux problèmes causés par le capitalisme, internalisent ces normes et ce discours quand ils produisent la performance ESG. Certains le font inconsciemment, d'autres sont conscients de cet écueil et donc de leur pouvoir limité à véritablement transformer le champ.

Après ce bref avant-propos, je présente ci-dessous la structure de données issue de l'analyse et l'interprétation de l'ensemble des entretiens réalisés. Trois dimensions agrégées se sont distinguées : la production d'un champ organisationnel, la production d'un discours autour de la matérialité et la production de la performance ESG.

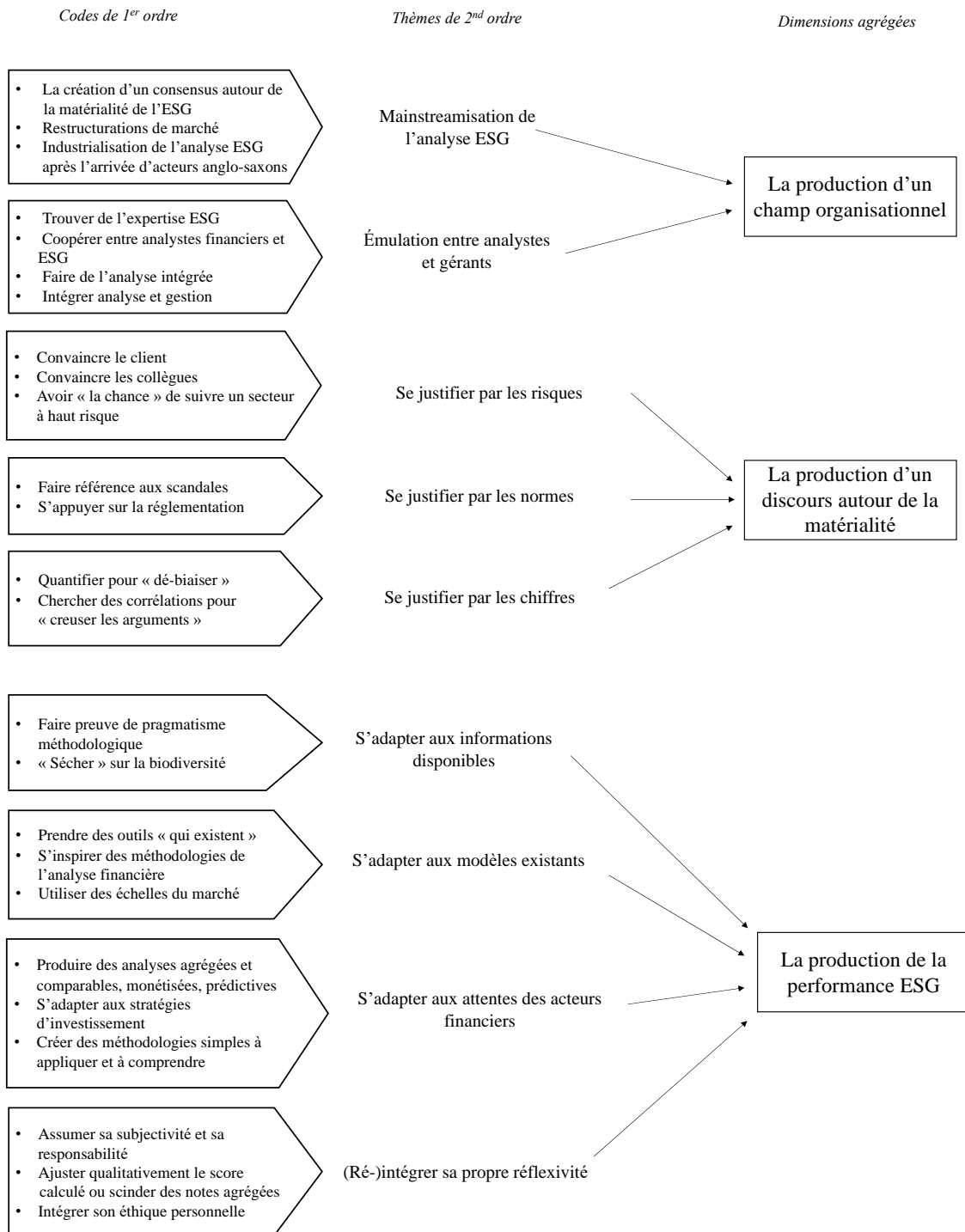


Figure 1. Structure de données.



# 1. La production d'un champ organisationnel

Même si mon focus était au niveau des pratiques et des identités des analystes, il s'est avéré impossible de séparer leurs identités et pratiques individuelles des grandes tendances de marché. Les références, dans les entretiens menés, à l'émergence d'un certain consensus autour de l'ESG au niveau du champ, aux mouvements de marché, à l'arrivée de nouveaux acteurs et aux conséquences sur les pratiques d'analyse ont été très fréquentes. Ces développements relatifs au *champ* semblent indissociables du *discours* et des *actions* des analystes au niveau individuel, analysés respectivement dans la deuxième et la troisième grande section du chapitre.

Cette première grande section correspond à la première dimension agrégée qui a émergé de l'interprétation de mes données. J'ai appelé cette dimension **la production d'un champ organisationnel**. Il décrit comment la *mainstreamisation de l'analyse ESG*, qui s'exprime par la création d'un consensus autour de la matérialité de l'ESG, des restructurations de marché, l'arrivée d'acteurs anglo-saxons et une tendance à l'industrialisation de l'analyse ESG, mène à une *émulation entre analystes et gérants*. Cette émulation s'exprime par de nouvelles formes de collaboration et d'hybridation entre profils financiers et extra-financiers. Face à l'accroissement de la demande pour des analyses financières qui incluent une évaluation de la performance ESG des entreprises, les analystes ESG et financiers doivent désormais se trouver de l'expertise ESG, coopérer, faire de l'analyse intégrée ou se répartir entre l'analyse financière, ESG et la gestion.

Figure 2 visualise la structure de données qui correspond à cette première grande section.

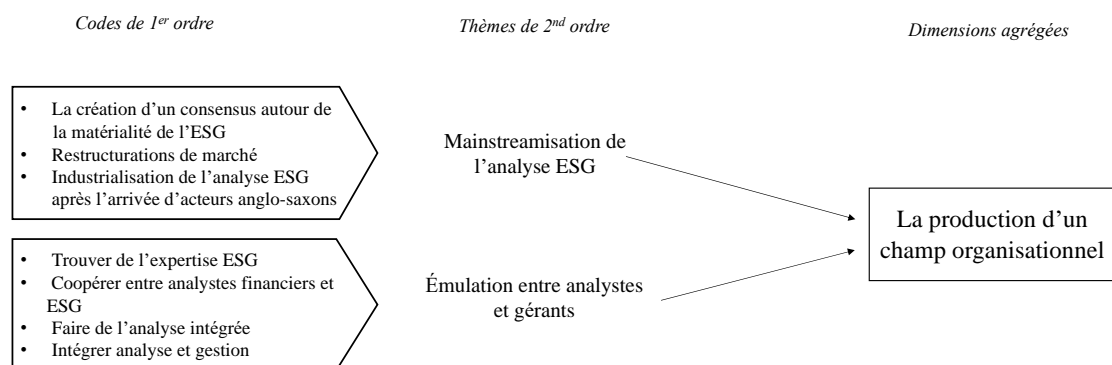


Figure 2. Structure de données pour la production d'un champ organisationnel.

## 1.1. Mainstreamisation de l'analyse ESG

Aux origines, l'évaluation de la performance extra-financière des entreprises était pratiquée par des acteurs spécialisés pour le compte d'un petit nombre d'investisseurs intéressés par ces questions. Il s'agissait d'une activité de niche. Aujourd'hui, la performance ESG des entreprises intéresse également des acteurs de la finance mainstream. La mainstreamisation de l'ESG s'explique et s'exprime par trois développements principaux. Le premier est la *création d'un consensus autour de la matérialité de l'ESG* d'un point de vue financier (1.1.1.). Ce consensus, qui est le fruit notamment du travail de lobbying du réseau d'investisseurs autour des Principles for Responsible Investment (PRI), provoque une montée de la pression commerciale et réglementaire pour produire des analyses intégrant à la fois la performance financière et ESG. Les agences de notation financière doivent soudainement proposer des ratings intégrés, mais manquent l'expertise en interne. Par conséquent, *le marché se restructure* (1.1.2.) à travers des fusions et acquisitions entre agences de notation financière et extra-financière : la plupart des agences de notation extra-financière européennes sont rachetées par des acteurs anglo-saxons. Cette *arrivée des acteurs anglo-saxons* est plutôt mal vécue par la majorité des acteurs historiques européens, qui avaient été au cœur de l'innovation méthodologique quand le marché était à ses débuts. Or, la concurrence sur le marché de l'ESG ne se fait désormais plus sur les méthodologies d'analyse mais sur la couverture proposée (le nombre d'entreprises évaluées), symptôme d'une *industrialisation de l'analyse ESG* qui tire la qualité vers le bas (1.1.3.). Ces développements font l'objet de cette première section.

### 1.1.1. La création d'un consensus autour de la matérialité de l'ESG

Avant 2015, la performance des entreprises dans ses dimensions environnementale, sociale et de gouvernance était principalement évaluée pour des raisons éthiques et de conviction, pour le compte d'investisseurs intéressés par l'investissement socialement responsable (ISR). L'idée était alors de sélectionner des entreprises dont le comportement était conforme à un certain nombre de valeurs non-financières, comme le respect de l'égalité homme-femme, ou dont le modèle commercial était porteur d'une utilité sociale. N'ayant jamais fait l'objet d'une définition juridique ou réglementaire claire, cette performance a toujours été multiple et a pris des formes différentes selon les contextes locaux dans laquelle elle était évaluée. En France, son contexte d'émergence a été marqué par l'intervention d'acteurs publics et syndicaux, ce qui explique son focus initial sur les thématiques sociales. Les premières méthodologies d'analyse

étaient co-construites avec une poignée d'investisseurs que l'on réussissait à convaincre avec un argumentaire basé sur l'idée que la finance devait désormais assumer une certaine responsabilité envers la société.

Les arguments, c'était de leur dire qu'il fallait que la finance maintenant soit un peu plus vertueuse, qu'on arrivait à trouver des entreprises qui pouvaient répondre à [certains critères] et que la cerise sur le gâteau était qu'investir de façon responsable nuisait pas à la performance *in fine*. (pionnier1)

Les premières agences de notation ont ensuite développé une offre plus générale, qui consistait à établir des classements d'entreprises de tous les secteurs confondus en fonction de leur responsabilité, évaluée à travers une multitude de critères pour répondre à une multitude de sensibilités. Cette démarche dite « best-in-class » était typique du marché français de l'ISR. Or, des difficultés liées à la définition de la responsabilité et à l'incapacité de produire des résultats comparables ont motivé les agences à reformuler la performance extra-financière sous l'angle des risques financiers. A partir de 2015, l'intervention d'un certain nombre d'acteurs, comme notamment le réseau d'investisseurs PRI, et l'occurrence d'un certain nombre d'événements, à savoir des scandales environnementaux ou de gouvernance à fort impact financier, ont favorisé l'émergence et la diffusion de ce discours autour des risques. Plus « neutre » et sans références à la responsabilité ou à l'éthique, ce nouvel argumentaire a permis l'intéressement progressif des acteurs financiers *mainstream*. Après 2015, un nouveau terme est associé à l'évaluation de la performance environnementale, sociale et de gouvernance : celui de matérialité. La « matérialité », qualité de ce qui est matériel, renvoie dans le domaine de la comptabilité financière aux « informations dont l'omission ou l'inexactitude pourrait influencer les décisions que les utilisateurs primaires des états financiers prennent sur la base de l'information financière concernant une entité spécifique » (IFRS, mai 2020). En 2018, l'International Accounting Standards Board, producteur des normes IFRS, a réduit ce qu'il considère comme les « utilisateurs primaires » des états financiers à juste trois catégories : investisseurs, prêteurs et créanciers, dont les besoins d'information se résument aux perspectives sur les flux de trésorerie futurs de l'entité en question ou encore à la gestion des ressources économiques par le management (IFRS, cadre conceptuel pour le reporting financier, mars 2018). Dans le domaine de l'analyse financière, la « matérialité » a donc une connotation éminemment financière et renvoie aux informations liées aux risques et opportunités financiers. La création d'un consensus autour de la « matérialité » de la performance ESG marque son entrée dans le domaine de l'analyse financière classique. Comme nous le verrons, ce consensus a

profondément bouleversé le champ organisationnel dans lequel les analystes, qu'ils soient spécialisés en analyse financière ou extra-financière, travaillent. Le premier thème issu de mon analyse fait donc référence à *la création d'un consensus autour de la matérialité l'ESG*. Dans ce qui suit, je décrirai son processus d'émergence et d'adoption.

Le consensus autour de la matérialité de l'ESG est notamment le fruit des activités de lobbying du réseau d'investisseurs autour des Principles for Responsible Investment (PRI). PRI s'est donné pour mission de faire adhérer le plus grand nombre d'investisseurs à ses principes (voir l'[annexe 5](#)) et non pas, comme c'était le cas pour les premiers promoteurs de l'ISR, de chercher à convaincre un petit nombre d'investisseurs à s'engager avec des arguments basés sur l'éthique. Pour convaincre la grande masse d'investisseurs, PRI a construit un discours autour des risques.

Et oublie la responsabilité sociale, là simplement, c'est finalement ce qu'a apporté PRI, **PRI n'avait vraiment aucune motivation de responsabilité sociale quand tu lis les principes. Ils ne te disent pas : « on va avoir un impact positif ». Ils ne parlent même pas d'impact, c'est pas leur truc. Ils disent : « on va intégrer le risque extra-financier, on va intégrer l'ESG [...]. »** (pionnier2)

Pour expliquer en quoi les facteurs ESG peuvent s'avérer financièrement matériels, PRI s'appuie sur trois arguments inter-liés : premièrement, la reconnaissance de plus en plus généralisée que les facteurs ESG peuvent impacter la performance financière, deuxièmement, la montée de la pression commerciale et troisièmement, l'apparition de nouvelles contraintes réglementaires<sup>69</sup>. Dans ce qui suit, j'illustrerai ces trois arguments avec mes données empiriques, afin de montrer en quoi ils ont été constitutifs du consensus autour de la matérialité de l'ESG.

#### *La reconnaissance du lien entre ESG et performance financière : les études*

Pour étayer le premier argument autour de la matérialité de l'ESG, celui du lien entre la performance environnementale, sociale et de gouvernance et la performance financière des entreprises, PRI met à disposition un certain nombre d'études académiques. De ces études en partie commanditées par PRI, « seulement une sur dix trouve une relation négative<sup>70</sup> ». Pour

---

<sup>69</sup> Site internet de PRI, consulté le 5 août 2020 :

<https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment>

<sup>70</sup> Site internet de PRI, consulté le 5 août 2020 :

<https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment>

aider les investisseurs, pour qui « naviguer dans la recherche académique peut être un défi<sup>71</sup> », à s’informer, une commission scientifique établie par PRI a pris le soin d’en proposer une sélection. La « convergence » dans ces études a aidé les acteurs de marché à contredire l’idée selon laquelle la prise en compte d’autres facteurs que des facteurs purement financiers limiterait la performance des portefeuilles.

Maintenant il y a tout un référencement, même de macro-études qui reprennent les différentes études, et qui vont dans ce sens-là. Il y a encore quelques années, les études étaient assez divergentes, donc on en trouvait qui était plutôt positives par rapport à ça, d’autres qui étaient négatives en disant, selon la théorie moderne de portefeuille, plus on restreint le périmètre de base et plus c’est contraignant, donc ça engendre une performance plus limitée. Et il y avait encore ce type d’études il y a encore quelques années. Maintenant, on a quand-même une véritable convergence [...]. (pionnier6)

L’une de ces macro-études a été Friede et al. (2015), qui agrègent les résultats d’environ 2 200 études réalisées entre les années 70 et 2015 sur le lien entre la performance financière et ESG, constituant ainsi « a dataset, which is 35 times larger than the average of analyzed primary studies in prior review studies » (Friede et al., 2015, p. 210-211). La comparaison et l’agrégation des résultats de toutes ces études qui, comme le reconnaissent les auteurs eux-mêmes, sont basées en partie sur des méthodes statistiquement discutables (Friede et al., 2015, p. 227) et dont la validité externe peut être remise en question du fait de la très forte évolutivité dans le temps de la définition de la performance ESG, leur permet d’arriver à la conclusion que « the business case for ESG investing is empirically well founded. Investing in ESG pays financially. Furthermore, we highlight that the positive ESG impact on CFP is stable over time » (Friede et al., 2015, p. 212).

Il y a des études [...], j’ai pas mal regardé les méta-études, tout ça. La meilleure c’est celle de Bassen. 2015. Alexander Bassen, ce sont des Allemands, en fait. Et Gunnar Friede. 2015, ils ont fait une méta-étude de 2 000 articles, c’est la plus grosse je pense. [...] Et c’est intéressant, parce qu’eux, ils trouvent quand-même des facteurs de corrélation positive, globalement, c’est très compliqué. Et en fait [...] leur étude a des biais hein, certains biais, ils admettent eux-mêmes et il y en a d’autres où ils ne voient même pas eux-mêmes les biais. (pionnier2)

---

<sup>71</sup> Site internet de PRI, consulté le 5 août 2020 : <https://www.unpri.org/academic-research/top-academic-resources-on-responsible-investment/4417.article>

Malgré ces « biais », les études académiques jouent un rôle important dans la création du consensus sur la matérialité de l'ESG, surtout quand leurs conclusions permettent aux acteurs de marché d'étayer leurs arguments commerciaux. Mais qu'est-ce qui expliquerait ce lien entre éléments extra-financiers et performance financière ? Un exemple cité par PRI sont les scandales à caractère environnemental, social ou éthique qui ont eu des conséquences financières importantes pour les entreprises et leurs actionnaires.

#### *La reconnaissance du lien entre ESG et performance financière : les scandales*

A côté des ressources académiques qu'il met à disposition, PRI énumère un certain nombre de scandales impliquant des entreprises multinationales aux conséquences financières certaines. Le premier cas souvent cité est le déversement de pétrole causé par l'explosion de la plateforme pétrolière Deepwater Horizon en 2010, accident pour lequel l'entreprise pétrolière BP aurait enregistré une charge avant taxes de 53,8 milliards de dollars. Plus récemment, le scandale autour des manipulations des tests d'homologation des émissions de polluants par Volkswagen, en 2015, aurait résulté en 27,4 milliards de dollars d'amendes pour l'entreprise<sup>72</sup>.

[...] et puis aussi probablement des exemples qu'on a tous en tête. Je pense que l'un des premiers cas, ça a été BP, [...] où là typiquement, c'était une des premières fois je pense, où on a vraiment associé un risque environnemental qui s'est traduit en accident environnemental et en dévalorisation de l'entreprise.  
(pionnier6)

Ces scandales ont créé des précédents, des exemples qu'« on a tous en tête » des situations où une entreprise a perdu de l'argent à cause d'un accident environnemental, social ou de gouvernance. Ces exemples ont fourni des arguments aux fournisseurs d'analyses ESG et leur a permis de réorienter leur discours commercial autour du nouveau consensus sur la matérialité de l'ESG. L'attention portée aux scandales peut en partie expliquer pourquoi la matérialité de l'ESG est plus souvent évoquée en lien avec des risques qu'avec des opportunités.

#### *La montée de la pression commerciale*

Initialement porté par ceux qui construisent l'offre, l'idée que les facteurs ESG sont matériels d'un point de vue financier finit par être intégrée par ceux qui déterminent la demande. Les investisseurs institutionnels commencent ainsi à systématiquement intégrer, dans leurs appels

---

<sup>72</sup> Chiffres cités par PRI : <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article>

d'offre à destination d'intermédiaires financiers, une composante « ESG ». Face à cette nouvelle pression commerciale de la part des grands investisseurs institutionnels, les acteurs financiers sont obligés de répondre, qu'ils le veuillent ou non. Le deuxième argument mentionné par PRI est ainsi une pression commerciale croissante de la part des clients, qui exigent plus de transparence sur la gestion de leur argent<sup>73</sup>. Ainsi, les appels d'offre comportent désormais systématiquement « une dimension ESG ».

Du point de vue des clients, du côté du régulateur, on est obligé d'avoir des analyses supplémentaires, et de toute manière c'est stratégique pour les gérants d'actifs pour se différencier, maintenant il n'y plus d'appels d'offre qui n'incluent pas de dimension ESG, donc si on n'a pas d'offre ESG pour les appels d'offre, c'est foutu. Donc voilà, des gens qui disaient encore il y a encore 2-3 ans, l'ESG, j'en fais pas, même eux, ils sont obligés d'en faire. (analyste ESG buy-side)

La pression commerciale s'exerce aussi bien sur les sociétés de gestion buy-side, qui réalisent des analyses pour des gérants internes à leur structure, que sur les intermédiaires financiers sell-side (ou « brokers »), dont les analystes travaillent pour des clients externes.

Là, depuis 5 mois, tous les brokers font ça. Société Générale, Exane, ils ont tous dit à leurs clients, bon maintenant on fait une approche intégrée, dans toutes nos communications il y aura une dimension ESG. Alors c'est de qualité très variable hein, mais, en tout cas, c'est inévitable maintenant, ça a tellement pris d'ampleur que les gens veulent les deux quoi. (analyste ESG buy-side)

La pression commerciale qui semble soudainement s'abattre sur l'ensemble des acteurs financiers s'exprime donc plus précisément par une demande d'analyses intégrées. Cette tendance à l'intégration de l'analyse financière et ESG s'explique par l'argumentaire basé sur la matérialité et la maîtrise du risque, promu par PRI et ses partenaires : si les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance sont importants à prendre en compte pour évaluer les risques financiers auxquels une entreprise est exposée, il semble logique de les considérer comme faisant partie intégrante de l'analyse financière.

### *L'apparition d'une pression réglementaire*

---

<sup>73</sup> Site internet de PRI, consulté le 5 août 2020 :

<https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment>

Le troisième argument mis en avant par PRI fait référence à l'apparition, depuis la crise financière de 2008, d'un nombre croissant de textes réglementaires qui reconnaissent la prise en compte d'éléments extra-financiers comme relevant du devoir fiduciaire des intermédiaires financiers. Dans les régulations concernant les marchés financiers, le devoir fiduciaire s'exprime par l'obligation, pour un gérant d'actifs, d'agir dans les meilleurs intérêts de ses clients, c'est-à-dire de prendre toutes les mesures nécessaires pour optimiser le rendement des investissements qui lui ont été confiés. Pendant un temps, cette obligation a été utilisée comme argument *contre* la prise en compte d'éléments extra-financiers, car tout ce qui n'est pas directement lié au rendement financier était soupçonné de le diminuer et la prise en compte de critères supplémentaires est par définition plus contraignant pour les gérants, limitant ainsi leurs possibilités d'arbitrage entre couples risques-rendement au sein de leur portefeuille. Les promoteurs de l'intégration ESG ont dû effectuer un travail institutionnel pour remplacer ces idées issues de la théorie financière classique par une nouvelle croyance collective sur la matérialité des facteurs ESG, dont la prise en compte relèverait donc de l'obligation fiduciaire des gérants. En avec les Nations unies et une fondation financée par une société britannique de gestion d'actifs, PRI a ainsi lancé en 2015 un projet visant à redéfinir l'obligation fiduciaire pour y inclure la prise en compte de l'ESG<sup>74</sup>. Ces efforts ont, en Europe au moins, porté leurs fruits.

Oui, [...], en Europe, la réglementation a changé. Justement pour dire que ça faisait partie intégrante de devoir, de *fiduciary duty* de financer ça. Le débat a changé. Au départ c'était, on ne sait pas si ça en fait partie, c'est peut-être un risque. Et la réglementation a changé pour dire, si vous ne le faites pas, vous êtes à risque. (analyste ESG)

Désormais, le régulateur reconnaît donc que la prise en compte de l'ESG fait partie intégrante d'une analyse des risques financiers à effectuer par les gérants d'actifs pour pouvoir respecter leur devoir fiduciaire. « La réglementation a changé » pour intégrer le nouveau consensus autour de la matérialité de l'ESG, même en l'absence de réelles preuves que les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance ont structurellement, donc au-delà des scandales qui ont concerné une poignée d'entreprises, un impact sur la performance ESG.

---

<sup>74</sup> Site internet de l'initiative, consulté le 5 août 2020 : <https://www.fiduciaryduty21.org/>



Plus généralement, la réglementation européenne des marchés financiers est très favorable à l'ESG, même si une confusion règne parfois sur la perspective à prendre, celle des investisseurs ou celle de la société. Quand on parle du devoir fiduciaire, on prend la perspective des investisseurs : l'idée est d'optimiser le rendement de leur épargne dont la gestion a été confiée à un gérant d'actifs. Mais le point de vue du régulateur va au-delà de la protection de l'épargne des investisseurs. Depuis fin 2016, la Commission européenne travaille à une restructuration des marchés financiers qui ont désormais « un rôle clé à jouer dans la réalisation des objectifs sociaux et environnementaux, pour lesquels des grandes quantités de fonds privés doivent être mobilisés » (Plan d'action sur la finance durable, Commission européenne, 2018). Pour que les marchés financiers puissent assumer leur nouvelle mission sociétale, la Commission a mandaté un High-Level Expert Group (HLEG), composé de 21 experts, dont 14 issus, directement ou indirectement, des entreprises financières<sup>75</sup>, à lui faire des recommandations. Le travail du HLEG a débouché sur le changement d'un certain nombre de textes réglementaires, qui imposent maintenant la considération des risques ESG au même titre que les risques financiers.

Après, il y a d'autres évolutions de la réglementation dans le cadre du plan d'action finance durable de Commission européenne où notamment on a modifié des textes, AIFM, MiFID etc. pour intégrer les risques, les risques et les opportunités mais souvent sous l'angle de la gestion des risques ESG comme un des risques que doivent considérer les gérants avec le risque de crédit, le risque de liquidité, le risque de marché, etc. Donc du coup, c'est vrai que de facto [...], l'intégration ESG, ça va être de plus en plus difficile de ne pas en faire du tout. (régulateur)

Malgré l'objectif principal affiché en préambule du Plan d'action, qui est de mobiliser le secteur financier pour la transition environnementale et sociale, l'essentiel des réformes réalisées l'ont donc été sous l'angle de la gestion des risques ESG du point de vue de l'investisseur. C'est compréhensible au regard du mandat du régulateur, qui est de réguler les marchés financiers afin de protéger l'épargne des investisseurs. Des discussions ont néanmoins été entamées au sujet de la l'impact sociétal des pratiques financières, mais se heurtent pour l'instant à la difficulté de mesurer cet impact.

Il y a un troisième sujet qui est, qu'est-ce qu'on voit en termes d'impact, ça, c'est vraiment des discussions qui sont en train d'émerger et là c'est assez compliqué

---

<sup>75</sup> Site internet de la Commission européenne, consulté le 5 août 2020 : [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_16\\_4502](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_16_4502)

parce qu'est-ce que justement, votre impact, est-ce que c'est au niveau de votre gestion, le gérant, quel impact il a en pondérant, en excluant, en finançant des green bonds ou je sais pas quoi, ou est-ce que c'est les activités d'un financier qui vont par nature avoir un impact, parce que vous allez financer je sais pas quoi... (régulateur)

L'ensemble de ces développements sur le plan réglementaire, discursif et commercial pousse donc à l'adoption de la matérialité de l'ESG comprise comme son impact sur les risques financiers. Ces développements ont provoqué ce qu'un acteur historique de l'ISR a qualifié de *tipping point* dans la légitimation de l'analyse extra-financière :

C'est là que je dis qu'il y un *tipping point*, c'est que, quand j'ai commencé l'ESG il y a une dizaine d'années, jamais une agence de notation d'analyse ESG, aurait été l'égale d'un gérant. On était les hippies de la finance. (agence d'analyse extra-financière, directeur méthodologique)

Mais cette reconnaissance professionnelle ne s'est pas faite gratuitement. Elle émerge après un glissement sémantique qui a ôté la dimension éthique et normative de l'analyse extra-financière au profit de sa dimension matérielle.

—Bon, moi, ça fait effectivement 22 ans que je travaille sur le sujet. Que moi j'ai toujours appelé ISR pour *social responsible investment* mais que maintenant de plus en plus de gens appellent ESG donc on va parler d'ESG. C'est important parce que dans la notion de socialement responsable, enfin de responsabilité sociale, il y a une petite, il reste une dimension éthique quand-même qui est un peu importante, et avec ESG, vous savez qui a choisi, qui l'a appelé ESG, qui a utilisé pour la première fois, ESG ?

MW : Non.

—Eh bah c'est Goldman Sachs, quand ils ont créé leur équipe interne de recherche dans la banque d'investissement. Ils étaient extrêmement gênés du terme « responsabilité », ils trouvaient que ça ne sonnait pas très bien avec Goldman Sachs. Et donc ils ont créé ce terme qui est totalement neutre. Très, très neutre. (pionnier4)

L'ESG est désormais présenté comme un terme neutre, un facteur de risque parmi d'autres, et non, comme cela a pu être le cas à l'origine du développement du marché de l'ISR, comme un levier de transformation. La montée en influence de l'ESG signifie un changement d'échelle, mais également une transformation de son projet : plutôt que de chercher à rendre la finance plus éthique, il s'agit désormais d'intégrer l'extra-financier dans le financier. L'ISR s'en trouve affaibli : « L'intégration ESG a un peu tué l'ISR. » (pionnier 1).

\*\*

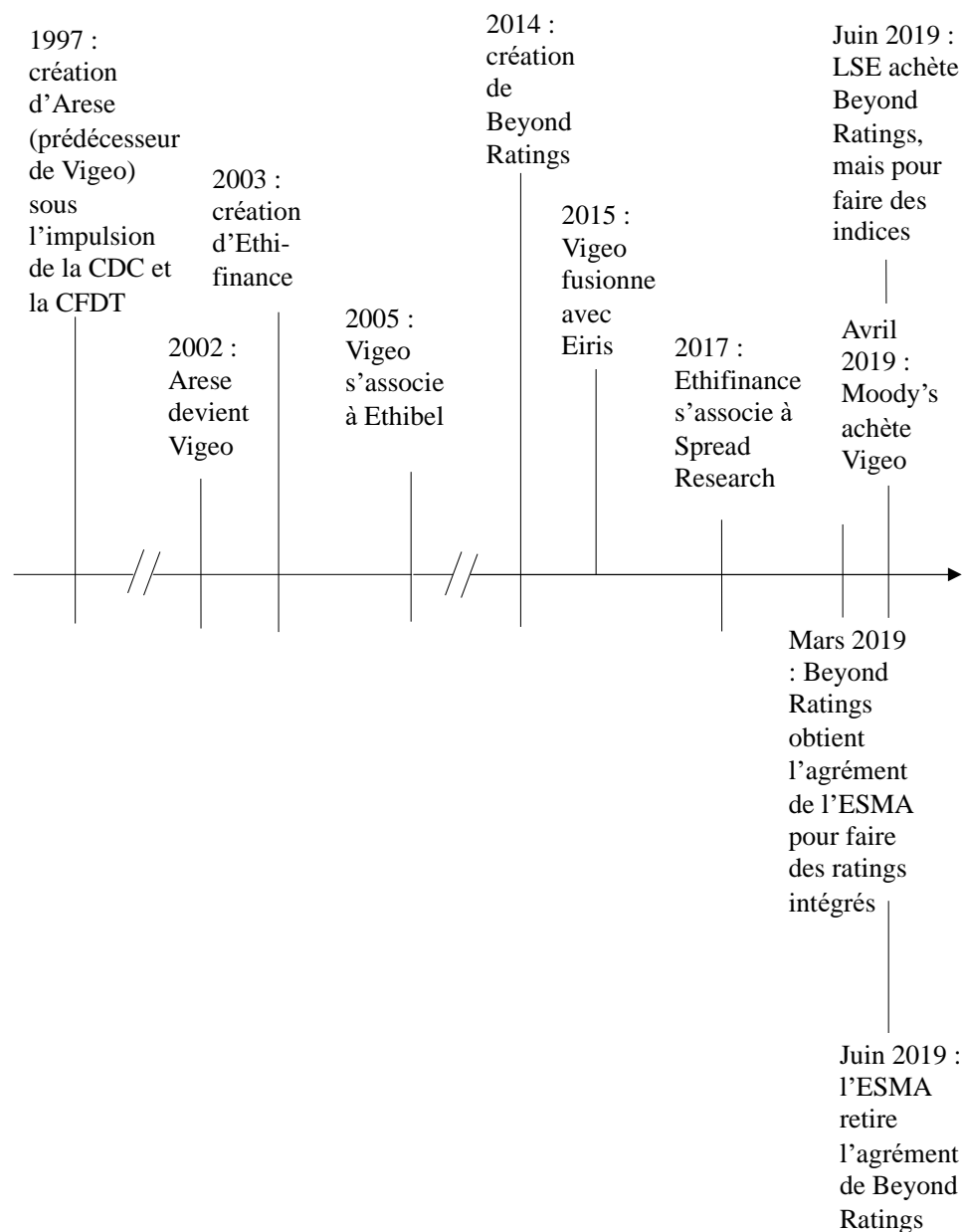
Dans cette première section, j'ai détaillé comment, sous l'impulsion de PRI et ses partenaires, le consensus autour de la matérialité de l'ESG a été créé et diffusé, notamment via des études scientifiques, l'interprétation des scandales et des évolutions réglementaires. Ces développements, qui tendent tous vers une considération de l'ESG du point de vue des acteurs financiers et non de la société, ont été concomitants d'une montée de la pression commerciale sur des acteurs financiers classiques, dont le métier consiste à choisir des investissements à rendement financier optimal pour leurs clients. La publication d'un grand nombre d'études, la survenue d'un petit nombre de scandales et les mutations de la réglementation forment ainsi un cercle « vertueux » qui a permis d'intéresser un grand nombre d'acteurs financiers pour des questions environnementales, sociales et de gouvernance. Dans la prochaine section, je décrirai les conséquences de ce nouveau consensus sur les agences de notation ESG historiques et sur les fournisseurs de services financiers, qui doivent adapter leur offre à cette nouvelle contrainte d'intégrer le non-financier.

### *1.1.2. Restructurations de marché*

L'engouement que l'évaluation de la performance ESG suscite désormais de la part d'investisseurs *mainstream* a fortement transformé le marché de l'analyse extra-financière, qui devient de plus en plus intégrée aux marchés financiers classiques. Mon enquête sur le travail des analystes s'est déroulée entre février 2019 et juillet 2020, au sein d'un marché agité par des fusions, acquisitions et rapprochements. Les agences de notation extra-financière, dont le modèle commercial ne leur permet pas d'être rentables, fusionnent, établissent des partenariats ou se font racheter par les grands acteurs de l'analyse financière. J'ai pu, lors de mon enquête de terrain, échanger avec des représentants de trois agences concernées par ces mouvements : l'agence de notation extra-financière pionnière française Vigeo-Eiris, créée en 1997 sous le nom d'Arese par des acteurs publics et syndicaux, l'agence de notation extra-financière Ethifinance, créée en 2003 et spécialisée sur l'évaluation des petites et moyennes entreprises, et l'agence de notation crédit « augmentée » Beyond Ratings, première agence de notation crédit accréditée par l'ESMA qui intègre systématiquement une évaluation de la performance ESG des émetteurs, avant d'être rachetée par une société d'indices boursiers et d'information financière. Le deuxième thème de second ordre issu de mon analyse fait référence aux *restructurations de marché*. Afin d'illustrer comment la mainstreamisation de l'ESG provoque

ces restructurations de marché qui, *in fine*, impactent les analystes, je propose de se pencher sur l'histoire de ces trois agences, que je présenterai en ordre chronologique. Les dates-clé auxquelles je ferai référence sont résumées dans le schéma 3.

Schéma 3. Vue d'ensemble chronologique des principaux développements concernant trois agences de notation extra-financière françaises



### *L'histoire de Vigeo-Eiris*

Vigeo-Eiris a été fondée sous le nom d'Arese en 1997 par Geneviève Ferone Creuzet. L'agence de notation extra-financière pionnière française a été reprise et transformée en Vigeo en 2002 par Nicole Notat, ancienne secrétaire générale de la CFDT. Née sous l'impulsion de la Caisse des Dépôts, l'objectif de départ de Vigeo était de sélectionner les meilleures entreprises d'un point de vue de leur responsabilité et de convaincre les investisseurs à orienter leurs investissements vers ces entreprises-là. Grâce à l'implication de ces acteurs publics et syndicaux, la démarche avait une connotation sociale très forte.

Alors qu'en France, pendant ces années-là, Vigeo, qui venait d'Arese, Arese étant une émanation de la Caisse des Dépôts, [...], ensuite Vigeo, donc tout ça s'est resté dans le giron de la Caisse des Dépôts [...], donc ça veut dire qu'il y avait bien quelque chose de l'ordre de la mission du service public, à développer quelque chose sur ce thème-là. Donc ça reste cohérent là-dessus. [La Caisse des Dépôts] a développé une approche Vigeo, Nicole Notat, c'était une ancienne patronne syndicaliste de la CFDT, et elle a développé chez Vigeo une culture beaucoup plus sociale. Donc elle regardait la gouvernance, mais elle regardait surtout les critères sociaux. Donc tous ces critères, présence des femmes, égalité, discrimination, égalité homme-femme, évidemment création d'emploi, accidentologie, tous ces critères qui étaient beaucoup plus des critères sociaux qui faisaient beaucoup plus écho à la sensibilité française [...]. (pionnier 3)

Évaluer les entreprises sur leur responsabilité sociale pour créer des notations à destination d'investisseurs est une mission complexe, car il faut prouver à la fois sa légitimité et capacité à évaluer de manière impartiale le caractère vertueux des entreprises, mais également construire un discours qui parle aux investisseurs. Pour répondre à ce double objectif, Vigeo, qui a fusionné avec l'agence britannique Eiris en 2015, a développé une méthodologie assez complexe, qui cherche à évaluer à la fois la performance des entreprises du point de vue de ses parties prenantes que du point de vue des risques pour elles-mêmes. Pour cela, chaque critère est pondéré de 0 à 3 en fonction de la nature des attentes des parties (qui sont considérées comme fondamentales, essentielles ou légitimes), la vulnérabilité des parties prenantes et les risques pour l'entreprise. A l'impossibilité de prendre en compte les revendications contradictoires de l'ensemble des parties prenantes impactées par l'activité d'une entreprise, l'agence répond par la référence aux textes internationaux. C'est en s'appuyant sur ces textes normatifs qu'elle justifie son niveau d'exigence à l'égard du comportement des entreprises, l'objectif étant de se garder « à égale distance des intérêts des entreprises comme des intérêts des parties prenantes » (chargée des affaires institutionnelles). Pour que ce point de vue

« impartial » intéresse suffisamment les investisseurs, Vigeo a dû reprendre le discours dominant autour des risques, même si cela ne correspondait pas à son « idée de départ ».

En fait je pense que l'idée de Vigeo, peut-être que je m'avance mais c'est comme ça que je le comprends, l'idée de départ de Vigeo, c'est pas, on est un investisseur qui veut mieux gérer ses risques. L'idée c'est, on veut trouver un moyen pour que les investisseurs financent les entreprises les plus vertueuses. Du coup déjà on va essayer de repérer les entreprises les plus vertueuses, ça c'est plus le côté impact investing, donc on va beaucoup pondérer les intérêts des parties prenantes, et ensuite on va essayer de trouver un moyen pour que cette note-là, elle parle aux investisseurs et du coup elle soit traduite dans leur langage à eux en termes de risque. Du coup, on va aussi prendre en compte l'entreprise pour que ça parle aux investisseurs, pour essayer de se faufiler un peu dans leurs calculs. (ancienne analyste ESG de Vigeo)

L'agence essaie donc de jongler entre la volonté de prendre la perspective des parties prenantes et la nécessité de produire des analyses qui correspondent au langage des investisseurs, afin de « se faufiler dans leurs calculs. » Le résultat de ce compromis est une méthodologie très détaillée (« nous, notre méthodologie est assez profonde, elle va vraiment beaucoup dans le détail », chargée des affaires institutionnelles, Vigeo-Eiris) mais critiquée pour sa grande complexité (« la méthodologie de Vigeo est incompréhensible », directrice des méthodes, société de gestion). Au-delà de la complexité, la légitimité de l'analyste « au fond de sa tour à Bagnolet » (pionnier<sup>2</sup>) à déterminer ce qui est acceptable au nom des parties prenantes d'une entreprise a été questionnée. Enfin, l'ambiguïté des résultats produits, qui résument le risque et l'impact sur ces parties prenantes dans une note unique, a également été soulignée (« Vigeo, je trouve que c'est un peu le bordel, enfin tu ne sais pas trop, il y a une pondération à la fois de la contrepartie concernée et de la matérialité financière », doctorant CIFRE ayant pour mission de développer une méthodologie de calcul des risques climatiques, Caisse des Dépôts). En cherchant à se faire légitimer auprès de ses clients potentiels, Vigeo-Eiris s'est adapté au langage des investisseurs. En se faisant, elle a réussi à attirer l'attention des investisseurs traditionnels sur les thématiques extra-financières et à créer un marché de la notation extra-financière. Or, Vigeo-Eiris n'a jamais été rentable. Contrairement aux agences de notation financière, les agences de notation extra-financière ont toujours cherché à faire payer les investisseurs plutôt que les entreprises évaluées pour éviter d'être accusées de conflits d'intérêt. Or, depuis la naissance du marché, elles se heurtent à la réticence des investisseurs à suffisamment rémunérer la recherche extra-financière. Ces difficultés se sont exacerbées après

l'entrée en vigueur de la régulation MiFID II<sup>76</sup>, qui oblige les fournisseurs de services financiers à séparer les frais de la gestion financière des frais de la recherche et qui a rendu visible le caractère très onéreux de la recherche (extra-)financière. Dans ce contexte, les agences luttent pour trouver un modèle économique rentable.

Bah, le problème, c'est une question de rentabilité en fait, de business model. C'est qu'aujourd'hui, effectivement, toutes les agences sont sur un modèle où c'est l'investisseur qui paie. Mais c'est un modèle qui s'épuise en termes économiques, parce que les investisseurs ont de moins en moins d'argent pour acheter des notations à l'extérieur. (chargée des affaires institutionnelles, Vigeo-Eiris)

L'épuisement de ce business model a rendu Vigeo-Eiris vulnérable. En même temps, la mainstreamisation de l'ESG a fait croître l'intérêt des investisseurs traditionnels pour ses notations. Les agences de notation financière, qui sont également concernées par cette mainstreamisation et doivent désormais proposer une offre intégrée pour laquelle elles n'ont pas le savoir-faire en interne, commencent à s'intéresser à leurs homologues extra-financiers.

MW : Est-ce [l'intégration] est quelque chose qui serait envisageable pour vous aussi ?

—Alors, c'est pas, ehm, aujourd'hui, c'est pas le cas. Mais clairement, enfin, après ça c'est un peu mon avis personnel mais, enfin, on va vers ça. Donc ce que vous parliez, ce qu'on disait tout à l'heure sur la consolidation du marché et autre, je pense qu'*in fine* ça donnera ça. Aujourd'hui, nous, tous seuls, on n'a pas cette ambition-là. Mais, si on s'associe à quelqu'un d'autre ou ehm, ça pourrait, enfin, nous, on n'a pas cette expertise-là aujourd'hui en interne, donc ça serait forcément à travers un partenariat avec un autre acteur ou une autre agence... (chargée des affaires institutionnelles, Vigeo-Eiris)

Cet échange a eu lieu en février 2019. En avril 2019, Vigeo-Eiris communique son acquisition par l'agence de notation crédit américaine Moody's. Le contexte de marché et la demande commerciale pour des analyses intégrées rend le rapprochement intéressant pour les deux parties, mais grâce à sa notoriété parmi les investisseurs classiques, sa position dominante sur le marché de la notation financière et sa capacité à se faire rémunérer par les entreprises notées, Moody's est en bien meilleure position que Vigeo-Eiris. C'est donc Moody's qui absorbe Vigeo-Eiris.

---

<sup>76</sup> Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU Text with EEA relevance : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0065>



Oui, bah il va y avoir, enfin, la consolidation, elle est en marche et [...] il y a beaucoup d'agences qui se sont créées un peu en mode start-up hein finalement, [...] et qui, arrivées à un certain âge, voilà se trouvent absorbées par des grosses, c'est un peu l'histoire du développement d'une entreprise aussi, de marché. (chargée des affaires institutionnelles, Vigeo-Eiris)

Pour Moody's, l'acquisition s'inscrit dans une réorientation stratégique de son offre pour mieux pouvoir répondre aux attentes du marché, communiquées notamment dans les rapports thématiques de PRI.

Oui, et c'est aussi ce mouvement qui a incité Moody's à se rapprocher de nous hein, des rapports de PRI sur l'intégration ESG dans le risque crédit et autre, il y a effectivement un ensemble de pressions qu'ils ont eux-mêmes de la part de leurs propres clients pour intégrer davantage ces aspects-là dans la méthodologie. (chargée des affaires institutionnelles, Vigeo-Eiris)

Vigeo-Eiris, de son côté, semble être devenue victime de son propre succès : elle a tellement bien réussi à rendre l'analyse ESG *mainstream* qu'elle a été absorbée par un acteur financier classique.

Après on peut, effectivement, nous on a été très précurseurs parce qu'on a lancé ces sujets-là. Quelque part, on pourrait peut-être se féliciter que finalement ça devient des thématiques *mainstream* et qu'on n'est plus les seuls à pouvoir promouvoir ces sujets-là et que ce soit devenu un mouvement global, et qui dit global dit forcément changement d'échelle. Donc je pense que c'est une réalité au bout d'un moment de n'importe quelle entreprise de devoir passer, enfin, changer d'échelle, passer un cap. (chargée des affaires institutionnelles, Vigeo-Eiris)

Avec d'autres agences pionnières européennes, Vigeo-Eiris a contribué à la création et au développement d'un marché, dont elle pourrait « se féliciter ». Il n'en reste pas moins qu'elle n'a pas réussi à négocier des conditions qui lui auraient permis d'y survivre comme structure indépendante. Il n'est pas tout à fait clair ce qui va se passer avec la méthodologie « profonde » de Vigeo-Eiris après son intégration par Moody's. Ce qui est certain, c'est que ce sera le marché qui en décidera.

Donc première chose, l'alliance Moody's et Vigeo. [...] L'objectif d'une opération de ce type, c'est-à-dire acquérir une agence à l'intérieur d'un groupe comme Moody's qui est un groupe historique de notation financière, c'est forcément pour pouvoir développer l'activité ESG au sein du groupe. Ensuite,

cette activité ESG, elle doit être développée en réponse aux besoins du marché. Sinon, c'est complètement hors champ et ça ne pourra pas aller très loin. (Sabina Lochmann, présidente de Vigeo-Eiris depuis l'acquisition par Moody's)

Le marché, surtout les marchés financiers qui se sont fortement globalisés, a besoin d'un langage clair et homogène. C'est pourquoi Moody's s'investit activement pour créer un standard global de l'ESG, car la diversité de définitions et de méthodologies de mesure entrave la fluidité des échanges et donc l'efficacité du marché. L'époque n'est plus à l'innovation comptable, les agences européennes ont créé une multitude de méthodologies et d'indicateurs dont il s'agit maintenant de distiller un standard consensuel qui puisse être adopté par l'ensemble des investisseurs, afin de créer un langage commun.

On ne veut pas définir un autre standard. Ça c'est vraiment quelque chose qui n'est pas utile, parce que le marché essaie d'aligner les standards et principes au niveau ESG. Et maintenant Moody's va essayer de trouver un rôle au milieu [...] et on a justement complété une consultation au niveau de TCFD où on a aussi répondu, on a fait un message très clair: on a dit, on veut bien aligner les standards et les principes et on veut bien que Moody's supporte cet effort de ce reporting corporate dialogue, de Better Alignment Initiative, pour trouver les facteurs, les matrices, qui sont, qu'on peut aligner, pour avoir une approche plus collaborative au niveau des investisseurs et coopération avec les émetteurs. (chargée des affaires institutionnelles, Moody's Investors Service)

Pour Moody's, de part de son rôle comme agence de notation crédit, les facteurs qu'il s'agit de retenir et d'aligner afin de créer « une approche plus collaborative » sont évidemment ceux qui auront un impact sur la capacité des entreprises à rembourser leurs obligations : « Our objective is not to capture all considerations that may be labelled green, sustainable or ethical, but rather those that have a material impact on credit quality » (ESG integration by Moody's, Moody's Investors Services, diffusé le 25 octobre 2017). Ses activités institutionnelles et ses réponses aux consultations du TCFD<sup>77</sup> s'inscrivent dans cet objectif.

### *L'histoire d'Ethifinance*

Ethifinance a été fondée en 2003. L'agence de notation spécialisée dans l'évaluation des petites et moyennes entreprises est, grâce à sa position de monopole, l'une des rares agences rentables

---

<sup>77</sup> Le Taskforce for Climate-Related Financial Disclosures a été créé en décembre 2015 par le Financial Stability Board (FSB) afin de créer un langage commun de reporting sur les risques climatiques à destination des investisseurs. Depuis le discours de Mark Carney, en septembre 2015, les perturbations liées au changement climatique ont été reconnues comme financièrement matérielles (ayant un impact potentiel sur le rendement des portefeuilles), et donc devant faire l'objet du reporting financier. <https://www.fsb-tcfd.org/>

sur le marché français. Or, même Ethifinance avoue être limitée par la capacité des fonds à payer pour la recherche, surtout puisqu'il s'agit de fonds composés de petites et moyennes entreprises, qui, à cause des ratios de liquidité qui sont la norme dans le milieu financier, ne peuvent pas être aussi gros que des fonds composés de multinationales. Malgré une position de négociation très favorable, Ethifinance admet donc être rentable uniquement au prix d'y mettre « toute l'intelligence dont [elle est] capable » (directeur des méthodes).

Pour le moment, Ethifinance a gardé son indépendance. Or, elle est également impactée par la mainstreamisation de l'ESG et par la demande pour des analyses intégrées. Comme pour Vigeo-Eiris, l'adaptation s'exprime par des restructurations et des coopérations. Le 6 mars 2017, l'agence s'associe à Spread Research, une agence de notation crédit spécialisée sur le *high yield* (émissions obligataires qui proposent un fort rendement en contrepartie d'un haut niveau de risque). Le rapprochement est bénéfique pour les deux parties : Spread Research, qui cherche à développer une méthodologie intégrée pour répondre à la demande de ses clients pour des recommandations qui prennent en compte les risques ESG, peut bénéficier de l'expertise et de l'expérience des analystes d'Ethifinance ; Ethifinance peut consolider sa situation financière grâce aux synergies entre les deux organisations. Les deux structures se mettent d'accord pour qu'un analyste ESG d'Ethifinance soit transféré vers Spread Research pour aider les analystes crédit à « être actif dans l'intégration des critères ESG dans [leurs] analyses » (analyste financier, Spread Research). Concrètement, la mission confiée à cette personne est d'imaginer des critères de gouvernance, environnementaux et sociaux que les analystes de Spread Research devront désormais regarder en complément aux critères financiers, et de les former à la nouvelle méthodologie intégrée. Les péripéties méthodologiques de cet analyste seront discutées plus en détail dans la troisième grande section de ce chapitre. Pour le moment, il suffit de noter que d'un point de vue stratégique, le rapprochement a été décidé pour mieux s'adapter aux tendances de marché.

Ehm, les investisseurs sont de plus en plus demandeurs de cela aussi parce que même si c'est dur à prendre en compte, le fait est que ça a un impact sur la performance financière à un moment. Et donc, il y a quand-même un mouvement de fond qu'on ne peut pas se permettre de rater nous, de notre positionnement. Et puis c'était une volonté de notre fondateur, du fondateur de la société, c'est lui qui a fait le mouvement de se rapprocher d'Ethifinance il y a deux ans. Et il va y avoir donc une continuation de ce mouvement, donc il y avait une volonté de stratégie de long terme aussi, bah d'intégrer ces facteurs dans l'analyse classique. (analyste financier, Spread Research)

Au-delà de la stratégie de long terme à se positionner sur le marché des notations intégrées, une deuxième composante stratégique du partenariat est la consolidation d'acteurs européens face aux dynamiques globales de marché, reflétant une domination croissante par des acteurs américains.

Mais, [...] quand on a fait [le rapprochement avec Spread Research], se sont mis en même temps au capital des deux entités, un club d'investisseurs institutionnels, qui pensent qu'il est déterminant d'avoir des producteurs d'opinion qui restent européens, voire français. Donc sont venus au capital AG2R, Groupama, BPIFrance, ProBTP, enfin, ils sont une quinzaine, et qui disent : « Bah, vous avez beau être petits, on va vous regarder avec attention parce que [la grande agence de notation ESG] Sustain est américain, [la grande agence de notation ESG] MSCI est américain, [la grande société de services aux investisseurs] ISS passe sous pavillon américain, on n'est pas toujours très optimiste pour Vigeo... » (directeur des méthodes, Ethifinance)

Cet échange avec le directeur des méthodes d'Ethifinance a eu lieu en février, deux mois avant l'annonce de l'achat de Vigeo-Eiris par Moody's. Le marché était en train de se contracter rapidement pendant cette période. D'ailleurs, pendant mon temps comme analyste extra-financière, des négociations étaient en cours entre mon ancienne agence et Ethifinance, qui exploraient des pistes pour fusionner afin de créer un acteur européen de l'analyse ESG. Les négociations n'ont pas abouti en raison des problèmes de gouvernance de notre côté, mais la volonté de s'associer pour être plus fort face aux concurrents américains était là. Le rapprochement entre Ethifinance et Spread Research est présenté par les acteurs comme une manière de se restructurer pour mieux répondre à la demande commerciale. Mais il s'agit également de se protéger contre une éventuelle prise de contrôle par des acteurs non-européens, comme cela a été le cas pour Vigeo-Eiris et, comme nous le verrons, pour Beyond Ratings.

### *L'histoire de Beyond Ratings*

Beyond Ratings, agence de notation crédit spécialisée sur la notation de la solvabilité des pays, a eu l'ambition, dès sa création, d'intégrer les dimensions ESG dans ses notations. Cela peut paraître surprenant pour une agence de notation crédit. Pourquoi intégrer des facteurs extra-financiers dans des analyses de solvabilité basées sur un horizon temporel de trois ou cinq ans ? Parce que même dans l'univers des obligations, où l'enjeu est de prendre en compte l'ensemble des risques qui, s'ils se concrétisaient, pourraient mener à un défaut, la mainstreamisation de l'ESG a fait naître un discours autour du lien entre facteurs extra-financiers et risques financiers, même sur le court terme.

Mais aujourd'hui, il y a la réalisation de plus en plus généralisée, c'est tout récent hein, c'est quelques, cette dernière année on va dire et de plus en plus, la réalisation de plus en plus généralisée que si on ignore ces facteurs-là, et puis en fait on court des risques. Et on court des risques qui ultimement peuvent se matérialiser de manière financière. Et c'est ça qui est notre message principal si vous voulez, ce qu'on essaie de communiquer le plus au marché, c'est que si vous ignorez ces risques-là, au final, et pas qu'à très long terme, évidemment à très long terme mais pas qu'à très long terme, même à un horizon de crédit de 3-5 ans, il y a des risques qui vont se matérialiser. Il y a des risques qui vont se matérialiser et qui vont faire une différence. Et donc il faut absolument avoir des mesures de plus en plus intégrées et c'est pas une question seulement éthique. (directeur commercial, Beyond Ratings)

J'ai eu l'occasion de discuter deux fois avec des collaborateurs de cette agence. Lors de la première rencontre, en avril 2019, la personne en face m'expliquait avec un certain lyrisme que l'agence avait enfin pu réaliser son objectif fondateur, qui était d'opérer comme la première agence de notation crédit intégrant systématiquement les aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance dans ses notations. Depuis sa fondation en 2013, Beyond Ratings avait travaillé pour développer une méthodologie de notation intégrée susceptible d'obtenir l'accréditation des autorités de régulation. Il a fallu trois ans pour développer une méthodologie suffisamment robuste pour être soumise à l'ESMA. Pendant cette période, la société avait vendu d'autres produits et services qui la « distrayaient » mais la permettaient de « vivre comme société » (directeur commercial). Le 18 mars 2019, Beyond Ratings obtient enfin l'agrément de l'ESMA pour pouvoir proposer des notations intégrées.

[...] et donc dès la création de Beyond Ratings il y a quatre ans et demi, ça a été de dire comment est-ce qu'on va pouvoir mettre ces impacts de transition énergétique, de problématique environnementale de long terme, dans la notation. Il a fallu du temps pour développer les modèles et puis ensuite on s'est dit bah pourquoi est-ce qu'on [le] fait que sur l'énergie et l'environnement alors qu'en fait il y a aussi des facteurs sociétaux, des facteurs de gouvernance, on s'est dit, bon bah comment est-ce qu'on peut rajouter tout ça, et puis il y a à peu près un an et demi, on s'est dit voilà, la ça y est, on est suffisamment avancé dans l'élaboration de nos modèles pour aller chercher une licence d'agence de notation, et donc on a commencé à préparer notre dossier, etc. On a soumis notre dossier auprès de l'ESMA en juillet dernier, ensuite la procédure réglementaire d'audit de ce dossier, l'interaction avec le gouvernement prend un certain temps, et donc 9 mois après nous avons obtenu notre agrément. [...] Donc c'était une volonté dès le départ, mais le temps de développer les modèles, le temps de développer les outils, et puis bon, de pouvoir vivre aussi comme société entre-temps, donc il fallait aussi qu'on passe du temps à essayer de vendre des services, des études, des indicateurs, à des investisseurs qui, je vais utiliser un terme un

petit peu, qui nous distraient, qui nous écartaient de notre objectif principal, mais néanmoins, c'était quand-même ça l'objectif, donc on en est arrivé, voilà, maintenant, c'est le début d'une nouvelle phase pour la société, sur laquelle on verra ce que l'avenir nous réservera, mais on espère pouvoir commencer à émettre des notations, donc suivant nos méthodologies dans le futur. (directeur commercial, Beyond Ratings)

Le 3 juin 2019, deux mois après ce premier entretien avec Beyond Ratings et trois mois après l'obtention de l'autorisation du régulateur, Beyond Ratings s'est fait racheter par la société d'indices boursiers et d'information financière London Stock Exchange. Le 11 juin, je rencontre un « pionnier de l'ISR », dont l'agence de notation extra-financière avait fusionné avec Beyond Ratings un an auparavant.

[...] j'ai créé Grizzly en décembre 2014 qui était fusionnée avec Beyond Ratings en juillet 2018. Et donc là, comme vous l'avez peut-être vu, on vient d'être racheté par London Stock Exchange [rires]. [...] Ehm, alors. Pour être tout à fait transparent avec vous, la London Stock Exchange [...] n'est pas du tout intéressé par le rating. [rires] Donc je peux vous dire, en fait on ne fera pas de ratings. On s'est présenté comme une agence de rating, on a déroché l'autorisation d'être une agence de notation financière, parce que vous savez, il faut une autorisation, en Europe, c'est l'ESMA, European Securities Market Authority [...]. Et, voilà, donc [ils] nous avaient prévenus, les contraintes de compliance sont tellement fortes qu'eux, ils veulent rester concentrés sur les indices. Les indices, les data, les *analytics*, mais ils ne veulent pas rentrer dans le domaine du rating financier, pour une raison très simple, c'est que c'est très compliqué, et qu'en plus, d'un point de vue légal et compliance, c'est lourd, c'est lent, c'est hyper procédurier. (pionnier4)

Malgré tous les efforts réalisés par Beyond Ratings pour pouvoir produire des ratings crédit intégrés, la London Stock Exchange a préféré utiliser les données auxquelles elle s'est achetée l'accès pour développer des produits annexes moins réglementés que les ratings. Le régulateur a réagi aussitôt par le retrait de l'agrément accordée trois mois auparavant.

Ils venaient d'avoir leur agrément à l'ESMA, ils l'ont retiré dans la foulée. C'était une agence de notation crédit, et là c'était vraiment, ils l'interprétaient comme un recentrage, une acquisition pour acquérir des données mais pas du tout pour intégrer l'ensemble de l'activité initiale. (régulateur)

Aujourd'hui, Beyond Ratings propose donc des indices boursiers comme le « climate risk government bond index ». La société continue de vendre des analyses de la solvabilité d'États sur la base d'indicateurs financiers et ESG, qui ne sont pas présentées comme des notations

mais comme des « scores », qui peuvent notamment être utilisées pour « anticiper des changements dans des ratings financiers<sup>78</sup>. »

Comme le montre l'histoire de Beyond Ratings, l'une des conséquences de la mainstreamisation de l'ESG est le développement d'une multitude de produits financiers étiquetés « ESG » qui sont certes dérivés des analyses mais moins soumis à la réglementation que les notations. Les acteurs spécialisés dans les services financiers peuvent préférer se positionner sur l'un des multiples marchés qui émergent autour de l'ESG plutôt que se conformer aux importantes contraintes de compliance qui existent pour les activités de notation. Quand ces acteurs rachètent des agences dont les difficultés de rentabilité limitent le pouvoir de négociation, ils n'ont pas nécessairement envie de s'inscrire dans la continuité des activités de ces dernières. C'est l'accès aux données extra-financières désormais très convoitées qui motive ces acquisitions, et c'est l'acquéreur qui décide de leur usage.

\*\*

Les récits de ces trois agences, Vigeo-Eiris qui a été absorbée par une grande agence de notation financière, Ethifinance qui s'associe à un partenaire de sa taille pour se protéger des grands acteurs anglo-saxons, et Beyond Ratings qui a été achetée pour être transformée en société d'indices, sont illustratifs des restructurations de marché qui ont eu lieu pendant mon enquête. Les agences pionnières ont développé les innovations méthodologiques qui ont permis la création d'un marché de l'évaluation extra-financière, mais n'ont pas réussi à trouver des modèles commerciaux rentables au sein de ce marché. A la suite de la création d'un consensus autour de la matérialité de l'ESG et la pression sur les acteurs financiers classiques à proposer des analyses avec une composante ESG, les intermédiaires financiers ont cherché à s'acquérir l'accès aux données ESG. Les restructurations de marché qui en résultent, qu'il s'agisse ou non d'intégrer ces données dans des produits financiers réglementés, semblent surtout être dirigées par des acteurs financiers d'origine anglo-saxonne. L'arrivée de ces acteurs et les conséquences sur les pratiques d'analyse font l'objet de la prochaine section.

---

<sup>78</sup> Site internet de Beyond Ratings, consulté le 21 octobre 2020 : <https://beyond-ratings.com/analytics/sovereign-credit-risk-scores/>

### 1.1.3. Industrialisation de l'analyse ESG après l'arrivée d'acteurs anglo-saxons

Historiquement, les méthodologies d'analyse ESG ont majoritairement été développées en Europe. Dans la logique du best-in-class, structurante pour le jeune marché européen de l'investissement socialement responsable (ISR), la demande des investisseurs était de savoir quelles entreprises étaient les plus performantes socialement au sein de chaque secteur. Or, la définition de la performance sociale n'est pas standardisée et peut fluctuer selon les affinités spécifiques des investisseurs. Pour pouvoir répondre à une multitude d'objectifs et de visions, les agences ont développé des méthodologies complexes, composées d'un nombre important de critères permettant une vision à 360 degrés, afin de balayer toutes les thématiques susceptibles d'intéresser l'investisseur. L'enjeu pour les premières agences de notation ESG européennes était donc de montrer la pertinence de leurs méthodologies. L'agence allemande Oekom cherche ainsi à se différencier en proposant d'évaluer non seulement le comportement des entreprises mais également l'utilité sociale de leurs produits ou services. Ethifinance insiste sur sa capacité à évoluer les risques et opportunités propres aux petites et moyennes entreprises et a réussi à garder le monopole sur ce marché. Vigeo-Eiris souligne « l'opposabilité de [ses] critères et l'impartialité de [ses] analyses<sup>79</sup> », en asseyant ses critères sur des textes normatifs. La concurrence méthodologique entre agences européennes a provoqué un important élan d'innovation, s'exprimant par le développement d'outils méthodologiques de plus en plus sophistiqués qui promettaient des analyses « profondes » couvrant un grand nombre de thématiques extra-financières. Or, les agences de notation européennes n'ont pas réussi à créer un marché qui permette l'épanouissement et la diffusion de cette profondeur méthodologique.

Déjà on peut constater que pour la notation financière, les trois grandes agences de notation de crédit sont américaines. Il serait dommage de suivre la même ligne sur les questions ESG, surtout que c'est en Europe que s'est développé l'essentiel de cette industrie. Hélas, en Europe, nous n'avons pas réussi à mettre en place un système permettant à ces sociétés de notation ESG d'être suffisamment rentables. Par conséquent, la plupart des agences de notation extra-financières sont en train de passer sous pavillon américain. (Ladislav Smia, directeur de la recherche ESG, Mirova)

En effet, après la création d'un consensus autour de la matérialité de l'ESG (1.1.1.) et l'arrivée de nouveaux entrants sur le marché suite aux restructurations (1.1.2.), la concurrence se fait

---

<sup>79</sup> Site internet de Vigeo-Eiris, consulté le 6 août 2020 : <http://vigeo-eiris.com/fr/a-propos/methodologie-assurance-qualite/>



désormais sur le nombre d'entreprises évaluées (la « couverture ») plutôt que sur la supériorité méthodologique. Ce n'est pas étonnant : du moment que la motivation pour intégrer l'ESG n'est pas de sélectionner les entreprises avec la meilleure performance sociétale, mais plutôt d'avoir une meilleure maîtrise des risques, la volonté est d'appliquer cette analyse à l'ensemble de l'univers d'investissement, afin d'intégrer les risques ESG au même titre des autres risques dans la recherche du meilleur équilibre entre risques et rendement. La définition précise des critères ESG importe moins, du moment que les acteurs sont convaincus qu'ils sont liés aux risques financiers. Accessoirement, les très grandes sociétés de gestion, aujourd'hui soumises à la pression commerciale sur l'ESG, ont des univers d'investissement tels que les agences de notation historiques, dont les analyses « profondes » ne couvrent généralement qu'un nombre relativement petit d'entreprises, ne peuvent pas satisfaire leurs besoins. La couverture devient alors un enjeu important de compétition entre agences. Les grandes agences américaines, parce qu'elles ont généralement des méthodologies moins « profondes » qui leur permettent d'analyser plus d'entreprises en moins de temps, ont alors un avantage compétitif important.

Je pense que des acteurs comme Vigeo comme Oekom, à une époque où le sujet était un sujet méthodologique, où il fallait convaincre des gens de l'importance de ces sujets-là, ouais, Vigeo et Oekom étaient les bons acteurs. Et puis quand c'est devenu un marché, je pense qu'il n'y a plus rien à faire, c'est MSCI et Sustain, [...] ou alors il faut aller plus vite. (directeur des méthodes, agence de notation ESG)

La mainstreamisation de l'analyse ESG a suscité l'intérêt des acteurs financiers trop grands pour être satisfaits de l'offre des petites agences de notation. Comme le disait Nicole Notat au moment de l'acquisition de son agence par Moody's Investors Service, le 15 avril 2019 : « force est de constater que sur le marché, il n'y avait pas d'opérateurs européens qui nous permettaient d'offrir le même niveau d'opportunité et de couverture géographique qu'un opérateur américain<sup>80</sup>. » Dans ces conditions, l'arrivée d'acteurs anglo-saxons qui rachètent les opérateurs européens, pour avoir accès à leur expertise méthodologique et leurs données, est « un principe de réalité<sup>81</sup>. »

---

<sup>80</sup> Interview avec Nicole Notat par Novethic, publié le 15 avril 2019, consulté le 6 août 2020 : <https://www.novethic.fr/actualite/gouvernance-dentreprise/gouvernance/isr-rse/nicole-notat-le-rachat-de-vigeo-eiris-par-moody-s-va-permettre-aux-notations-financieres-et-extra-financieres-de-s-enrichir-mutuellement-147155.html>

<sup>81</sup> *Ibidem*.

Par rapport à ces développements, plusieurs inquiétudes ont été émises par les personnes rencontrées, dont certaines étaient issues d'agences d'évaluation extra-financière pionnières. La première concerne la perte de qualité méthodologique après l'effort d'accroissement de couverture réalisé par ces agences pour s'adapter à la nouvelle donne.

Les quatre grandes agences de notation, elles se sont fait une concurrence d'enfer les dix dernières années, par sur la méthode, sur la couverture. Moi, je l'ai vécu, j'ai travaillé six ans chez Vigeo, la qualité, elle ne s'est pas améliorée. Clairement pas. Comme [nom de l'agence où j'ai travaillé], on avait mis la barre en termes de profondeur ici, et plus [les grandes agences de notation ESG américaines] MSCI et Sustainalytics avançaient, plus on disait « aaahhh », on baisse la barre pour faire de la couverture. [...] Il y a une dynamique de marché qui n'a pas porté la qualité vers le haut. Ça, c'est indéniable. (directeur des méthodes, agence de notation ESG)

La deuxième inquiétude concerne l'homogénéisation des motivations des clients, qui, après l'émergence du consensus autour de la matérialité de l'ESG, semblent uniquement s'intéresser à la prise en compte de ces éléments dans la mesure où ils permettent de mieux gérer les risques financiers. L'homogénéisation de la demande pourrait résulter en une homogénéisation de l'offre, surtout de la part des grandes agences anglo-saxonnes.

C'est ce qu'on disait tout à l'heure, pour l'instant, nous en Europe, on a la chance d'obéir à une grande diversité d'objectifs, de volontés, de démarches d'investissement responsable, MSCI, ils font du risque, il ne faut pas se tromper. Sustainalytics, il vient d'annoncer il y a trois mois une revue majeure de leur méthodologie, ils ont tout retourné, des notations ESG, d'ailleurs ils sont en train de perdre des clients français, parce qu'ils vont faire du risque. Et encore une fois, il ne faut pas se tromper, c'est parce qu'ils passent sous Morningstar. Et voilà, donc, oui oui, moi je suis assez inquiet qu'un de ces jours, la norme soit américaine. (directeur des méthodes, agence de notation ESG)

Le risque financier associé aux grandes transitions écologiques et sociales est important et c'est l'argument qui a convaincu beaucoup d'acteurs de la finance mainstream à s'intéresser aux dimensions extra-financières de la performance des entreprises. Ce n'était pas l'argument historique des pionniers de l'ISR, qui s'adressait à une pongée d'investisseurs. Or, aujourd'hui, les pouvoirs publics souhaitent restructurer la finance pour que l'ensemble des investisseurs, ou un très grand nombre d'entre eux, puissent contribuer au financement de la transition sociale et environnementale, avec l'argument que les besoins de financement sont tellement importants que les seuls fonds publics ne pourraient jamais suffire. Le plan d'action de la Commission européenne, lancé en 2018, a été lancé dans cette optique : « We will need about €180 billion

in additional yearly investments in sectors such as renovation and energy efficient buildings, renewable energy generation and transmission, and low-carbon transportation, to name a few. The scale of the investment challenge is well beyond the capacity of the public sector alone. The European Union is providing massive impetus to help attract the required investments. [...] But to decisively address the funding shortfall, we are also looking into regulatory changes to mobilise the significant funding capacity of private capital. Reaching our Paris agreement goals requires no less than a transformation of the entire financial system, its culture, and its incentives. Europe should lead this change. That is why, at the end of 2016, the European Commission appointed the High-Level Expert Group (HLEG) on Sustainable Finance. The group was given a mandate to prepare a comprehensive blueprint for reforms along the entire investment chain, on which to build a sustainable finance strategy for the EU » (Valdis Dombrovskis, Vice-President for the Euro and Social dialogue, also in charge of Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union & Jyrki Katainen, Vice-President for Jobs, Growth, Investment and Competitiveness, en préface au rapport final du HLEG, publié en janvier 2018).

Pourtant, « si la norme devient américaine » et si les analyses de la performance ESG effectuées par des agences adoptent un prisme uniquement focalisé sur les risques et opportunités financiers, il est possible que des thématiques écologiques ou sociales qui auraient besoin de financement mais qui ne constituent pas de risque financier ou ne rapportent pas de retour sur investissement sur le court terme soient rendus invisibles. Ainsi, un standard ESG qui serait mis en place par ces acteurs risquerait de passer à côté des objectifs de la Commission européenne.

A ce jour, les Américains ont fortement tendance à regarder les sujets ESG sous l'angle de la matérialité financière, dans quelle mesure les sujets de développement durable sont susceptibles d'avoir un impact sur les cours de bourse ou sur la rentabilité financière des projets. Quand on parle d'analyse ESG, c'est une chose importante mais ce n'est qu'une partie de l'histoire. D'ailleurs le plan d'action de la Commission européenne revient sur ce côté matérialité financière mais insiste aussi beaucoup sur la question de l'impact, i.e., dans quelle mesure la finance peut jouer un rôle sur l'émergence d'une économie plus durable. J'ai d'ailleurs tendance à penser que pour les régulateurs européens, le principal enjeu est sur ce deuxième pilier, afin d'encourager la finance à participer à l'émergence d'un monde plus durable. Assurer que l'épargne ne sera pas impactée négativement par les sujets de développement durable n'est pas une question anecdotique. Mais face aux enjeux de transition de nos économies, ça me semble presque venir en second niveau. Ainsi, si on laisse les Américains

mettre en place des standards ESG qui ne prennent pas en compte l'impact alors que cette notion est centrale en Europe, on aura un problème. (Ladislav Smia, directeur de la recherche ESG, Mirova)

A côté de la perspective à prendre sur les thématiques évaluées, les acteurs anglo-saxons se distinguent également par leur approche de l'analyse. La troisième inquiétude émise par les acteurs interrogés est que cette homogénéisation aura pour conséquence une industrialisation de l'analyse ESG : « ça devient très industriel, et ce qui se passe en Amérique du Nord ou chez les Anglo-Saxons » (analyste ESG sell-side). Comme pour la perspective à prendre sur les thématiques, il est craint que l'approche industrielle à l'analyse ne permette pas, comme l'a souhaité la Commission européenne, de véritablement adresser les thématiques sociales et environnementales.

Effectivement, on a énormément de fonds maintenant qui se disent ESG, qui sont proposés par des asset managers, qui historiquement, disaient que ça ne servait à rien, et je pense qu'ils ont des filtres très superficiels. Donc en fait on se retrouve toujours avec les mêmes valeurs dans les fonds d'investissement, il n'y a pas vraiment d'originalité. Donc oui, je pense que, maintenant c'est ESG partout. Donc je suis plutôt d'accord avec la personne qui a dit que ça tuait un peu l'ISR, parce que ça va devenir totalement industriel, des gens vont proposer des fonds ESG, mais ça ne changera pas grand-chose sur les problématiques qu'on doit traiter. (analyste ESG buy-side)

Finalement, l'arrivée des acteurs anglo-saxons est ressentie par un grand nombre d'acteurs historiques de l'ISR comme une menace de la « souveraineté méthodologique » européenne, une menace qui pourrait se transformer « en gros risque » si la vision du monde associée à la façon de noter est très différente de la vision européenne.

Alors après, il y a un point qu'on peut mentionner, alors sur le climat, il y a une grosse expertise française, parce que la comptabilité carbone est née en France. Parce que la France est un pays bas carbone, parce que nucléaire mais parce que plein d'autres choses aussi et notamment, parce que peu de ressources fossiles. Et parce que plus largement l'Europe. Et malheureusement, on est en train de perdre cette expertise, parce qu'elle est en train d'être rachetée par des grandes agences américaines. Donc il y a une question de souveraineté méthodologique, parce que la façon de noter, c'est quand-même une façon de voir le monde. C'est pas neutre en fait. [rires] Et donc le fait de se faire dicter la façon de voir le climat et plus largement l'ESG par une vision du monde très différente de la vision européenne, il y a un petit risque, ou un gros risque. [rires] (Jean-Yves Wilmotte, manager pôle finance, Carbone 4)

Tout cela provoque des émotions assez fortes chez certains acteurs qui travaillent depuis longtemps sur le marché français de l'analyse extra-financière, et qui ont vu la situation des agences de notation se dégrader. Ainsi, un ancien collaborateur de Vigeo-Eiris devenu directeur méthodologique chez une autre agence de notation ESG me confie déplorer la perte de savoir-faire européen qui avait été accumulé dans des années de développement méthodologique face aux grands acteurs américains. Les reconstructions commentées sous 1.1.2. et la perte de la plupart des agences de notation européennes indépendantes lui inspirent « un énorme sentiment de gâchis ».

Non, mais en vrai, tout ce qui m'habite aujourd'hui, c'est un énorme sentiment de gâchis, hein. Parce que chez [mon ancienne agence], si vous voulez, chez Vigeo, il y avait une intelligence comme chez [mon ancienne agence] mais à une dimension [beaucoup plus grande], là il y a 200 analystes. Ça va être une saignée sans nom. Et Oekom, moi, la dernière fois que j'ai parlé à [collaboratrice d'Oekom], elle m'a dit « Ben, [le fondateur d'Oekom] Robert Hasler il jette l'éponge parce qu'il est fatigué de se battre contre Sustain, contre MSCI, il a l'impression d'avoir toujours un coup de retard et il n'en revient pas quoi. (directeur des méthodes, agence de notation ESG)

\*\*

La mainstreamisation de l'analyse ESG a attiré un certain nombre d'acteurs anglo-saxons, qui ont transformé le marché européen par des acquisitions ou par des pressions concurrentielles. La conséquence de ces développements a été une industrialisation de l'approche de l'analyse, nécessaire pour pouvoir satisfaire l'accroissement de la demande. Les acteurs historiques européens peuvent se sentir dépassés par ces développements et déplorer la perte de la qualité, l'homogénéisation des objectifs, l'impact réel d'une prise en compte superficielle de l'ESG sur la composition des fonds et sur la vision du monde qui y est associée, car « la façon de noter, c'est une façon de voir le monde. » L'approche des acteurs anglo-saxons, si elle a permis d'intéresser un grand nombre d'acteurs financiers, pourrait ainsi compromettre les objectifs de la Commission européenne, qui souhaite restructurer la finance pour qu'elle puisse contribuer au financement de la transition écologique et sociale.

Ce premier thème de second ordre consacré à la mainstreamisation de l'analyse ESG a montré comment la création d'un nouveau consensus autour de la « matérialité » (c'est-à-dire l'impact sur la rentabilité des titres) des facteurs ESG, notamment porté par PRI, a provoqué une pression commerciale et réglementaire qui s'abat désormais sur l'ensemble des acteurs financiers. Les

acteurs historiques de l'investissement socialement responsable, qui ont été à l'origine des premières méthodologies pour analyser les aspects non-financiers de la performance des entreprises, n'ont pas pu répondre à la massification de la demande et se sont, dans le cadre d'importantes restructurations de marché, majoritairement fait absorber par des acteurs anglo-saxons, au regret de certains acteurs européens qui ont aidé à structurer le marché européen de l'ISR quand il était à ses débuts.

## 1.2. Émulation entre analystes et gérants

La production d'un champ organisationnel après la mainstreamisation de l'analyse ESG a de véritables conséquences pour le métier d'analyste. Alors que le marché se concentre et les motivations pour faire de l'intégration ESG semblent s'homogénéiser, au niveau des profils d'analyste, j'ai constaté au contraire une diversification des profils et des formes de coopération. J'ai nommé ce phénomène « émulation entre analystes et gérants ». Il apparaît en conséquence de la mainstreamisation de l'ESG ; il s'agit du deuxième thème associé à la production d'un champ organisationnel. Pour trouver leur place dans ce champ, certaines structures spécialisées dans l'analyse financière doivent soudainement *trouver de l'expertise ESG* et y répondent parfois avec créativité (1.2.1.). D'autres, qui emploient déjà des analystes financiers et extra-financiers, les incitent à *coopérer* pour produire des analyses intégrées (1.2.2.). Encore d'autres vont plus loin et forment leurs analystes financiers et ESG à *l'analyse intégrée* désormais à effectuer par une seule personne (1.2.3.). Le dernier cas pousse la démarche d'intégration au bout et intègre, au sein des individus, non seulement les deux types d'analyse, mais également la *gestion* (1.2.4.)<sup>82</sup>. Un petit panorama des principaux profils d'analyste rencontrés sur le terrain est proposé en annexe (voir l'[annexe 4](#)).

### 1.2.1. Trouver de l'expertise ESG

Pour répondre à la demande des clients pour des analyses financières intégrant l'ESG, un certain nombre d'agences et de sociétés de gestion ont dû *trouver l'expertise ESG* dont elles ne disposaient pas.

---

<sup>82</sup> La sélection de ces quatre cas de figure pour construire ma structure de données ne saura pas refléter toute la diversité du champ en voie de production au moment de l'enquête. Un rendu exact de cette diversité dépasse l'objet de cette thèse et les quatre catégories ont été choisies pour leur représentativité des situations des personnes rencontrées.

### *Trouver de l'expertise ESG par des recrutements d'externes*

Pour les sociétés de gestion buy-side, moins touchées par les conséquences de la réglementation MiFID II que les agences sell-side, la montée de la pression commerciale ne s'est pas nécessairement traduite par des fusions et acquisitions mais plutôt par la réorganisation des départements de recherche en interne pour les enrichir en profils ESG. Les recrutements d'analystes ESG au sein de sociétés de gestion ou de banques ont ainsi connu une forte augmentation ces dernières années.

Mon collègue [nom du collègue] a été seul pendant deux ans et à partir de mon recrutement, moi j'ai été recruté l'année dernière, donc en 2019, et 2020, entre 2019 et 2020, 3 personnes ont été recrutées. C'est énorme, enfin, pour [nom de la structure] déjà, de recruter, en tout cas dans un domaine très précis, autant de personnes, très rapidement. (analyste ESG buy-side)

Ces développements ne semblent pas se limiter aux quelques structures rencontrées mais se généraliser sur l'ensemble des lieux où les marchés financiers connaissent traditionnellement une forte dynamique.

Tu vois des créations de postes à Londres, c'est dingue, juste avant la crise du virus, t'avais une création de poste quasiment tous les jours, tous les deux jours au moins ! Parce qu'il faut relayer, et du jour au lendemain, il faut des analystes ESG. (analyste ESG)

### *Trouver de l'expertise ESG par des reconversions en interne*

Toutes les structures ne répondent pas à la pression commerciale par des recrutements. Certaines d'entre elles ont préféré trouver de l'expertise ESG par d'autres moyens, par exemple par des conversions de profils d'analyste dont la formation initiale est parfois très éloignée des problématiques extra-financières. Ainsi, depuis quelques années, « c'est la mode de convertir des quants en analystes ESG » (analyste ESG). S'il peut paraître curieux de demander à des personnes avec une formation en mathématiques financières de s'intéresser aux thématiques environnementales, sociales et de gouvernance, certaines structures optent pour cette solution car « embaucher des experts en ESG [demanderait] de trop changer nos modèles » (analyste quant reconvertie en analyste ESG). Accessoirement, faire porter l'intégration par un profil financier plutôt qu'ESG semble faciliter la coopération avec les gérants, qui acceptent plus facilement de changer leurs pratiques lorsque c'est quelqu'un avec un profil financier qui le leur demande (*ibidem*). L'analyste rencontrée qui rentrait dans cette catégorie m'avait contactée pour demander des conseils sur comment mettre au point une méthodologie d'analyse extra-

financière. En raison de sa formation et ses expériences initiales, elle s’y connaissait en analyse quantitative, c’est-à-dire la recherche de patterns dans de grandes quantités de données statistiques pour en déduire des corrélations entre les mouvements des prix de marché et autres facteurs, mais elle ne savait pas comment analyser la performance ESG au niveau d’une entreprise. J’ai pu discuter avec elle assez longtemps à deux reprises, et le texte ci-dessous est extrait des notes que j’ai prises à l’issue de notre premier échange. L’objectif de la première rencontre était d’échanger sur sa conversion récente et des idées comment s’y prendre pour « intégrer l’ESG ». Si ce manque d’expertise pouvait lui poser un problème d’un point de vue méthodologique, en ce qui concerne la légitimité de sa mission aux yeux de ses collègues, c’était plutôt un atout :

*Sur la légitimation en interne*

C’est ça qui a pris le plus de temps. Le processus de changement de poste a été lent, mais maintenant elle a déménagé et elle est plus près des gérants, ce qui lui facilite la tâche. Elle a rencontré tout le monde, les gérants en interne, les commerciaux, le département marketing. Il fallait faire en sorte que tout le monde comprenne et que tout le monde porte le même message, ce qui n’était pas évident. Les commerciaux sont super contents, les gérants ont un peu plus de mal. Mais le fait qu’elle soit jeune, qu’elle ne soit pas une experte ESG et qu’elle soit ouverte au dialogue l’a aidée à se faire accepter. (analyste quant convertie en ESG)

Si le manque d’expertise en ESG permet la légitimation en interne, il n’aide pas à imaginer de nouvelles méthodologies intégrées. Cette analyste au profil financier à qui on demande de piloter le processus n’avait donc pas d’autre choix, comme elle ne pouvait pas être formée au sein de sa structure, d’aller chercher de l’expertise à l’extérieur. Pour cela, elle lisait les rapports thématiques rédigés par des brokers, s’inspirait des méthodologies des agences de notation et cherchait des formations spécialisées. La SFAF (la Société Française d’Analystes Financiers) propose désormais plusieurs formules de formation à l’intégration ESG pour analystes financiers<sup>83</sup>. « Ça n’existait pas vraiment avant, des formations un peu rapides, car on ne peut pas non plus se libérer 3 jours par semaine pendant un an » (analyste quant convertie en analyste ESG).

Pour cette analyste reconvertie qui travaillait seul, le processus d’intégration ESG au sein de sa société de gestion à forte culture financière se limitait à la prise en compte superficielle de ces

---

<sup>83</sup> SFAF, site officiel : <https://www.sfaf.com/formation/la-formation-continue-inter-entreprises-et-sur-mesure-4/>. Consulté le 16 août 2021.



nouvelles thématiques ; dans un communiqué diffusé le 3 septembre 2019 par sa structure, on peut ainsi lire que la structure favorise une approche d'intégration de critères ESG par les risques, en favorisant, au sein de chaque secteur dont aucun ne sera exclu, les sociétés qui adressent au mieux les risques ESG auxquelles elles sont exposées. L'objectif de la première étape d'intégration serait d'atteindre une note des risques ESG inférieure à celle d'un indice de référence de valeurs boursières européennes de l'agence de notation extra-financière américaine MSCI, le MSCI Europe. La perspective prise est donc celle des risques et l'enjeu de la démarche semble surtout être de pouvoir afficher l'intégration de cette tendance de marché. On ne peut pas trop s'en étonner, quand le président de cette structure commence ses discours en expliquant que « l'ESG est bien, mais nous on est là pour faire de l'alpha [rentabilité d'un portefeuille ou actif] » (*ibidem*), il est difficile d'aller plus loin. Les contraintes organisationnelles n'empêchent pas l'analyste rencontrée de s'intéresser sincèrement à l'intégration de ces nouvelles thématiques. Or, la façon dont elle l'envisage reflète sa formation initiale : elle espère, lorsque le reporting ESG de la part des entreprises se développera et la disponibilité des données s'améliorera, pouvoir construire des « jolis modèles » sur la base de ces données qui permettront de réaliser des prévisions plus pertinentes (*ibidem*). L'intégration ESG est donc considérée comme un enrichissement intéressant de l'évaluation financière classique mais qui ne nécessite pas de « revoir les modèles », ni remet en cause la recherche de « l'alpha ».

\*\*

Après la mainstreamisation de l'ESG, l'ensemble des acteurs financiers doivent désormais proposer des analyses financières qui intègrent des aspects non-financiers. Les structures qui étaient auparavant spécialisées dans l'analyse financière pure ont donc dû rapidement « trouver de l'expertise ESG. » Par conséquent, la demande pour des profils spécialisés dans l'analyse ESG a fortement augmenté ces dernières années. Alternativement, certaines sociétés de gestion demandent aux analystes avec un profil financier de se convertir et de piloter la transition vers une analyse qui combine les deux dimensions. Si un profil financier peut favoriser l'acceptation en interne, le manque d'expertise peut conduire à une intégration superficielle de ces nouvelles thématiques. Dans d'autres structures qui disposaient déjà de l'expertise ESG en interne, la montée de la pression commerciale pour des analyses intégrées a poussé à la coopération entre analystes aux profils différents.

### 1.2.2. *Coopérer entre analystes financiers et ESG*

Pour des structures où travaillent analystes financiers et ESG, la mainstreamisation de l'ESG a poussé les deux profils à *coopérer*. Ces coopérations peuvent être plus ou moins harmonieuses en fonction du degré d'alignement des objectifs. Sans surprise, la coopération pour produire des analyses intégrées autour d'un objectif univoque, par exemple, évaluer la solvabilité d'un État à une date donnée, semble être plus facile que lorsque l'objectif est sous tension, puisqu'il est d'informer le gérant simultanément sur la performance financière et extra-financière d'un actif – performances qui sont parfois contradictoires en fonction de l'horizon temporel. En cas de dilemmes sur la décision d'investissement à prendre, souvent, c'est la vision des analystes financiers qui pèse plus lourd dans la balance. Or, certaines structures ont décidé de procéder à des réorganisations structurelles pour rétablir l'équilibre.

#### *Coopérer autour d'un objectif univoque*

Les structures où travaillent à la fois analystes financiers et ESG ont eu le temps de réfléchir à comment intégrer les deux analyses avant que l'ESG ne devienne un passage obligé. Beyond Ratings avait été fondée en 2014 autour d'un projet de recherche académique pour intégrer d'abord le climat, ensuite également d'autres facteurs non-financiers dans des analyses du risque de crédit. Beyond Ratings emploie donc les deux profils d'analystes, qui sont amenés à coopérer pour produire des analyses du risque de crédit intégrant à la fois une composante financière et extra-financière. Étant donné que l'agence est spécialisée sur la dette des États (la dette souveraine), les données extra-financières à prendre en compte sont surtout issues des bases de données d'organisations comme la Banque mondiale et l'OCDE (l'Organisation de coopération et de développement économiques). Afin d'interpréter ces informations, il fallait « des compétences plus spécifiques, des gens qui comprennent [ce que c'est] le monde de l'énergie, comment est-ce qu'on peut évaluer la dépréciation des ressources naturelles, le changement des usages des sols, etc. etc. » (directeur commercial, Beyond Ratings). Or, puisque l'objectif n'était pas de fournir une analyse de l'état environnemental d'un pays, mais de réaliser une notation financière « augmentée » de la dimension environnementale, il fallait que ces personnes puissent « communiquer ces aspects-là, à ce que chacun puisse comprendre comment on peut utiliser ça » (*ibidem*). Ce qui était recherché, était donc une « fertilisation croisée » des expertises financières et ESG dans le but d'établir une notation de solvabilité.

Mais nous, on a décidé dès le début, puisqu'on avait le choix [rires], de dire, non non, on veut que tout le monde soit ensemble, on ne veut pas qu'il y ait une barrière à la fertilisation croisée et aux discussions qui pourraient émerger, donc tous les analystes sont dans le même lot, dans le même panier [...]. Donc on a vraiment les deux types de profil, dont certains d'ailleurs qui ont fait les deux. Certains, qui ont fait du financier et puis qui ensuite ont basculé et c'est ça qui est intéressant, c'est qu'on cherche à avoir, cette compréhension des deux mondes, puisque c'est à cette croisée qu'on pense qu'on a une valeur ajoutée. (directeur commercial, Beyond Ratings)

La « valeur ajoutée » que propose Beyond Ratings est donc la double perspective, financière et extra-financière, sur la capacité d'un État à rembourser ses dettes. Contrairement à la société de gestion qui doit trouver de l'expertise ESG pour répondre à une demande des clients mais qui ne veut pas changer ses modèles, Beyond Ratings affiche la volonté, dès le début, de créer un modèle intégré. Or, la finalité de cette méthodologie intégrée reste bien l'estimation du risque de crédit.

On n'est pas dans une méthodologie de notation extra-financière, mais purement dans l'estimation du risque de crédit, en utilisant tous les paramètres extra-financiers à notre disposition. C'est pas une, [...] c'est, on peut dire un peu une révolution dans le sens où c'est quelque chose quand-même d'un peu disruptif, mais c'est pas une, l'approche fondamentale reste de dire, quels sont les indicateurs disponibles dans tout ce qui peut exister pour me permettre de réaliser au mieux une prédiction. (directeur commercial, Beyond Ratings)

Les analystes financiers et ESG coopèrent donc, certes en s'appuyant sur d'autres types de données et en mobilisant d'autres types d'expertise, mais en s'acheminant vers une finalité qui reste unique, et qui est de « réaliser au mieux une prédiction » (*ibidem*).

### *Coopérer autour d'un objectif sous tension*

On ne trouve pas forcément la même harmonie dans toutes les structures où travaillent ensemble analystes financiers et ESG. Dans les sociétés où est géré une diversité de classes d'actifs, la coopération entre analystes financiers et ESG s'avère parfois plus compliquée. Lorsque l'objectif n'est pas d'évaluer la qualité des obligations qui arrivent à terme à une date précise, mais plutôt de fonder une décision d'investissement pour des durées moins déterminées à l'avance, la tension temporelle entre les événements financiers et extra-financiers peut provoquer des conflits. Cette tension entre « horizons temporels » est celle qui a été évoquée le plus souvent par les acteurs rencontrés et semble être la plus troublante lorsqu'on cherche à intégrer l'analyse financière et extra-financière. Les risques extra-financiers ont tendance à se

« matérialiser » (c'est-à-dire à se traduire en impacts financiers concrets) à des horizons plus lointains que les risques financiers, ce qui peut provoquer des dilemmes sur la bonne décision à prendre.

Ehm...[soupon]. Ça [l'interaction fréquente avec les analystes financiers] avait des côtés très positifs sur la connaissance sectorielle qu'on pouvait avoir, l'accès aux entreprises, on avait accès à d'autres interlocuteurs que ceux auxquels on a accès habituellement, mais, ehm... Très clairement, le conflit d'intérêt apparaissait, pouvait apparaître fréquemment. Eux, ils avaient une vision à trois mois, à six, à un an, et nous, on mettait en avant des risques qui pouvaient se matérialiser dans les dix ans à venir et donc c'était pas forcément, les discussions pouvaient être assez compliquées de ce point de vue-là. (analyste ESG)

Lorsque ce type de dilemme apparaît dans des équipes de recherche mixtes, souvent, ce sont les analystes financiers qui ont le dernier mot. D'une part, parce que la priorité d'une structure de gestion d'actifs reste financière, ce qui est reflété dans la composition des équipes.

Pendant une dizaine d'années, deux catégories de *people* au sein de l'équipe, des analystes financiers et des analystes extra-financiers. Un pour deux. Un analyste qui suivait un secteur et un analyste extra-financier qui suivait deux secteurs. Et les études, donc on a mis en place des méthodologies d'analyse etc., les études ont été faites à deux mains, c'est-à-dire qu'à un moment donné, il fallait que l'analyste financier prenne dans sa recommandation les infos de l'analyste extra-financier. Forcément, l'analyste financier avait plus de poids et l'analyste extra-financier devait jouer des coups, il fallait vraiment que ce soit très mauvais ou très bon pour se faire entendre, pour avoir l'impact que ça pouvait avoir sur la valeur. (directrice de département de recherche intégrée)

D'autre part, parce que gérants et analystes financiers ont souvent fait un même type de formation et partagent les mêmes sensibilités et objectifs, ce qui les rapproche par rapport aux analystes ESG, qui n'ont pas toujours fait des études en finance et peuvent aussi avoir d'autres raisons à avoir voulu intégrer le monde financier (voir les « motivations personnelles des analystes » décrites en prologue).

Certaines structures ont commencé à réfléchir à comment remédier à ce rapport de forces inégalitaire sans renoncer aux avantages d'une analyse croisée. Une solution est de maintenir la coopération entre analystes aux profils différents mais de donner plus de poids aux analystes ESG.

Mais avec quand-même l'idée que le sustainability center a le dernier mot. Il ne faut pas, enfin, le risque, lorsqu'il y a comme ça une co-construction, c'est que c'est celui qui crie le plus fort gagne. Et ça, c'est pas souhaitable et surtout sur les sujets ESG, parce que, encore une fois, vous pouvez avoir de très belles opportunités à six mois mais pour autant d'un point de vue ESG, on considère qu'il faut pas investir dessus. Donc si c'était co-construit, vous vous retrouvez avec des conflits d'intérêts qui éclatent et qui gagne ? Nous, notre ligne de conduite est très claire. C'est le sustainability center qui détermine, on est en amont et on donne une recommandation sur un titre, après c'est le gérant qui intègre cette information-là dans sa décision d'investissement. (analyste ESG)

\*\*

La coopération entre analystes financiers et ESG, si elle permet de croiser les perspectives, peut, en raison des différences de temporalité, provoquer des conflits sur des décisions d'investissement à prendre. Dans certaines structures, la composition des équipes et les formes de collaboration favorise les analystes financiers, dans d'autres, des aménagements structurels ont été réalisés pour éviter que « celui qui crie plus fort gagne ». Une autre solution aux oppositions entre profils est de demander aux analystes de faire de l'analyse intégrée. Faire de l'analyse intégrée permet de dépasser les conflits potentiels entre analystes financiers et ESG, puisque c'est désormais au niveau de chaque individu que d'éventuels dilemmes doivent être gérés. Cette intégration au niveau individuel, si elle a été tentée par plusieurs structures, n'est pas sans difficultés.

### 1.2.3. *Faire de l'analyse intégrée*

Plusieurs de mes interlocuteurs ont prédit que les analystes financiers et ESG comme métiers distincts disparaîtront et que d'ici quelques années, il ne restera que des « analystes intégrés ». Demander aux analystes de *faire de l'analyse intégrée* semble surtout être le ressort des structures considérées comme précoces par rapport aux développements de marché. Ce n'est pas étonnant, car il faut d'abord avoir *trouvé l'expertise ESG* (1.2.1.), puis passer par une étape de *coopération entre analystes* (1.2.2.) avant de pouvoir envisager l'intégration au niveau individuel. Or, cette intégration ne va pas de soi, et certaines structures qui l'ont tenté y ont finalement renoncé pour des raisons d'expertise, d'indépendance ou simplement d'affinité.

« *Vous êtes suffisamment mature pour que l'on fusionne les métiers* »

Dans la société rencontrée la plus « en avance » sur l'intégration, le processus avait commencé en 2003, avec d'abord une équipe mixte composée d'analystes financiers et extra-financiers. La décision d'intégrer les deux profils suit en 2005 et est basée sur la réalisation que l'ESG est « ni plus ni moins un élément pour revenir à des approches de moyen/long terme » (directrice de département de recherche intégrée). Cette société, du type buy-side, s'était rapidement saisie de la montée en puissance de l'ESG pour s'opposer à « l'approche court terme qui nous est imposée par le mode de croissance, le capitalisme développé [...] sur les 30-40 dernières années sous influence anglo-saxonne et où on était, dès qu'il y avait une publication trimestrielle, c'était oh là là, il fallait changer la recommandation » (*ibidem*). L'intégration était donc un moyen de revenir à une analyse fondamentale<sup>84</sup>, moins sensible aux fluctuations du marché, qui se concentre sur le profil des entreprises et leur positionnement à l'égard des développements à moyen terme ou plus long terme. Aujourd'hui, dans une époque bouleversée par des ruptures et des transitions, cette analyse fondamentale devrait donc prendre en compte ces développements qui peuvent se traduire par des mutations majeures de son environnement écologique, social et économique.

Donc ces trois transitions [environnementale, digitale et démographique] qui sont la base même de l'analyse du business modèle d'une société, eh bien il va y avoir un outil qui va nous aider pour faire l'analyse de ces changements et savoir si une entreprise sait bien s'adapter ou au contraire elle va être perdante demain, bah c'est l'analyse ESG à travers l'analyse des indicateurs environnementaux, sociétaux, capital humain et de gouvernance. (*ibidem*)

Dans un monde de plus en plus bouleversé par des ruptures de tous genres qui trouvent leurs origines le plus souvent en dehors des marchés financiers stricto sensu, faire de l'analyse financière pure n'a, selon cette directrice de département de recherche intégrée, plus aucun sens ; l'intégration ESG est donc considérée comme une extension logique de l'analyse financière fondamentale.

Et donc, ce qu'on a dit, aujourd'hui, faire de l'analyse financière, ça n'a plus aucun sens. Puisqu'on est en période de mutation, de bouleversements et voilà. [...] Donc on a dit, bien voilà, vous êtes suffisamment matures pour que l'on fusionne les métiers d'analystes financiers et extra-financiers. (*ibidem*)

---

<sup>84</sup> L'analyse fondamentale cherche à étudier les comptes, les capacités techniques et commerciales, la gestion et l'environnement économique d'une entreprise afin d'évaluer sa performance (potentielle) par rapport à ses pairs.

Demander aux analystes de faire de l'analyse intégrée s'inscrit donc, pour cette société, dans un processus de « maturation ». Un bon analyste fondamental devrait désormais être capable de dépasser la perspective étroite de l'analyse financière pour prendre en compte l'environnement d'une entreprise dans sa globalité.

*Un projet impulsé de manière top-down mais concrétisé par les analystes*

Étant donné que les formations universitaires ou d'école de commerce n'avaient pas préparé ses analystes à cette mission (et, pour la plupart, ne le font toujours pas<sup>85</sup>), la directrice de département de recherche intégrée rencontrée devait trouver d'autres solutions.

Les analystes financiers ont été formés par nos analystes extra-financiers, nos ex-analystes extra-financiers, en interne, parce qu'en fait, je ne trouvais pas de formation sur le marché, ça n'existait pas. [...] Je n'avais pas d'outils extérieurs, donc on a eu une politique de formation interne puisque pendant dix-huit mois, tous les vendredis après-midi, c'était obligatoire. On appelait ça la team ESG. 2h à 2h30. Sauf pendant les vacances scolaires et sauf pendant les mois d'été. (directrice de département de recherche intégrée, société de gestion)

Les analystes extra-financiers, eux, ont pu être formés à l'extérieur, grâce à une formation proposée par la SFAF. La période de formation a été longue et détaillée, et nécessitait un fort encadrement de la part du management.

Alors, je ne peux pas dire que c'était linéaire, j'avoue que le management était quand-même important, et souvent le management a son importance dans la réussite des projets. C'est sûr que le nombre de fois où j'ai dit, moi je n'y vais pas, j'ai autre chose à faire l'après-midi, bah souvent ça se passait mal. Donc en fait, moi j'étais souvent assise, en faisant pas forcément grand-chose, mais c'était un projet venant d'en haut, tout le monde était autour d'une table, c'était un projet. (*ibidem*)

La démarche top-down était donc nécessaire pour bien faire comprendre, à une époque où l'ESG était peu connu des acteurs de la finance mainstream, l'importance du projet. Ceux qui refusaient de se faire convertir étaient priés de partir.

---

<sup>85</sup> L'absence de références à l'ESG dans leur formation initiale en finance a été mentionnée par la totalité de mes interviewés mais est aujourd'hui susceptible de changer au sein de certaines écoles de commerce, comme Kedge Business School, qui propose depuis 2018 un master « Sustainable Finance », dont la vocation est de former des futurs profils « à double expertise financière et extra-financière » : <https://etudiant.kedge.edu/programmes/master-finance>, consulté le 11 août 2020

En plus, à l'époque, c'était en 2016, l'ESG ce n'était pas encore comme maintenant, maintenant, tout le monde se veut ESG. Au début, il y en avait quand-même pas mal qui ne savaient pas comment faire et moi, je disais, pas de problème, vous avez le droit de ne pas [le] faire, au revoir, à bientôt. (*ibidem*)

Si l'impulsion à l'intégration venait du management, la formation en elle-même était portée par les analystes et consistait principalement à permettre aux analystes aux profils différents de réfléchir ensemble à comment intégrer l'ESG dans leur méthodologie. Chaque analyste extra-financier avait pour mission d'animer des formations à la thématique dont il était le plus expert. Une trame méthodologique standard était proposée aux analystes financiers, à qui revenait le soin de la décliner et affiner selon les spécificités de leurs secteurs.

On a tous décliné en fait dans nos secteurs, on a eu cette formation théorique, et après chacun dans son secteur, parce que les enjeux ne sont pas les mêmes, on a décliné de façon individuelle cette formation théorique, l'a appliquée à nos secteurs, et donc il y a eu une période de tâtonnement, on va dire, même suivant certains sujets, il peut-être encore être d'actualité. Mais c'est vrai qu'on apprend, qu'on a appris en marchant, c'est-à-dire de façon presque expérimentale. (analyste intégrée buy-side)

Pendant cette période de formation et de « tâtonnement », la proximité physique entre analystes financiers et extra-financiers a été vécue comme bénéfique ; le fait de partager le bureau avait aidé à échanger des compétences et encore aujourd'hui, les deux profils continuaient de s'entremêler, pour s'aider à appréhender des thématiques extra-financières évolutives.

Ce type de formation interne a aussi été possible parce qu'on est tous sur le même plateau. Parce que les échanges entre analystes sont constants. C'est-à-dire la diffusion de l'information était assez facile, il y avait souvent questions qui sont posées, et encore aujourd'hui, on échange, pour bien cibler telle ou telle thématique sur l'ESG notamment. Donc il y a un côté aussi, c'est nécessaire aussi d'être très physiquement proche. C'est pas uniquement lire un bouquin, on est bon, on commence à faire nos analyses. Encore aujourd'hui, il y a beaucoup d'échanges, parce que les sujets évoluent. (analyste intégré buy-side)

#### *Une transformation hésitante d'identité professionnelle*

Au terme de la période de formation à l'analyse intégrée, quelques analystes se sont vu assigner une responsabilité additionnelle, comme référent sur l'un des piliers extra-financiers, afin d'aider les analystes intégrés en cas de questions techniques ou réglementaires liées à ces thématiques. Mais l'objectif était clairement de convertir l'ensemble des analystes en analystes intégrés. Les moyens et le temps (« je me souviens plus combien de mois mais c'était long »,



analyste intégré) consacrés à cette démarche de formation a eu pour conséquence que l'ensemble des analystes rencontrés ont fini par adopter le discours sur le non-sens de continuer à faire des analyses séparées.

MW : Et vous vous sentez aussi analyste intégré ou vous vous sentez toujours analyste financier avec un volet extra-financier ?

—Je suppose, je dirais que la question est différente. Est-ce qu'il faut encore faire une distinction ? (analyste financier reconverti en analyste intégré)

Or, même dans cette structure où le processus d'intégration a été mené avec beaucoup de sérieux, tous les analystes n'en sont pas sortis parfaitement intégrés. L'herbe est toujours plus verte chez les voisins, et certains ex-analystes financiers, ayant goûté à l'analyse ESG, ont préféré s'y consacrer exclusivement.

Et puis j'ai gardé une personne qui est par contre à 100 % sur la gouvernance, qui n'a pas pris de secteur, pour différentes raisons, parce qu'elle est incapable de revenir au financier, donc ce n'était pas la peine, c'était pas un bon choix managérial. (directrice de département de recherche intégrée, société de gestion)

Le cas inverse s'est également produit : un des analystes ESG a tellement apprécié la dynamique de l'analyse financière par opposition à « l'inertie » des thématiques extra-financières, qu'il avait fini par adopter les réflexes de l'analyse financière.

Je vous donne le nom d'un analyste qui est rentré chez moi comme analyste ESG depuis très longtemps et qui a demandé de passer au financier. En plus, c'était un peu notre cobaye. Qui est très drôle d'ailleurs, parfois, il a tendance à un peu oublier d'où il vient et je lui dis : « [Nom de l'analyste], c'est un peu trop court terme. » Mais c'est très drôle. (ibidem)

### *Des tensions persistantes*

Malgré la volonté de départ d'inscrire l'intégration ESG dans un retour à une vision à moyen/long terme sur la performance des entreprises, accompagnée d'une « interdiction » de suivre les publications trimestrielles, des tensions liées aux horizons temporels ont maintes fois été évoquées par les analystes intégrés de cette société. Faire de l'analyse intégrée ne fait pas disparaître les tensions liées au décalage temporel entre thématiques financières et thématiques extra-financières ; simplement, les dilemmes sont désormais à gérer au niveau individuel et non entre collègues.

Je suis d'accord avec tout ce qui est dit mais il y a quand-même, il faut tempérer un tout petit peu sur l'horizon temporel, c'est-à-dire que... Ça c'est très difficilement réconciliable, c'est-à-dire est-ce qu'on regarde un dossier horizon 18-24 mois ou est-ce qu'on regarde un dossier horizon dix ans. Je pense que si on regarde un dossier horizon dix ans, les deux analyses sont complètement imbriquées et l'opinion sera basée sur les deux sujets, mais la grande difficulté, et on a beau savoir que les problématiques de transition énergétique, de raréfaction des ressources, de durcissement des réglementations interviennent, c'est un processus lent et il y a d'autres facteurs qui vont impacter l'entreprise au cours des 6-12-18 prochains mois, et la grande question quand on doit établir une recommandation c'est est-ce qu'on se base sur ce qui va impacter l'entreprise sur les 6-12-18 prochains mois, et comment on réconcilie ça avec des tendances structurelles incontestables certes, mais qui sont des processus plus longs et plus lents, entre aujourd'hui et dans dix ans, il va se passer plein de choses. Donc la grande, grande, grande difficulté est de réconcilier l'horizon temporel. (analyste ESG converti en analyste intégré)

Dans les sociétés du type buy-side, les analystes ont l'avantage de pouvoir élaborer des recommandations à moyen terme pour les gérants de leur propre structure et être moins soumis aux volontés de clients externes, qui peuvent avoir des objectifs à très court terme. Mais même dans ces conditions, la tension temporelle a été perçue comme problématique ; quand on fait de l'analyse intégrée, il faut décider où placer le curseur entre des problématiques de transition qui s'inscrivent dans des « processus lents » et les problématiques financières à plus court terme. Ces tensions liées à la temporalité s'appliquent également au processus d'analyse lui-même : prendre en compte des facteurs extra-financiers rallonge le processus d'analyse, surtout lorsque les informations les concernant ne sont pas aussi accessibles, ou pas dans la même forme, que les informations financières.

Le plus grand changement est le temps que ça prenait. Gérer ce temps, aller chercher une information qui n'est pas formatée, et puis une information, c'est beaucoup de wording, ok. Et ça c'est plutôt, c'est très fastidieux, d'aller chercher l'information, je trouve. (analyste intégrée)

Surtout pour les analystes qui sont également référent sur une thématique extra-financière donnée, il peut donc être difficile d'intégrer toutes ces dimensions, tout en respectant leurs objectifs professionnels.

Oui on a des objectifs, eh, sachant que tous les six mois on peut les mettre à jour entre guillemets, actualiser nos objectifs quand on a un entretien avec [nom de la directrice du département], où c'est aussi à nous de voir quel temps on alloue à chaque mission, et ensuite c'est vrai que pour le moment c'est un des points, sur lesquels, avec [nom de la collègue] qui est aussi référente sur le S, c'est un

des points sur lesquels on, des points qu'on a mis en avant auprès de [nom de la directrice du département], c'est vrai que eh.... C'est des sujets qui nous prennent beaucoup de temps. (analyste intégrée)

### *Des tentatives avortées*

Sans être aussi précoce ou y mettre autant de moyens, la conversion d'analystes financiers ou extra-financiers en analystes intégrés a été imaginée ou tentée par d'autres structures également. Après tout, faire de l'analyse intégrée semble la réponse logique et rationnelle aux évolutions du marché, car convertir les analystes en analystes intégrés permet non seulement de répondre à la demande pour des analyses financières qui prennent en compte les thématiques ESG, mais également de faire des économies en supprimant les « doublons ».

Ça a été la tendance, ces dernières années, parce que déjà, ils se sont rendu compte qu'il y avait des doublons, que ça coûtait beaucoup d'argent d'avoir d'un côté le financier et d'un autre côté l'équipe non-financière. Ils ont essayé de le développer, ils se sont rendu compte que ça ne marchait pas beaucoup. Je sais que chez [nom de société de gestion] ils ont essayé de le faire et je sais qu'ailleurs aussi, chez [nom de société de gestion] ils ont essayé de financiariser du coup les analystes non-financiers. (analyste ESG)

Or, la tentative à l'intégration des profils a été avortée pour plusieurs raisons. Au niveau des structures, la question de l'indépendance et l'homogénéité des analyses a été évoquée.

Chez Mirova, nous investissons sur différentes classes d'actifs : sur les grandes entreprises cotées en bourse d'une part mais aussi sur des projets et des entreprises de plus petite taille, non-cotées en bourse. En l'absence d'équipe de recherche ESG centralisée, il y aurait un risque de divergence de position sur certains sujets de fonds. Il serait étonnant à l'échelle d'une société comme Mirova d'avoir des positions différentes selon les typologies d'investissement sur des sujets comme la lutte contre le changement climatique, l'accès à la santé ou les biotechnologies. L'existence d'une équipe de recherche ESG centralisée permet d'assurer [...] l'homogénéité et l'indépendance de l'analyse sur les sujets de développement durable. (Ladislav Smia, directeur de la recherche ESG, Mirova)

Au niveau individuel, certains analystes se sont opposés à la conversion en analyste intégré pour des raisons d'affinité.

Et puis aussi, chez [nom de société de gestion], ce sont des gens qui ont plutôt un profil Sciences Po et ça leur faisait chier de faire du financier, tout simplement. (analyste ESG)

Enfin et plus fondamentalement, certains ont émis des doutes quant à la capacité de réaliser une véritable intégration au niveau individuel et de faire les deux types d'analyse « correctement ».

Je pense que, si vous faites les deux, à mon sens, vous n'êtes pas en mesure de faire correctement les deux choses. Parce que faire une vraie analyse ESG, ça demande quand-même beaucoup de temps, beaucoup d'éléments, donc si en plus vous devez prendre en compte d'autres éléments et savoir si lors de la prochaine publication trimestrielle, ça va avoir un impact sur le cours des bourses, ça devient très vite compliqué à gérer. (analyste ESG)

\*\*

L'analyse intégrée, bien qu'elle semble être la réponse logique à une demande commerciale pour l'intégration d'une évaluation de la performance ESG dans les analyses financières, n'est pas sans obstacles. La seule structure rencontrée dont les analystes se disent « intégrés » a réussi cette intégration au prix d'un temps de formation long, une obligation inconditionnelle et un accompagnement serré du management. Même dans ces conditions, faire une analyse parfaitement intégrée se heurte à des tensions liées aux horizons temporels. L'analyste intégré, plutôt que de discuter et argumenter avec ses collègues qui représentent l'autre approche, doit désormais gérer ces dilemmes tout seul, ce qui peut provoquer des sentiments de dissonance. Le dernier cas de figure a poussé l'intégration encore plus loin : non seulement, elle demande à ses analystes de faire de l'analyse intégrée, mais également de prendre les décisions d'investissement.

#### *1.2.4. Intégrer analyse et gestion*

Même lorsqu'un analyste réussit parfaitement à intégrer analyse financière et ESG pour proposer une recommandation qui reflète les deux enjeux, la décision finale est prise par le gérant : « il y a un échange entre la recherche et la gestion et puis oui, il y a toujours un dialogue, s'il y a un désaccord, il y a un échange, mais la décision finale, elle revient au gérant » (analyste intégrée). Cet écart entre recherche et gestion peut, dans certains cas, mener au « greenwashing » : « on avait une préoccupation de greenwashing pour résumer et notamment vis-à-vis des fonds qui disaient [...] faire de l'intégration ESG mais [...] cette intégration n'est pas forcément... Souvent, par exemple, quand mes collègues en charge des demandes d'agrément lisent des prospectus, ça veut dire que les gérants en charge donc des fonds, on leur

met à disposition des notes ou des analyses ou des scorings ESG mais après ils peuvent en tenir compte ou pas » (régulateur). Une manière de dépasser ce problème est d'aller encore plus loin dans la démarche d'intégration et de demander aux analystes d'*intégrer analyse et gestion*.

« *Intégrer à la fois le rôle d'analyste financier et extra-financier pour mener au mieux des décisions d'investissement en tant que gérant* »

J'ai rencontré ce dernier cas de figure chez une société de gestion fonctionnant sur un modèle d'analystes-gérants. Un analyste-gérant assume la responsabilité complète d'un portefeuille, dont il assure l'analyse, le suivi et les décisions d'investissement. Cette société de gestion avec une politique de recrutement plutôt « ouverte » embauche à la fois des analystes ESG et financiers, qui se voient tous proposer la perspective de devenir analyste-gérant intégré(e) : « on est tous [...] à des niveaux différents globalement d'analyste-gérant ou en passe de l'être s'il y a un intérêt des deux côtés » (analyste-gérante). La politique de ressources humaines de cette société cherche donc à atteindre le modèle le plus « abouti » d'intégration des profils. Il ne s'y agit pas d'intégrer les deux perspectives dans une recommandation présentée aux gérants, qui peut être adoptée ou non, mais d'utiliser la recherche à la fois du côté financier et ESG pour s'aider à prendre des décisions de gestion de portefeuille. « On essaie de toujours mieux intégrer, en chacun, à la fois le rôle financier, enfin d'analyste financier et extra-financier pour mener au mieux une décision d'investissement en tant que gérant » (*ibidem*). Le profil « parfait » recherché, chez cette société, est de faire 50 % d'analyse financière et 50 % d'analyse extra-financière, même si la diversité des profils permet de compléter les compétences de chacun.

Et donc le modèle parfait entre guillemets c'est de faire du 50/50, 50 % d'analyse financière, 50 % d'analyse extra-financière, donc c'est-à-dire analyser toutes les entreprises d'A à Z, voilà, dans leur globalité. On n'est pas tous à cet équilibre parfait, moi je fais un peu plus d'extra-financier, je suis plus à 60/40. 60 extra-financier, 40 financier parce que j'aide des gens qui sont un peu plus financiers à compléter, à analyser leurs modèles extra-financiers et inversement. Donc il y a une sorte de partage. (analyste-gérante intégrée, société de gestion)

*Un risque de « biais » contrôlé par les pairs*

Ce modèle n'est pas non plus sans difficultés. S'il permet de surmonter le rapport de forces défavorable à la recherche qui peut exister dans des sociétés avec analystes et gérants séparés, réunir ces missions en une seule personne augmente considérablement la charge de travail et de responsabilité. Il peut également provoquer des « biais » supplémentaires.

Alors ça prend du temps et on peut aussi dire que parfois, on peut être plus biaisé. Par exemple, étant à la fois donc, responsable financière d'une fiche en question, responsable extra-financière et puis gérante qui investit, qui donc achète et vend les titres, je peux être effectivement biaisée en me disant, bah cette valeur je la rencontre tous les trimestres parce que je la suis d'un point de vue financier, je commence à créer des liens avec elle, elle me plaît beaucoup, je peux être biaisée. (*ibidem*)

Dans cette société, on essaie de diminuer les biais des individus grâce aux « garde-fous, qui sont [...] les autres » (*ibidem*). La taille de l'équipe (23 personnes pour, au moment de la conduite d'entretien, environ 6,5 milliards d'encours sous gestion ; une « grosse équipe ») et l'interdisciplinarité des profils rendent possible un système de contrôle aléatoire mais, d'après la personne rencontrée, efficace.

Et l'idée c'est que, bien sûr on a des responsabilités chacun et c'est des garde-fous et ça nous permet d'être efficace dans notre suivi, de ne pas louper d'entreprise etc., mais l'important c'est qu'il y ait d'autres personnes qui ont le droit de regard dessus, et par exemple hier, il y avait encore un collègue qui me dit, pourquoi t'as mis une note de 1 sur 5 en communication financière à cette entreprise ? Et du coup moi j'ai revu mon analyse et en fait je me suis dit que malheureusement je m'étais trompée. (*ibidem*)

#### *Des tensions liées à l'horizon temporel*

Malgré ce partage et ces « garde-fous », devoir tout intégrer au niveau individuel peut exacerber les tensions vécues. La personne rencontrée était arrivée en tant qu'analyste ESG et ne s'intéressait pas à la finance en tant que telle mais « comme moyen de développer des pratiques responsables dans les entreprises ». Pour cette personne qui souhaitait se servir de la finance comme un moyen au service du développement durable, la reconversion au métier d'analyste-gérant n'avait pas été très facile. Sans formation préalable en finance et non-habituée aux particularités des marchés financiers, elle me confie avoir sans cesse été confrontée à des « paradoxes » liés à la prise en compte simultanée des aspects financiers et extra-financiers.

Parce que j'étais là, il y avait des paradoxes partout, ou des choses que je trouvais même contradictoires et j'ai essayé de, voilà, de voir comment faire avec ces contradictions. Et je me suis juste rendu compte qu'il fallait gérer certains paradoxes, que c'était possible même si pas forcément toujours évident, quoi. (*ibidem*)

Comme pour les analystes intégrés, c'est surtout le décalage temporel entre enjeux extra-financiers et le fonctionnement des marchés financiers qui est à l'origine de la majorité des « paradoxes » perçus.

Parce qu'on est quand-même dans un métier où on est connecté aux marchés financiers qui sur-réagissent sans cesse à n'importe quoi et parfois c'est dur de garder le cap. Je pense que, je pense que je serais beaucoup plus à l'aise avec des horizons d'investissement plus long terme, tu vois. (*ibidem*)

La spécificité de sa société, qui privilégie les rencontres directes avec les dirigeants d'entreprise, avait aidé cette analyste-gérante à développer une politique de gestion plus ou moins en lien avec ses objectifs de long terme.

C'est surtout le court terme/long terme qui peut être dur à gérer, mais voilà c'est agréable de rencontrer l'entreprise régulièrement, de savoir qu'on aura des suivis sur des sujets, donc des suivis court terme sur certains sujets, long terme sur d'autres, en sachant que, enfin moi ce que j'essaie de faire prédominer c'est le long terme dans mon métier, et même si parfois je prends des décisions court-termistes, j'essaie de les limiter le plus possible. Je trouve qu'on s'en sort plutôt bien. (*ibidem*)

*Un modèle de gestion original mais menacé par des contraintes liées à la croissance*

Est-ce que cette société a réussi à créer le profil ultime, parfaitement adapté aux conditions actuelles du marché mais en même temps capable de s'en affranchir et à « tenir le cap » face à ses aléas, pour réaliser une recherche, un suivi et une gestion personnalisés et en accord avec ses objectifs ? Quelques précisions méritent d'être apportées pour comprendre la situation spécifique de cette société.

Et donc en fait, non pas que je dénigre leur gestion, mais [nom de la société en question], ils font de la gestion de conviction. Donc quand ils suivent, quand le gérant, il a un fonds, il a 50 noms dans son portefeuille. Donc lui, il fait une analyste qualitative, donc il n'est pas sur, évidemment, il va vous dire, nous on n'a pas les grands leaders, parce que leur univers est différent. (directrice de département recherche intégrée, société de gestion)

La spécificité de cette société est une politique d'investissement orientée vers les petites et moyennes entreprises françaises, ce qui rend possible une approche à la gestion basée sur des questionnaires et des rencontres directes avec les dirigeants. Or, forte de son succès, la société et son univers d'investissement se trouvent dans un processus de croissance, ce qui remet en question la préservation de son approche personnalisée à la gestion.

On essaie le plus possible d'avoir un contact avec les entreprises, après, voilà par exemple là on a étendu un petit peu notre univers aux États-Unis. Là, les rencontres, c'est plus difficile. On a quand-même des collègues qui vont régulièrement aux États-Unis, mais voilà, c'est plus difficile. (analyste-gérante intégrée)

La gestion du biais, spontanément contrôlé par l'ensemble des membres de l'équipe, risque également d'être compromis si la société change d'échelle.

Non, c'est pas si structuré que ça, c'est juste... Mais d'ailleurs ça, on pourra le mettre en place, il y a pas mal de projets en cours, comme on a grossi, il faut qu'on arrive à, enfin qu'on soit sûr qu'on organise le plus possible notre manière de noter etc. Même si, donc ça c'est certain, et il faudrait qu'il y ait des revues peut-être plus organisées et pour l'instant c'est fait mais de manière aléatoire. (*ibidem*)

L'approche artisanale et intégrée à la recherche et la gestion sera potentiellement remise en question lorsque l'univers d'investissement grossira afin de suivre les tendances du marché.

On se pose bien sûr beaucoup de questions, surtout comme l'entreprise grossit, est-ce qu'on va réussir avec un univers d'investissement très large, à combiner, parce que ça demande effectivement beaucoup de temps, de combiner tout ça tout le temps, en changeant d'envergure, donc il y a pas mal de réflexions qui sont mises en place là-dessus. (*ibidem*)

\*\*

Le modèle « parfait » d'analyste-gérant intégré permet non seulement de dépasser l'opposition financier / ESG mais également d'éviter l'écart entre recommandations issues de la recherche et décision de gestion finale. Il pourrait donc, en théorie, déboucher sur des portefeuilles plus équilibrés d'un point de vue à la fois financier et extra-financier. Or, sa mise en œuvre efficace semble supposer un certain nombre de conditions loin d'être présentes dans l'ensemble des structures concernées par l'intégration ESG : une équipe de taille conséquente, une grande diversité de profils, un univers composé majoritairement d'entreprises de petite taille et facilement accessibles pour permettre un suivi personnalisé et une gestion artisanale. Dans un contexte où les marchés financiers se globalisent et où de nouveaux acteurs puissants entrent sur ces marchés hautement compétitifs, la tendance, comme nous avons pu le constater, est



plutôt à une industrialisation de l'analyse financière et ESG. Il n'est pas certain que les petites sociétés de gestion comme celle-ci réussissent à créer et à préserver ces conditions.

Ce deuxième thème a été consacré à l'émulation entre analystes et gérants à la suite de la maintreamisation de l'ESG. Face à l'accroissement de la pression commerciale et réglementaire, l'ensemble des acteurs financiers doivent désormais proposer des analyses intégrant une analyse extra-financière. Pour trouver l'expertise requise pour ce faire, certains acteurs préfèrent convertir des analystes financiers plutôt que d'embaucher des analystes ESG spécialisés. La demande pour des analyses intégrées amplifie la coopération entre analystes financiers et ESG dans certaines structures, ce qui peut parfois susciter des conflits. D'autres structures font le choix de convertir leurs analystes financiers et extra-financiers en analystes intégrés, ce qui est un moyen de déplacer les tensions entre analyse financière et extra-financière au niveau des individus, qui doivent réaliser des recommandations qui intègrent les injonctions financières et ESG, qui souvent obéissent à des temporalités différentes. Le dernier profil rencontré est celui d'analyste-gérant intégré, qui demande d'assumer non seulement l'analyse financière et extra-financière, mais aussi la gestion. Si c'est un moyen de rapprocher analyse et gestion, cette dernière approche demande beaucoup de temps et de ressources, deux éléments de plus en plus rares dans le contexte actuel des marchés financiers.

\*\*\*

Cette première grande section du chapitre « résultats » correspond à la première dimension agrégée qui a émergé de l'analyse et de l'interprétation de mes données et est consacrée à **la production d'un champ organisationnel**. Il s'agit du champ de l'ESG, qui a pu naître grâce à la *mainstreamisation de l'analyse ESG* et au sein duquel j'ai observé *une émulation entre analystes et gérants*. Avant de s'intéresser au travail des analystes, il a paru nécessaire de bien comprendre les particularités du champ en production qui influence leurs missions et conditions de travail. Les deux autres grandes sections du chapitre « résultats » sont spécifiquement consacrées au discours et aux actes des analystes quand ils produisent la performance ESG. La prochaine grande section décrit comment les analystes, quand ils cherchent à démontrer la pertinence de leur travail, se justifient par les risques, par les normes et par les chiffres et contribuent ainsi à **la production d'un discours autour de la matérialité financière**.

## 2. La production d'un discours autour de la matérialité financière

Dans cette deuxième grande section des résultats, je décris comment les analystes, parfois sans en être conscient, participent à **la production d'un discours autour de la matérialité financière**. Dans la section précédente, j'ai détaillé comment la mainstreamisation de l'ESG s'exprime entre autres par la création d'un consensus autour de sa matérialité. C'est ce consensus qui provoque la montée de la pression commerciale qui mène aux bouleversements structurels du marché ainsi qu'à l'émulation entre analystes et gérants décrits dans la première grande section du chapitre. Les analystes, y compris ceux qui sont dans des structures qui travaillent dans des structures qui s'étaient spécialisées dans l'analyse ESG avant que celle-ci ne devienne un passage obligé pour des acteurs financiers mainstream et qui répondent à une clientèle qui n'est pas exclusivement motivée par leur impact financier, semblent pourtant s'adapter à ce consensus dans leurs discours. Afin de convaincre leurs clients et collègues, *leur justification passe par les risques* (2.1.) et ils s'estiment chanceux s'ils suivent un secteur d'activité où les risques financiers liés aux facteurs ESG sont très visibles. Pour mettre en avant la valeur ajoutée de leurs analyses, ils *se justifient par les normes* (2.2.) quand celles-ci pourront avoir un impact financier, évoquant des scandales récents ou des nouvelles réglementations susceptibles d'entraîner des coûts supplémentaires pour les entreprises. Enfin, pour rassurer sur le caractère objectif et matériel de leurs analyses, *ils se justifient par les chiffres* (2.3.) : ils cherchent des arguments quantitatifs pour « dé-biaiser » leurs analyses, voire des corrélations entre les critères retenus et la performance financière afin de « creuser les arguments. »

Figure 3. visualise la structure de données qui correspond à la deuxième grande section de ce chapitre.

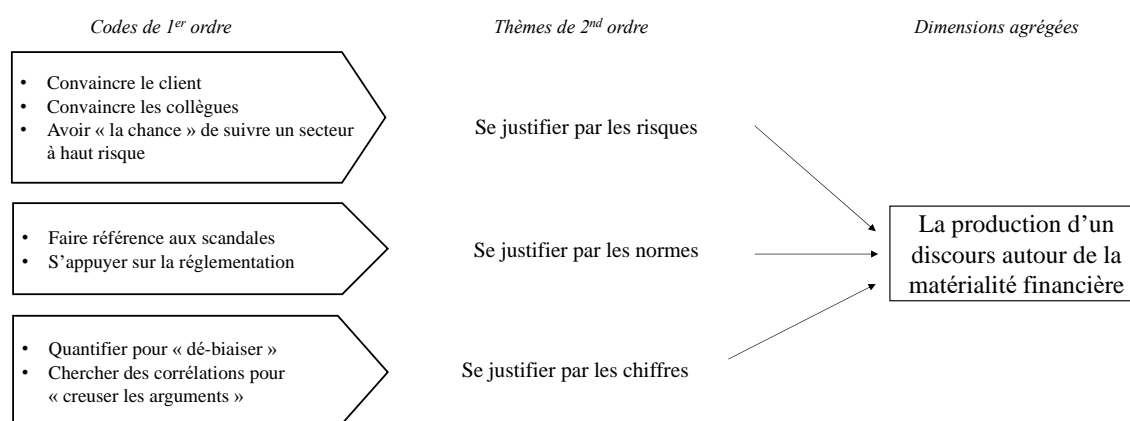


Figure 3. Structure de données pour la production d'un discours autour de la matérialité financière.

## 2.1 Se justifier par les risques

Malgré les réfutations qu'on pourrait en faire compte tenu de la théorie financière classique et des pratiques réelles des acteurs financiers, dans le discours dominant d'aujourd'hui, la performance ESG des entreprises est mesurée pour sa matérialité financière et ne pas en tenir compte représente un risque financier. C'est ce discours autour de la maîtrise des risques qui a provoqué la mainstreamisation de l'analyse ESG décrite dans la partie précédente. Malgré leurs motivations personnelles qui n'ont parfois rien à voir avec la gestion des risques financiers, les analystes se sentent obligés de reprendre ce discours, soit pour *convaincre le client* (2.1.1.), soit pour *convaincre les collègues* (2.1.2.). Le discours autour des risques est tellement puissant que les analystes qui suivent un secteur où les risques environnementaux ou sociaux sont très visibles et ont déjà entraîné des pertes financières pour les entreprises s'en disent « *chanceux* ». (2.1.3.).

### 2.1.1. Convaincre le client

L'utilité de l'analyse de la performance extra-financière des entreprises pour les investisseurs n'a pas toujours été justifiée en référence aux risques financiers. La clientèle des agences de notation ESG pionnières européennes était composée d'investisseurs aux multiples motivations, dont une meilleure gestion des risques n'en était qu'une parmi d'autres. Le discours commercial de ces agences reflétait cette diversité et insistait tant sur l'idée d'exclure certains secteurs ou entreprises d'un fonds d'investissement pour des raisons éthiques ou religieuses, tant de sélectionner des entreprises les plus performantes socialement au sein de chaque secteur, tant de s'orienter vers des sociétés « avec une mission sociale et entrepreneuriale considérée comme positive » (pionnier6). L'enjeu du discours à destination du client était alors plutôt de le convaincre qu'il était possible de faire du bien avec son argent sans que, contrairement aux théories financières classiques<sup>86</sup>, ces choix n'entraînent pas de déperdition financière (pionnier6). Aujourd'hui, à une époque où les stratégies de réduction

---

<sup>86</sup> Selon la théorie moderne du portefeuille, développée Markowitz en 1952, un portefeuille doit être le plus diversifié possible pour trouver l'optimum entre risque et rendement. L'exclusion de certains secteurs d'activité sur la base de critères extra-financiers ferait donc, selon cette théorie, baisser la rentabilité du portefeuille.

d'univers comme l'exclusion et la sélection positive sont en recul comme démarches d'investissement responsable (Eurosif, 2018) il est aisé de retourner l'argument : l'investissement responsable, et à fortiori l'intégration ESG, permet au contraire d'optimiser le rendement et la déperdition financière serait plutôt liée à sa non-prise en compte<sup>87</sup>. Malgré leurs convictions personnelles diverses et parfois contraires au fonctionnement actuel des marchés financiers ainsi que l'existence de sensibilités diverses chez leurs clients (voir prologue : motivations personnelles des analystes), les analystes ont tendance à emprunter un discours homogène autour de la gestion des risques pour *convaincre les clients* de l'utilité de l'analyse ESG.

« *Le syndrome de l'analyste ESG* »

Les analystes ESG que j'ai interrogés partagent pour la plupart des idées assez prononcées sur l'insoutenabilité du système économique actuel, qui a besoin de croître indéfiniment pour continuer à fonctionner. Reconnaisant l'impossibilité « d'une croissance infinie sur une planète finie », une analyste affirme par exemple « qu'il va falloir qu'on passe sérieusement par une phase de décroissance ». Un autre me confie être pour le capitalisme, mais une forme de capitalisme qui « prenne conscience de son ancrage physique ». Encore un autre dénonce « l'aliénation » des consommateurs et des travailleurs et « l'hypocrisie » de vouloir résoudre la crise climatique dans le capitalisme, ce qu'il qualifie de « jeu de dupes ». Or, la mainstreamisation de l'ESG a permis d'intéresser un grand nombre d'acteurs financiers qui ne sont pas spécialement sensibles aux thématiques de développement durable mais qui sont en demande d'analyses ESG pour suivre les grandes tendances de marché, ou parce qu'ils croient que ça permet de minimiser les risques financiers. Les analystes du type sell-side, qui sont en contact direct avec les clients, doivent se mettre à la place de ces derniers, afin d'adapter leur discours à leurs objectifs et cadre de références. Ils savent bien que, pour vendre des analyses sur des thématiques climatiques par exemple, ce n'est pas la peine de trop insister sur les dangers physiques du changement climatique si le client ne s'y intéresse pas.

---

<sup>87</sup> Cet argument a récemment été réfuté par Grandjean & Lefournier (2021), qui tirent l'attention entre la confusion qui est faite entre la performance financière d'une entreprise et la performance de son titre : là où c'est la performance financière d'une entreprise qui serait potentiellement impactée par des facteurs financiers, les gérants d'actifs cherchent à maximiser la performance financière de son titre, au niveau d'un portefeuille d'actifs. Contrairement à la performance financière d'une entreprise, dans la performance financière de son titre, un risque plus élevé signifie une exigence de rendement plus élevée (un acheteur paie une « prime de risque » pour un titre d'une entreprise risquée). Une réduction des risques grâce à la maîtrise des facteurs ESG résulterait donc, au niveau du titre, en un rendement moins élevé, et non pas plus élevé.

Je ne vais pas du tout faire le même pitch à un mec dont je sais qu'il est SRI impact et un mec qui est mainstream. C'est sûr que je ne vais pas faire le même pitch, ça va être le même contenu, mais je sais que, par exemple si moi je commence à dire, comme je le fais souvent avec des gens que j'aime bien, oui mais de toute façon, le budget carbone il est comme ça et là on est sur telle trajectoire et du coup c'est pourri, j'ai quand-même du mal à comprendre comment tu pourrais faire réconcilier la croissance avec les limites physiques de l'environnement tu vois, ça, c'est vrai, je le pense vraiment et je pense que ça a vraiment une importance financière. Mais quand je vois un mec d'un hedge fund, il n'en a rien à battre. C'est pas du tout son sujet. Son sujet c'est oui ou non, l'ETS me coûte de l'argent dans les 6 prochains mois, répond. A la limite, le meeting, il pourrait durer 15 minutes. (analyste climat sell-side)

L'effort d'adaptation à des clients mainstream, qui sont à la demande de données sur les thématiques extra-financières mais ne s'intéressent pas vraiment à ce que ces données veulent dire d'un point de vue systémique, peut provoquer ce que cet analyste appelle « le syndrome de l'analyste ESG ».

Mais c'est marrant parce qu'il y a vraiment, je ne sais pas si on t'en a déjà parlé mais le syndrome de l'analyste ESG, et en particulier de l'analyste climat, c'est un syndrome que tu retrouves chez notamment les scientifiques du climat, qui font des dépressions, parce que, bah parce qu'ils passent leur temps à voir des modèles absolument cataclysmiques, et tout le monde s'en fout. Et j'ai l'impression, dans les AFD [Apéros de la Finance Durable, *afterwork* mensuel organisé entre analystes ESG basés à Paris], quand je discute avec des gens, tout le monde, alors on n'est pas cyniques mais un peu... Alors on sait tous que ça va dans le mur, mais, voilà, quoi. (analyste climat sell-side)

La conscience « qu'on va dans le mur » couplée à l'injonction de répondre à des clients qui « n'en [ont] rien à battre » peut donc provoquer des sentiments de malaise chez les analystes, proches de ce que peuvent expérimenter les scientifiques du climat. Mais tous les investisseurs ne sont pas aussi insensibles aux arguments non-financiers.

#### *Privilégier l'argument « win-win » face aux sensibilités éthiques mal exprimées*

Les analystes savent que les investisseurs peuvent parfois avoir des sensibilités éthiques concernant la gestion de leur argent, même s'ils ne sont pas « capables de l'exprimer comme tel. » Dans ces cas-là, le discours autour des risques est utilisé pour dissimuler les « véritables » motivations de l'investisseur, liées à ce qu'ils considèrent comme « acceptable » d'un point de vue éthique.

Donc, ce n'est pas ça, ce qu'il veut, l'investisseur, mais il n'est pas toujours capable de l'exprimer comme tel. Parce que c'est schizophrène, quand vous l'entendez en parler, il vous dit : « Ah, pour moi, les controverses, c'est une gestion de risque. » Dans les faits, ça ne l'est pas, c'est pas ça ce qu'il fait. Dans les faits, il utilise la controverse : « Moi, il y a un niveau de gravité à partir duquel ce n'est pas acceptable. » (directeur de recherche, agence de notation ESG)

Or, la plupart des investisseurs ne sont pas prêts à faire des concessions sur le plan financier pour des raisons d'acceptabilité. C'est pourquoi ils ont besoin de faire référence à comment ces aspects pourraient se matérialiser sur le plan financier. Les analystes doivent donc être prudents dans le discours qu'ils adoptent. Face à des « objectifs [financiers] qui sont ce qu'ils sont » (analyste ESG), il ne faut pas donner l'impression au client que l'investissement dans des entreprises sélectionnées pour leur performance ESG pourrait leur coûter de l'argent. Ainsi, l'argument « win-win », qui consiste à dire aux clients qu'ils peuvent faire du bien avec leur argent sans remettre en cause leur travail, est privilégié.

Quand tu dis aux gens, vous pouvez faire le même boulot, ou en tout cas on va pouvoir continuer à valoriser votre boulot, vous allez continuer à avoir une fonction, mais en plus vous n'allez pas faire de mal, vous allez faire du bien ou vous allez faire moins de mal, du coup ça parle quasiment systématiquement, si tu veux. Ils sont inquiets pour des structures de coût car parfois ils ont des objectifs qui sont, je veux dire, ouais, qu'ils sont ce qu'ils sont tu vois [...]. Mais, les gens à chaque fois, ils trouvent ça génial. Les individus en tout cas, ça les touche. (analyste ESG)

Les sensibilités éthiques des investisseurs ne sont donc pas nommées explicitement mais plutôt enveloppées dans un discours autour de la gestion des risques utilisé à cet effet qui s'inscrit dans un argumentaire du type « win-win ». Il peut y avoir plusieurs raisons à ces jeux rhétoriques : les analystes peuvent considérer comme non-professionnel d'explicitement leurs opinions personnelles, vouloir éviter de dissuader leurs clients avec un ton trop moralisateur ou simplement considérer plus efficace de mobiliser un discours qui correspond directement à leur univers.

—Et quand t'as des gérants de fonds qui ont des filles qui sont en âge de rentrer sur le marché du travail, quand on leur parle de qualités salariales etc., ben ça les touche ! C'est du personnel aussi.

MW : D'accord. Et ça c'est aussi le type d'argument qui vous mettez en avant, c'est vraiment ces arguments-là, vous faites du bien ?

—En fait, oui et non en fait. Parce qu'on va leur en parler, mais en marge, c'est-à-dire pas systématiquement et finalement, moi, mes opinions très personnelles

tu sais sur comment le monde devrait être et tout ça, ne rentrent pas en compte quand je suis chez un client.

MW : D'accord. Tu adaptes ton discours...

—Oui, tout à fait. Et puis parce que, bah, de la même façon dont on en parlait tout à l'heure, moi ce que je pense d'un point de vue personnel, c'est que, si jamais t'as pas le bon discours, tu vas braquer des gens. Et au final, la raison [...] pour laquelle quelqu'un veut devenir végétalien, que ce soit pour sa santé, alors que moi je trouve que c'est bien pour l'environnement [et] pour l'éthique à côté, mais en fait on s'en fout de ce que pensent les gens, on n'est pas dans un contrôle de la pensée. Moi, tout ce qui m'intéresse c'est qu'on sauve la planète et qu'on fasse moins de mal, tu vois. (analyste ESG)

Par crainte de « braquer les gens », cette analyste évite donc de construire un discours autour de la volonté de faire du bien, qu'elle range dans la même catégorie que l'attitude jugée moralisatrice de certains végétaliens. Adoptant une attitude pragmatique, elle ne s'intéresse guère aux motivations que son client peut avoir pour lui acheter ses analyses, mais aux conséquences de ses choix d'investissement. Elle ne voit pas de différence, dans les conséquences, entre un investisseur qui s'intéresse à l'ESG parce qu'il veut maîtriser les risques et un investisseur qui s'intéresse à l'ESG parce qu'il veut « sauver la planète ». En d'autres termes, elle ne se rend pas compte des effets constitutifs du discours sur la performance ESG. Certains critères ont un lien plus évident que d'autres avec la performance financière. En choisissant le discours sur la matérialité, on peut parfois avoir du mal à trouver des justifications économiques à tous les critères.

Il n'en reste pas moins que le discours sur les risques est celui qui marche le mieux chez la plupart des clients. Ainsi, l'analyste climat cité plus haut l'utilise parfois de manière instrumentaliste, lorsqu'il veut attirer l'attention sur certaines thématiques. Lorsqu'il doit traiter une thématique qui lui tient à cœur, dont il a envie que beaucoup de gens en prennent conscience, il s'arrange pour l'intégrer dans un discours sur des sujets « impactant financièrement », ou dont les gens pensent qu'ils le sont.

Aux moments de vouloir faire un truc vraiment impact, ça m'arrive, j'essaie de choisir un sujet qui aussi, qui est aussi impactant financièrement, tu vois. Ou en tout cas sur un horizon temporel sur lequel... Ou alors, sur lequel tout le monde pense qu'il est impactant financièrement, genre la fin du pétrole. On ne l'a pas vue, la fin du pétrole ! (analyste climat sell-side)

Déguiser des thématiques extra-financières dans des discours autour des risques financiers afin de convaincre le client semble donc un réflexe partagé par plusieurs analystes. En ce faisant, ils

contribuent à renforcer le discours autour de la matérialité de l'ESG, même s'ils utilisent le discours de manière instrumentaliste et sans y croire eux-mêmes, en y gardant ce que le philosophe slovaque Slavoj Žižek appelle une « distance cynique ». Cela ne change en rien ses effets structurants, car « cynical distance is just one way – one of many ways – to blind ourselves to the structural power of ideological fantasy: even if we do not take things seriously, even if we keep an ironical distance, *we are still doing them* (Žižek, 1989, p. 30, accent dans le texte).

\*\*

La justification par les risques est devenue un discours obligatoire pour convaincre les clients. Les analystes ESG, qui peuvent avoir des convictions personnelles fortes sur « comment le monde devrait être » (analyste ESG) et dont certains sont quotidiennement confrontés aux modèles qui montrent qu'« on va dans le mur » (analyste climat), adaptent leur discours commercial aux objectifs et au cadre de références de leurs clients. Ces adaptations peuvent parfois provoquer ce qu'un analyste a appelé « le syndrome de l'analyste ESG » ; une certaine souffrance d'être porteurs d'un message dont personne ne semble vraiment saisir toute l'importance et l'urgence. Or, même quand leurs clients pourraient partager leurs sensibilités, ils préfèrent ne pas en faire le cœur de leur discours mais plutôt en parler « à la marge », et de les envelopper dans un discours autour des risques. Ce discours semble finalement être la stratégie de justification la moins risquée en cherchant à convaincre les clients, au point où les analystes s'arrangent pour la mobiliser même quand ils savent bien qu'elle n'est pas vraiment justifiée, comme pour « la fin du pétrole. »

Tous les analystes ne travaillent pas en contact direct avec les clients. Pour certains qui travaillent dans des structures buy-side ou qui ont la mission de piloter l'intégration ESG au sein des agences sell-side, l'enjeu est plutôt de convaincre les collègues.

### 2.1.2. Convaincre les collègues

Les analystes que j'ai rencontrés qui doivent *convaincre leurs collègues* de l'intérêt de l'ESG peuvent être divisés en deux groupes. Le premier groupe concerne des analystes à qui on a confié la mission de piloter l'intégration ESG au sein de leur structure. Cette intégration passe le plus souvent par le développement d'une méthodologie intégrée, dont il s'agit de justifier la



valeur ajoutée vis-à-vis des collègues, analystes financiers ou gérants, qui sont censés se l'approprier. Le second groupe réunit des analystes qui travaillent dans des structures buy-side où il existe déjà une méthodologie intégrée (qu'ils ont aidé à développer ou non). Pour eux, l'enjeu n'est plus tellement de convaincre leurs collègues de l'intérêt de l'ESG en général, mais plutôt de la pertinence de certaines thématiques ESG en particulier pour leurs recommandations, dont leurs collègues peuvent tenir compte dans leurs décisions d'investissement. Qu'il s'agisse de convaincre les collègues de l'intérêt de l'analyse ESG en général ou d'une analyse en particulier, la justification passe systématiquement par le discours autour des risques.

#### *Analystes en charge de piloter l'intégration ESG au sein de la structure*

Comme évoqué dans la première grande section de ce chapitre, l'intégration ESG concerne désormais l'ensemble des sociétés de gestion et autres intermédiaires financiers, mais toutes ces structures n'étaient pas « prêtes » au même moment. Certaines structures ont dû soudainement *trouver de l'expertise ESG* (1.2.1.) pour pouvoir répondre à la montée de la pression commerciale et réglementaire liée à la *création d'un consensus autour de la matérialité de l'ESG* (1.1.1.). Elles ont réagi, par exemple, en embauchant des analystes ESG, en négociant des transferts de personnes via des partenariats avec des structures spécialisées ou en convertissant des analystes financiers. Une fois cette expertise « trouvée », celle-ci doit être opérationnalisée. L'analyste embauché, transféré ou reconverti se voit alors confier la mission de développer une méthodologie d'analyse ESG ou intégrée qui puisse être adoptée par ses collègues analystes financiers ou gérants. Ce n'est pas chose facile : les analystes, surtout ceux qui ont été nouvellement recrutés pour développer l'ESG dans une structure jusque-là exclusivement dédiée à l'analyse financière, témoignent des problèmes qu'ils rencontrent pour se faire accepter. Dans des structures « très financières » mais également dans des institutions à mandat public, la justification par les risques semble favoriser l'acceptation par les collègues.

#### *La justification par les risques dans une structure « très financière » : un analyste-apprenti ESG avec une grande mission*

La notation crédit émet des opinions sur la qualité des obligations émises par un émetteur (par exemple une entreprise ou un État). La prise en compte des facteurs ESG dans des notations crédit est de plus en plus demandée. Cela peut paraître complètement absurde : après tout, une notation crédit évalue la qualité d'une obligation, c'est-à-dire la probabilité que l'émetteur fait défaut que l'investisseur ne sera pas remboursé. Plus l'obligation est bien notée, plus cette

probabilité est réputée basse et la qualité de l'obligation élevée. Les durées de détention des obligations sont souvent de trois ou cinq ans ; trop court, pourrait-on penser, pour que les grands enjeux ESG (changement climatique, raréfaction des ressources, changement de mentalités, etc.) se matérialisent au point où ils causeraient des faillites d'entreprise (même si les événements météorologiques extrêmes attribués au changement climatique, comme des incendies ou des inondations, se multiplient depuis quelques années et causent déjà des dégâts avec d'importantes répercussions financières pour les entreprises implantées dans les zones touchées). Mais le domaine de la notation crédit n'est pas exempt de la montée en puissance du discours autour de la matérialité de l'ESG, au contraire. Des exemples cités pour justifier ce discours sont souvent issus du domaine de la gouvernance, domaine qui est traditionnellement déjà regardé par les analystes crédit et où des scandales peuvent rapidement provoquer des problèmes financiers sérieux pour les entreprises. C'est pourquoi la gouvernance est considérée comme un « terrain d'entente naturel » entre la notation crédit et l'ESG.

Dans l'opinion qu'ils donnent sur la qualité des crédits ils ne pouvaient pas les ignorer très longtemps, les risques ESG. Alors, certains de ces risques ont toujours été là. Et c'est pour ça que la gouvernance est un terrain assez naturel d'intégration, c'est parce que, les risques de conflit d'intérêt, de fraude, de comptables, de fraude d'audit, ils ont toujours existé et ce qu'évalue l'industrie de l'ESG depuis 15 ans, ce qu'a construit en termes d'expertise l'industrie ESG depuis 15, c'est quelque chose de plus fin là-dessus. Donc ça, c'est intéressant.  
(directeur des méthodes, agences de notation ESG)

Même si les analystes crédit ne pourront « pas ignorer très longtemps les risques ESG », la transition n'est pas évidente pour tout le monde et se fait parfois à petits pas. J'ai pu réaliser deux entretiens avec un analyste-apprenti recruté par le département de notation crédit d'une banque qui jusque-là avait été, selon ses termes, « un peu timide » sur l'activité ESG. Pour éviter de devoir créer une autre équipe d'analystes ESG à côté de l'équipe existante de douze analystes financiers, la banque, dont la « culture d'entreprise [était] très financière », avait préféré créer un poste d'apprenti pour développer une méthodologie intégrée avec les analystes financiers. Malgré son modeste statut, la structure avait confié à cette personne la mission de créer une méthodologie d'analyse intégrée et d'apprendre aux analystes financiers à l'utiliser. Pour se faire accepter par les douze analystes financiers et les convaincre de devenir « hybrides », l'analyste-apprenti devait trouver des arguments adéquats.

Et donc le premier cercle c'était de les convaincre eux [...] de l'utilité de cette méthode et donc [...] j'ai vraiment réfléchi à comment je pouvais faire ça, en

expliquant que c'était une logique business et non pas contre le business, tu vois ? Une logique plutôt de performance dans le sens où il n'y aucune raison de séparer le financier et l'extra-financier parce que dans la réalité on voit bien que c'est évidemment la même chose parce que les risques extra-financiers sont des risques financiers. (analyste-apprenti ESG sell-side)

Pour se faire accepter par ce « premier cercle » composé de ses collègues, l'analyste-apprenti a donc développé un argument « win-win » : l'ESG s'inscrirait dans « une logique business et non pas contre le business ». L'idée était de convaincre les collègues que la prise en compte de l'ESG n'allait pas inutilement leur faire perdre du temps sur leurs analyses, mais au contraire les aider à renforcer la « logique de performance ». Cette performance était « évidemment la même chose » que la performance financière que ces analystes avaient l'habitude d'évaluer ; simplement, l'extension du périmètre des données vers les thématiques extra-financières allait leur permettre d'être encore plus efficaces dans leur travail. Après tout, les « risques extra-financiers sont des risques financiers ».

Or, « la logique business » n'était pas ce qu'avait motivé cette personne à candidater à ce poste. Lors de notre premier entretien, il m'avait raconté que pour lui, ce contrat d'apprentissage était surtout un test pour voir s'il pouvait utiliser l'ESG pour contribuer à une transformation de la finance vers « plus d'intérêt général ».

Je ferai le point d'ici deux ans, à la fin de mon contrat d'apprentissage, sur l'impact que j'ai pu avoir. Si j'ai pu avoir un impact positif, c'est-à-dire si j'ai pu contribuer à une réorientation du marché financier vers plus d'intérêt général, je resterai peut-être dans ce secteur. (analyste-apprenti ESG sell-side)

Or, pour convaincre ses collègues de l'utilité d'une méthode d'évaluation ESG, il ne pouvait pas vraiment expliciter ses motivations personnelles. Pour cela, il aurait fallu expliquer que l'évaluation ESG peut être utilisée, non pas dans « une logique business », mais effectivement dans une logique de rapprochement de la finance et l'intérêt général. Dans ces cas, l'évaluation ESG cherche à saisir les impacts environnementaux, sociaux et éthiques d'une entreprise sur la société afin de sélectionner les entreprises à moindre impact négatif et leur faciliter l'accès au capital. Or, ce n'est pas la mission des analystes financiers crédit d'évaluer les impacts d'une entreprise sur l'extérieur ; ils identifient plutôt quels sont les facteurs de l'extérieur qui peuvent venir impacter la santé financière d'une entreprise. L'argumentation autour des risques était donc la seule porte d'entrée possible pour leur introduire l'ESG et leur communiquer son intérêt pour leurs analyses.

C'est compliqué, la culture de l'entreprise est très financière. Quand on leur parle d'impact de l'entreprise, ils ne comprennent pas forcément. Mais quand on leur parle d'impact financier sur l'entreprise, ils comprennent. (analyste-apprenti ESG sell-side)

Dans des structures dont la mission est de produire des évaluations de la solvabilité d'un émetteur, il semble évident que l'intégration des éléments ESG soit justifiée en premier lieu en référence aux risques financiers. Or, ce type de justification semble également de mise dans des structures avec des objectifs d'investissement plus diversifiés, voire avec un mandat public et un statut d'intérêt général.

*La justification par les risques dans une institution financière publique : « je ne peux pas répondre ça, ce n'est pas professionnel »*

Les institutions financières publiques doivent, tout comme les sociétés privées, réagir à la mainstreamisation de l'ESG et développer des outils qui permettent de le prendre en compte dans leurs investissements. Mais à la différence des sociétés privées, elles ont également un rôle d'exemplarité à remplir au sein du marché.

On se dit aussi, c'est un peu notre rôle en tant qu'institution publique, [...], mais ouais parfois dans la motivation à communiquer etc., il y a vraiment ça, c'est de dire, derrière il y a d'autres investisseurs qui vont nous regarder, des best practices, qui vont venir nous voir, qui vont nous demander comment on a fait et qui vont peut-être le faire. (doctorant CIFRE ayant pour mission de développer une méthodologie de calcul des risques climatiques à la Caisse des Dépôts)

L'institution financière publique en question, la Caisse des Dépôts et des Consignations, est un groupe financier à l'intersection entre le domaine public et privé, qui se dit « entièrement dédié au service de l'intérêt général<sup>88</sup> ». Elle a été fondée pour soutenir les politiques publiques de l'État et des collectivités locales françaises et « œuvre pour un développement économique, social et durable<sup>89</sup> ». Elle est impliquée dans plusieurs initiatives étatiques françaises lancées pour mobiliser le secteur financier en faveur d'une transition écologique et sociale et s'est

---

<sup>88</sup> Caisse des Dépôts et des Consignations, « Notre raison d'être », site officiel du groupe consulté le 16 août 2021 : <https://www.caissedesdepots.fr/modele-unique/notre-identite>

<sup>89</sup> Caisse des Dépôts et des Consignations, « Nos missions », site officiel du groupe consulté le 16 août 2021 : <https://www.caissedesdepots.fr/modele-unique/nos-missions>

donnée pour objectif de neutraliser l'impact de ses activités sur la planète d'ici 2050<sup>90</sup>. La poursuite d'objectifs non-financiers semble donc inscrite dans son « ADN ». Dans une telle institution, on dirait que les thématiques extra-financières n'ont pas besoin d'une justification portant sur leurs conséquences financières pour être reconnue. Or, il s'avère que la puissance du discours autour du risque financier est telle que, même au sein de ce type d'institution, ceux qui pilotent l'intégration en son sein ont tendance à « détourner » un peu le discours sur les risques financiers pour « favoriser des actions. »

Je pense qu'aujourd'hui, nous, en tant que service d'investissement responsable, on a conscience de cette distinction, du fait qu'à un moment, il faut faire des choses pour le climat sans se préoccuper des conséquences financières, mais en revanche, il y a un tel discours autour du risque financier, des *stranded assets*<sup>91</sup>, des machins et des trucs, qu'en fait, on le détourne un petit peu, pour favoriser des actions. C'est-à-dire que c'est toujours plus simple si tu dis : d'une part, il faut le faire pour le climat, mais en plus ça permet d'éviter des risques financiers, que si tu dis juste : il faut le faire pour le climat. (doctorant CIFRE ayant pour mission de développer une méthodologie de calcul des risques climatiques, Caisse des Dépôts)

J'ai pu discuter avec une autre personne de cette même institution, une chargée de mission investissement responsable et co-responsable de la transition vers plus d'intégration ESG. Elle travaillait avec des gérants d'actifs dans un projet d'intégration des Objectifs de Développement Durable (ODD) par l'ensemble des pôles d'activité de la Caisse des Dépôts. Quand on parlait de comment convaincre ses collègues de s'intéresser aux thématiques ESG dont les répercussions financières à court terme sont moins évidentes, elle ne savait d'abord pas comment répondre.

Bah, la plupart des impacts sont à peu près court terme en fait. Mais le problème c'est que ces impacts court terme... Je sais pas, honnêtement, je sais pas quoi répondre, parce que c'est... Enfin, moi, ce que j'ai envie de leur répondre, bah, oui, mais même si c'est long terme, vous avez des enfants et voilà. Mais je ne peux pas répondre ça, c'est pas professionnel. En fait, il y a beaucoup de réponses qui je voudrais dire mais que je ne peux pas me permettre de dire, donc à part, bah oui, mais ça vous impacte quand-même sur le long terme donc de ce point de vue-là c'est important... Et je pense que le mieux c'est vraiment de rester sur le court terme parce que de toute façon le long terme c'est trop loin,

---

<sup>90</sup> Caisse des Dépôts et des Consignations, « La transition écologique », site officiel du groupe consulté le 16 août 2021 : <https://www.caissedesdepots.fr/engage/au-service-des-francais/la-transition-ecologique>

<sup>91</sup> Les *stranded assets*, ou les actifs échoués, sont des investissements dévalorisés financièrement par une évolution législative ou technologique. Le terme est souvent employé en référence aux investissements dans l'industrie fossile dont la valeur financière diminuerait en conséquence de la mise en place de mesures de décarbonisation de l'économie.

donc se focaliser sur le court terme et sur ce qui se passe en ce moment et sur des choses très concrètes. (chargée de mission investissement responsable, Caisse des Dépôts)

Cette personne, qui n'est pas une analyste stricto sensu<sup>92</sup> mais qui se heurte aux mêmes obstacles que les analystes qui doivent convaincre leurs collègues de la pertinence des thématiques extra-financières lorsqu'ils pilotent l'intégration ESG dans leurs structures, confie éviter de répondre ce qu'elle a « envie de répondre » à ses collègues qu'il s'agit de convaincre de l'intérêt de prendre en compte les impacts ESG. Elle a envie de les inviter à penser à leurs enfants, mais elle ne peut pas faire ça, car « ce n'est pas professionnel ». Le mieux est donc, selon elle, de se concentrer sur les thématiques dont les impacts financiers à court terme sont directement perceptibles par ses collègues.

Tous les enjeux ESG ne sont pas directement assimilables à des risques financiers. Certains enjeux, comme la protection de la biodiversité, la gestion de l'eau ou encore la lutte contre les inégalités, ne sont pas susceptibles de se « matérialiser » par des impacts financiers à des horizons de temps très proches du moment de l'investissement, et ces impacts ne concerneront probablement pas celui qui investit. C'est pourquoi le discours autour des risques financiers ne permet pas toujours de justifier la prise en compte de l'ensemble des thématiques qui auraient besoin de financements maintenant pour éviter plus de dégâts les concernant plus tard. Or, même dans des institutions financières publiques qui sont censées œuvrer pour le bien commun et s'intéresser justement à ce type d'enjeu, la puissance du discours autour des risques financiers est telle qu'il s'avère très difficile de s'en affranchir.

Il semble donc que la plupart des analystes qui ont la charge de piloter l'intégration ESG optent pour la justification par les risques pour convaincre leurs collègues de l'utilité de leur projet, même si personnellement, ils ont d'autres raisons de s'y intéresser. Pour s'accorder avec la culture d'entreprise ou pour rester « professionnel », même dans des institutions avec un

---

<sup>92</sup> Les deux personnes citées qui travaillent pour cette institution financière publique ne sont pas des analystes et n'entrent donc pas dans le périmètre de mon étude stricto sensu. Or, ce sont des personnes qui ont la charge de piloter l'intégration ESG au sein de leur structure, comme les analystes cités dans cette section. Leur travail concerne le travail des analystes directement : la méthodologie développée par le doctorant CIFRE avait vocation à être appliquée par les analystes internes à la structure ; le projet piloté par la chargée de mission concernait l'ensemble des « métiers » de l'institution, dont les analystes. Je n'ai pas pu discuter directement avec des analystes de cette structure, à laquelle j'ai eu accès dans le cadre d'un projet de recherche en dehors de cette thèse. Or, en raison de leur proximité avec des analystes de la Caisse des Dépôts et puisque j'ai identifié les mêmes explications et considérations chez des analystes cherchant à convaincre leurs collègues de l'intérêt de l'ESG dans d'autres structures, j'ai choisi d'intégrer ces deux verbatim à ma thèse.

mandat d'intérêt général, les analystes justifient leur démarche en référence aux risques financiers de court terme pour favoriser l'acceptation en interne.

### *Analystes devant justifier leurs recommandations devant les gérants*

Pour le deuxième groupe d'analystes amenés à convaincre leurs collègues, il ne s'agit pas tellement de prouver l'intérêt de l'ESG en général, déjà reconnu par leur structure, mais plutôt de justifier l'importance de telle ou telle thématique ESG spécifique pour une analyse donnée. L'autonomie dont disposent les analystes dans l'application de leur méthodologie et la rédaction de leurs rapports dépend de la nature de leur structure et de leur clientèle. En sell-side, les analystes travaillent pour produire de la recherche qui est utilisée par leurs clients qui, eux, décident ce qu'ils veulent en faire. D'où les codes de conduite insistant sur l'objectivité et la neutralité de l'analyste dans les agences de notation<sup>93</sup> ; en sell-side, « on existe pour vendre de la recherche et donner de l'information à ces gens-là, on n'a pas trop de convictions à avoir » (analyste ESG sell-side). Les analystes du type fondamental qui travaillent dans des structures buy-side ont généralement plus de marge de manœuvre pour mettre en avant leurs propres convictions. Après une recherche approfondie, ils choisissent sur quelles thématiques ils vont appuyer pour construire leur argumentaire face au gérant.

[On] choisi[t] sur quoi on va communiquer. Pour avoir un impact aussi sur les investissements. C'est-à-dire que dans notre métier, globalement, on a une période de recherche, seul, où on se fait ses convictions, et une période de communication. Et dans la communication, il faut choisir ses combats. Et on ne communique pas sur tout. On communique sur des sujets que je, ou que chaque analyste, va choisir. (analyste intégrée buy-side)

Pour convaincre le gérant de la pertinence de ses conclusions, l'analyste doit donc « choisir ses combats » ; il ne présentera jamais la totalité des critères : « l'idée c'est vraiment de tirer ce qui est le plus pertinent mais jamais de tout présenter parce que c'est trop lourd et ce n'est pas intéressant [...] » (analyste ESG). Si c'est à l'analyste d'effectuer ce travail de priorisation, la décision finale est le plus souvent le fruit d'une « co-création ». Dans la communication finale, le gérant ne se comporte pas comme auditeur passif ; étant donné qu'il a également une

---

<sup>93</sup> Voir par exemple cet extrait du code de conduite de Vigeo-Eiris (consulté le 6 février 2019) : « As part of the selection of information and the construction of opinions, analysts/researchers strictly adhere to the principles of independence, impartiality and professional rigour of the Agency, and the methodological requirements of the department. They have to exclude any personal consideration, judgment, philosophy, belief or preference of any kind whatsoever. »

expertise et des convictions sur son portefeuille, l'échange peut prendre la forme d'un vrai débat.

Alors, les analystes sont sectoriels, mais ils sont, alors, seul maître à bord oui, mais [...] moi, quand je donne une recommandation sur un type de secteur, en face, j'ai des gérants qui connaissent les entreprises parfaitement et les secteurs aussi très bien, donc c'est à ce moment-là qu'on est challengé. (analyste ESG buy-side)

Pour convaincre les gérants de la pertinence de ses conclusions, l'analyste doit donc mettre en avant des arguments solides, « prendre seulement les critères matériels » (analyste ESG). Or, contrairement aux critères financiers, les critères extra-financiers présentent l'inconvénient d'être difficilement quantifiables et peu « maîtrisables » quant au timing de leurs répercussions financières. Les analystes doivent donc adapter leur discours à ces particularités de la « matière » ESG. Plutôt que de baser leur présentation sur des recommandations quantifiées et datées, ils insistent donc sur les risques et les opportunités.

Alors moi je vais plutôt communiquer, puisqu'on est quand-même face à une matière difficilement quantifiable et avec [...] cet horizon de temps qu'on ne maîtrise pas, donc on va plutôt raisonner en termes, moi en tout cas, en termes de risques/opportunités. (analyste intégrée buy-side)

Les analystes qui doivent défendre leurs recommandations devant leurs collègues gérants sont donc confrontés au même défi que les analystes qui pilotent une transition en interne : ils doivent convaincre leurs collègues de la pertinence de l'ESG et de son utilité pour leur gestion. Même si c'est à l'analyste de choisir sur quelle thématique il souhaite insister, il faut que cette priorisation soit crédible et légitime aux yeux de ses collègues. La justification, plus difficile que pour des analyses purement financières à cause des particularités de la « matière » ESG, se fait à l'aide d'un discours sur les risques liés aux thématiques extra-financières.

\*\*

Qu'ils aient la charge d'un projet de transition en interne ou qu'ils doivent défendre leurs analyses face aux gérants, les analystes sont challengés par leurs collègues quant à la pertinence de la prise en compte des thématiques ESG. Pour se faire accepter dans une entreprise à forte culture financière, pour « rester professionnel » ou pour convaincre les gérants de la pertinence des thématiques mises en avant, ils insistent sur des thématiques avec un lien évident avec les risques financiers.



### 2.1.3. Avoir « la chance » de suivre un secteur à haut risque

La puissance du discours autour des risques financiers créé une inégalité entre analystes : certains, spécialisés sur des secteurs dont les enjeux ESG ont déjà causé des précédents financiers importants, comme le secteur de l'automobile ou de l'extraction pétrolière, ont moins de mal à défendre la pertinence de ces problématiques que d'autres, où la matérialité financière des enjeux ESG est moins évidente. Cette inégalité est reconnue par les analystes ; ainsi, ceux qui suivent un secteur à haut risque ESG s'en disent « chanceux ».

#### *Des thématiques qui ne se « matérialisent » pas à temps ou dont la matérialité est trop faible*

Dans le cadre de mon enquête de terrain, je me suis rendue à plusieurs reprises aux Apéros de la Finance Durable : un rassemblement informel parmi certains acteurs de l'analyse extra-financière et intégrée à Paris. J'y ai rencontré un grand nombre d'analystes, dont j'ai revu certains dans le cadre d'un entretien formel et enregistré, mais je n'ai pas enregistré les échanges informels auxquels j'ai pu assister à ces occasions. Il m'est pourtant arrivé de prendre des notes en rentrant. Après le premier apéro où j'ai été présente, j'avais notamment noté mon étonnement à l'écoute de ces analystes qui semblaient tous lutter avec la contrainte de la matérialité. J'ai ainsi rencontré une analyste d'une agence de notation ESG, qui s'exclamait presque désespérément que la plupart des thématiques qu'elle couvrait dans ses analyses ne se « matérialisaient » pas à temps, c'est-à-dire que les risques et opportunités financiers associés n'étaient pas suffisamment visibles à court terme pour qu'elle puisse justifier leur prise en compte dans ses notations. J'ai eu la même impression en discutant avec des analystes intégrés dans le cadre d'entretiens officiels : nombreux ont été ceux qui m'ont fait part des difficultés qu'ils avaient à justifier la prise en compte de certaines thématiques dont la matérialité n'est pas (encore) évidente à démontrer ou même inexistant.

[Les critères] qu'on pourrait rapprocher de la vertu de l'entreprise sur les salariés et tout ça, qui sont très valorisés mais que dans l'absolu en fait il est très, très difficile de démontrer une relation causale entre ces aspects-là et la performance d'une entreprise. (analyste ESG)

Les analystes qui ont envie de mettre en avant ce genre de critères liés « à la vertu » d'une entreprise sont, à part s'ils travaillent dans une de ces structures, de plus en plus rares, qui ont pour seul objectif de mesurer l'impact d'une entreprise sur l'extérieur dans les domaines ESG

plutôt que la matérialité financière des facteurs ESG, sont obligés de « faire un énorme travail » pour justifier leur prise en compte. Mais ces efforts n’aboutissent pas forcément.

Donc vous faites un énorme travail pour arriver à la conclusion finale que les ressources humaines sont mal gérées dans telle entreprise et que ça va leur coûter 4 %. Mais tout le monde s’en fout. Ce qui est normal. Donc la plupart des facteurs sur lesquels on travaille sont très durs à isoler, et leur impact qu’on va essayer de mesurer concrètement, leur impact est faible, trop faible pour que ça bouge la valorisation d’un titre. (pionnier4)

Si l’impact estimé des risques financiers associés à de tels facteurs est trop faible, ils ne seront pas pris en compte par un gérant d’actifs qui travaille pour un investisseur mainstream ; si ce dernier pense que le discours autour des risques n’est pas justifié, la démarche d’évaluation de la performance ESG ne l’est pas non plus.

*Suivre un secteur avec des enjeux ESG « très, très, très matériels »*

Le discours autour des risques favorise donc les analystes qui travaillent sur des enjeux extra-financiers dont les impacts financiers sont réputés indiscutables. Dans ces conditions, on peut comprendre que les analystes qui couvrent des secteurs d’activité très « risqués », comme le secteur d’extraction pétrolière, s’estiment « chanceux ».

Après, du coup j’ai de la chance [...] d’avoir un secteur où vraiment les enjeux ESG sont très, très, très matériels et il y a vraiment un impact réel de ces enjeux sur le secteur et qui sont visibles quoi. C’est un secteur qui illustre bien l’intégration ESG. (analyste intégrée)

Un autre analyste, spécialiste du secteur automobile, a déclaré que la dimension environnementale de l’ESG a été « plus simple [pour lui] que pour d’autres » à justifier, grâce aux sujets « très court terme qui pourraient être définis comme ESG » dans son secteur. La justification sur les risques, qui semble un passage obligé pour convaincre clients et collègues, est donc plus facile pour certains analystes que pour d’autres.

\*\*

Pour que la justification par les risques paraisse crédible, il faut que la thématique extra-financière en question ait un lien évident avec les risques financiers, et que la matérialisation de ces risques ait un impact suffisamment important sur la valorisation d’un titre pour que ça

motive les acteurs à changer leurs pratiques d'investissement. Dans la majorité des secteurs d'activité, ne n'est pas le cas de la plupart des critères extra-financiers qu'on pourrait rapprocher de la « la vertu » d'une entreprise. Ces critères sont donc difficiles à justifier en référence au discours autour de la matérialité de l'ESG. Or, dans certains secteurs, l'impact financier de certaines activités est déjà très visible, comme dans les énergies fossiles ou dans l'industrie automobile. Les analystes ESG spécialistes de ce type de secteurs ont donc moins de mal que leurs collègues de justifier la prise en compte des critères extra-financiers dans leurs analyses, et s'en disent « chanceux ».

Ce thème a été consacré à la justification qui passe par les risques. Même si ce n'est pas toujours le discours que les analystes ont envie de porter, sa puissance est telle que, pour convaincre les clients et collègues, ils n'ont pas d'autre choix que de s'y conformer. Les analystes arguent donc de la pertinence de l'ESG en évoquant les risques financiers, que ce soit pour se faire accepter en interne, pour « favoriser des actions », pour paraître professionnel ou pour justifier la prise en compte de thématiques spécifiques. La justification sur les risques peut être plus ou moins facile en fonction des spécialisations sectorielles.

## 2.2. Se justifier par les normes

La justification basée sur les normes n'est pas normative dans le sens où elle serait prescriptive de règles de conduite. Si les analystes évoquent les normes pour justifier la plus-value de leur travail, c'est bien dans leurs conséquences financières. De ce point de vue, on peut à juste titre confondre le discours sur les normes avec le discours sur les risques, car les normes sont uniquement évoquées lorsqu'elles ont constitué dans le passé, par l'occurrence de scandales, ou constitueront dans le futur, à cause de l'impact de nouvelles réglementations, un risque financier. Pour justifier la plus-value de leurs analyses ESG, les analystes *font référence aux scandales* (2.2.1.) connus par tous et dont les répercussions financières étaient importantes, ou bien *s'appuient sur la réglementation* (2.2.2.) pour inciter leurs clients à l'anticiper pour éviter des coûts dans le futur.

### 2.2.1. Faire référence aux scandales

C'est surtout lorsqu'il s'agissait d'expliquer pourquoi leur structure s'était récemment lancée dans une démarche d'intégration ESG que les analystes avec qui j'ai échangé ont *fait référence*

*aux scandales*. Les scandales impliquant des entreprises multinationales présentent plusieurs avantages rhétoriques : ils ont souvent été fortement médiatisés et sont donc connus du grand public, ils peuvent faire office d'exemples pédagogiques pour sortir le discours sur la matérialité financière de l'ESG de l'abstraction et ils sont faciles à comprendre et à mémoriser. Ce n'est pas pour rien que PRI, cet acteur-clé de la mainstreamisation de l'ESG, s'est fortement appuyé sur les scandales pour légitimer ses principes au sein de la communauté financière (voir 1.1.1. La création d'un consensus autour de la matérialité de l'ESG). Un grand nombre d'acteurs avec qui j'ai échangé, dont des directeurs de la recherche mais pas seulement, ont mentionné des scandales pour justifier l'intégration de facteurs ESG dans leurs méthodologies. Ainsi, pour expliquer les raisons du partenariat avec l'agence de notation crédit Spread Research pour développer une méthodologie d'analyse intégrée, le directeur de la recherche d'Ethifinance, soutient ainsi que les derniers cas de défaut couverts par Spread Research ont « tous été liés à des problèmes de gouvernance. Tous. De plus ou de loin, quoi. » Un représentant de Beyond Ratings, en cherchant à expliquer « la réalisation de plus en plus généralisée que si on ignore ces facteurs-là [les facteurs ESG], on court des risques », mentionne le cas de Volkswagen : « si on avait regardé peut-être un peu plus en détail la gouvernance de ces institutions, quand une institution dit, son seul objectif c'est d'être le numéro un... Alors ils vont [...] prendre des raccourcis, et donc [on peut] voir à quel point les éléments éthiques justement [peuvent se matérialiser], et que la performance de l'entreprise ne se mesure pas qu'à sa profitabilité ».

Dans la réalisation généralisée dont parle le représentant de Beyond Ratings, l'importance d'autres éléments que la profitabilité pour mesurer la performance d'une entreprise relève de leur impact potentiel sur cette profitabilité. Ces « éléments éthiques » ne sont donc pas considérés d'un point de vue éthique mais instrumentalisés au service d'une analyse de la performance financière. Sans ces éléments, l'analyse de la performance des entreprises risquerait d'être incomplète. C'est cet argument basé sur la crainte de « passer à côté de quelque chose » qui est également mis en avant par les analystes qui pilotent l'intégration ESG au sein d'agences de notation financière.

Ils ont tous en tête un ou plusieurs problèmes liés à l'ESG qui ont fait couler une boîte, donc... Donc ils savent que c'est important et ils savent que s'ils ne prennent pas ça en compte, peut-être qu'ils vont passer à côté de quelque chose et derrière, si la boîte fait défaut et c'est eux qui la couvrent, bah, c'est eux qui...  
(analyste ESG en charge de l'intégration dans une agence de notation financière)

Un autre analyste avec la même mission confirme que la référence aux scandales facilite l'acceptation de son projet par les analystes financiers, puisque « eux-mêmes, en tant qu'analyste, ils ont des expériences de crédit qu'ils n'ont pas pu prévoir ou qu'ils n'ont pas pu expliquer mais qui auraient pu être expliqués notamment par l'analyse de la gouvernance et pour la partie environnementale pour l'évolution de la réglementation [...] ». Les scandales sont donc « découverts » comme des facteurs de risque potentiels qui auraient pu expliquer des faillites d'entreprise ou des chutes soudaines de leurs actifs. L'analyse de facteurs ESG permettrait ainsi d'éviter d'être surpris, dans le futur, par ce genre d'évènements. Ainsi, la référence aux scandales est utilisée comme outil discursif pour justifier la pertinence de l'évaluation de la performance ESG par des structures financières classiques.

\*\*

Les scandales sont fort utiles pour ceux qui doivent argumenter de l'intérêt de l'intégration ESG d'un point de vue financier. L'image dépeinte par ces défenseurs est celle d'un progrès continu : plus l'analyse financière peut s'appuyer sur un périmètre large, moins elle risque de « passer à côté » d'éventuels risques financiers associés à des problèmes de gouvernance ou de mauvaise gestion environnementale ou sociale. Ces exemples de mauvaise gestion peuvent se « matérialiser » à cause du tollé public qu'ils provoquent, ou bien parce qu'ils seront interdits par des lois et réglementations à venir.

### 2.2.2. *S'appuyer sur la réglementation*

La réglementation peut permettre aux analystes extra-financiers de se justifier y compris quand l'objectif de leurs analyses n'est pas financier. Ainsi, *s'appuyer sur la réglementation* peut permettre de donner un cadre aux attentes affichées concernant le comportement des entreprises et de trancher en cas de revendications contradictoires. Dans des grandes structures où analystes ESG et financiers coopèrent et où ces premiers ont du mal à s'imposer, la réglementation peut venir à la rescousse. Les lois imposent et ne donnent pas le choix, et le choix peut être funeste lorsqu'on travaille dans une structure où le rapport de forces n'est pas à son avantage ; l'arrivée de nouvelles réglementations peut ainsi être perçue comme du « pain béni ».

Le régulateur, l'article 173, nous, ça a été du pain béni, ça nous a obligé à, ça justifiait tout ce qu'on faisait quoi. On n'a plus le choix maintenant, et même si le client ne veut pas faire de l'ISR ou de l'ESG, bah il est obligé parce que c'est un instit et qu'il est en France, il va devoir publier. La Commission européenne est en train de réfléchir à mettre en place des critères au niveau européen, donc ce sera transposé dans les lois nationales. (analyste ESG)

Or, la réglementation impose seulement de communiquer sur la prise en compte des critères ESG et non pas sur l'impact sociétal de cette prise en compte. Pour se conformer au discours dominant autour de la matérialité, les analystes ont tendance à *s'appuyer sur la réglementation* dans sa dimension financière, interprétation favorisée par le caractère flou des textes.

### *Un cadre réglementaire qui prête à confusion*

En France, le cadre réglementaire lié au reporting extra-financier est très dynamique et concerne aussi bien les émetteurs que les intermédiaires financiers et les investisseurs. Ainsi, l'article 173 de la loi du 17 août 2015 relative à la transition écologique pour la croissance verte impose aux investisseurs institutionnels de publier, à partir de l'exercice de 2018, comment ils prennent en compte les critères ESG dans leurs stratégies d'investissement. Une attention spécifique y est portée aux risques liés au changement climatique et « les moyens mis en œuvre pour contribuer à la transition énergétique et écologique » (site internet du Ministère de la Transition écologique et solidaire, consulté le 21 août 2020). Si, en théorie, l'obligation de reporting concerne donc à la fois les risques financiers et les mesures prises pour atténuer les risques extra-financiers (« contribuer à la transition »), dans la pratique, il semble y avoir un flou concernant la distinction entre ces deux volets.

Donc c'est entrée en vigueur en 2019 pour l'année 2018, donc là on va avoir les premiers rapports, c'est une déclaration sur la performance non-financière, et en fait, c'est super bizarre. Là, t'as un truc modèle d'affaires avec des risques significatifs sur les actifs, sur la société, sur les relations d'affaires, services et produits, etc. au regard des thèmes suivants : conséquences sur le changement climatique, donc là tu as vraiment la notion d'externalité [...].

MW : Alors que là il s'agit vraiment de la performance extra-financière, donc l'aspect financier, on pourrait le laisser de côté.

—Ouais, ça c'est la théorie, oui. Mais en pratique, on se retrouve avec [...] la gravité des risques selon trois critères, dont l'impact financier. Et là, tu te dis, mais... Non, c'est l'inverse. C'est pas ce qu'il faut faire. Et du coup, tu te retrouves à la fin avec des matrices, avec le rating, satisfaction client, et t'es là... Mais... Vous déconnez ? (doctorant CIFRE ayant pour mission de développer une méthodologie de calcul des risques climatiques à la Caisse des Dépôts)

Cette ambiguïté entre la perspective à prendre, celle de l'investisseur ou celle de la société, se reflète dans le discours des analystes lorsqu'ils évoquent le rôle de la réglementation. Certains, l'utilisent pour justifier le niveau d'exigence porté au comportement des entreprises. Ainsi, l'agence de notation extra-financière Vigeo-Eiris utilise les « textes internationaux » comme standard pour expliquer ses attentes au comportement des entreprises qu'elle évalue.

Notre barre, entre guillemets, c'est la barre des standards internationaux. C'est sur ça qu'on a conçu notre attente en fait. C'est sur la base des textes internationaux qu'on a défini, bah ça, ça serait la meilleure pratique qui est attendue dans les textes internationaux et celle sur laquelle on estime que ce serait le standard minimum. (chargée des affaires institutionnelles, Vigeo-Eiris)

Pour Vigeo-Eiris, la réglementation donne donc un cadre de références pour les exigences morales reflétées dans ses notations. D'autres, au contraire, mobilisent la réglementation pour s'affranchir du registre « éthique ou moral ».

Du coup je suis capable d'expliquer pourquoi c'est important ; d'un point de vue éthique [...] ou moral, j'espère que c'est évident, mais d'un point de vue gestion des risques, par exemple en France, la loi, si jamais il y a un système d'alerte, la loi t'oblige, la loi Sapin II sur la transparence dans la vie économique, la loi t'oblige à passer par le système d'alerte pour dénoncer ce qui t'a choqué [...]. Si tu veux, le fait de l'encadrer comme ça, on peut expliquer pourquoi on le fait, tu vois. Et pour l'instant ça fait du sens en tout cas pour mes clients et pour les boîtes que j'évalue. (analyste ESG)

Les lois permettent donc d'expliquer aux clients pourquoi certains critères sont pris en compte « d'un point de vue gestion des risques », car l'arrivée de nouvelles réglementations pourraient coûter de l'argent aux entreprises. L'argumentaire est alors le suivant : le comportement extra-financier des entreprises serait de plus en plus encadré par des lois, et les entreprises les mieux préparées à ces futurs développements sont celles avec la meilleure performance. Il convient donc de sélectionner ces entreprises-là pour éviter de perdre de l'argent. La formulation des textes permet donc aux analystes d'éviter de devoir mobiliser des arguments issus du registre éthique ou moral qui pourraient faire peur aux acteurs financiers mainstream.

#### *Une confusion partagée par le régulateur lui-même*

L'argument « gestion des risques » est d'ailleurs mis en avant par le régulateur lui-même. Sous l'appellation de « risque de transition », il a mis en garde les investisseurs contre les risques financiers associés à de futures réglementations. Pour certains analystes, cela représente une

dépolitisation de la régulation financière, qui préfère donner des indices pour que les marchés anticipent de futurs encadrements que d'imposer ces contraintes directement.

Ce qui est vraiment marrant, et tu le vois déjà dans le discours de Mark Carney [ancien gouverneur de la Banque d'Angleterre] c'est le risque de transition. On demande des investisseurs d'anticiper les réglementations. Le régulateur demande à l'investisseur d'anticiper la réglementation qui vient du régulateur ! A quel moment, la finance classique, si c'est pour faire de la matérialité, c'est pour intégrer un sujet qui est matériel, elle est largement suffisamment capable de le faire ! RWE, le *share price* se casse la figure. Bah oui parce qu'il y a énormément de gens qui vendent leur business et du coup le *share price* corrige et le business ne vaut plus rien. Est-ce qu'on aurait voulu que tout le monde désinvestisse de RWE et ensuite on fait cette réglementation ? Et bah ce serait venu au même ! Au final, le *share price* se serait cassé la figure aussi, tout le monde aurait vendu ! Donc qu'est-ce qu'on veut avec ça, vraiment ! Est-ce qu'on veut que ce soit le secteur financier qui drive la réglementation, la réglementation [devrait être] drivée par la politique ! (analyste climat sell-side)

\*\*

Si le cadre réglementaire peut être évoqué dans sa dimension normative par des analystes qui évoluent des entreprises sur leur responsabilité, progressivement, cette justification normative a laissé de la place à une justification basée sur les risques financiers. L'ambiguïté des textes, qui peuvent être interprétés comme une obligation de reporting à destination de l'investisseur ou à destination de la société, a favorisé le remplacement progressif de l'argument normatif par l'argument financier. Si même le régulateur lui-même incite les investisseurs à anticiper la réglementation afin de limiter les risques, il n'est pas étonnant que les analystes intègrent désormais l'argument réglementaire dans un discours autour de la gestion des risques.

Ce thème a été consacré à la justification qui fait référence aux normes. Ces normes sont évoquées pour leur lien avec un impact financier. En mobilisant cet argumentaire, les analystes renforcent le discours dominant sur la matérialité de l'ESG ; soit en évoquant des scandales passés qui se sont avérés coûteux pour l'entreprise et ses actionnaires, soit en référence aux réglementations à venir qui pourraient constituer un risque financier si elles ne sont pas anticipées.

### 2.3. Se justifier par les chiffres



En raison de la nature « molle » de la matière qu'il manipule, l'analyste ESG est plus rapidement accusé de subjectivité que l'analyste financier. Au fur et à mesure que l'analyse ESG s'entremêle avec l'analyse financière, les analystes ESG ont tendance à copier les conventions du milieu financier pour y acquérir une légitimité. La justification par les chiffres semble donc une manière de se conformer aux normes épistémiques financières ou pour attester le lien avec les impacts financiers, et donc se conformer au discours autour de la matérialité. Ainsi, la *quantification* peut être utilisée comme outil discursif pour « *dé-biais*er » l'analyse (2.3.1.) ou bien pour suggérer des *corrélations* entre les critères extra-financiers retenus et la performance financière des entreprises, afin de « *creuser les arguments* » (2.3.2.).

### 2.3.1. Quantifier pour « *dé-biais*er »

L'analyste ESG part avec un désavantage majeur par rapport à ses collègues analystes financiers qui est lié à la nature des informations qu'il regarde. Il trouve la « matière première » pour ses analyses notamment dans le reporting extra-financier des entreprises, qui n'est pas standardisé et majoritairement composé d'information qualitatives. Davantage soupçonnés de subjectivité que leurs collègues analystes financiers, les analystes ESG cherchent à *quantifier* pour « *dé-biais*er » leurs analyses.

*Un reporting non-standardisé et un manque de moyens : des analystes ESG face à une « dissonance cognitive »*

Si la France a été le premier pays à imposer le reporting extra-financier aux entreprises cotées en bourse<sup>94</sup>, les informations à mettre en avant ainsi que leur forme n'ont jamais été identifiées avec la même précision que pour les informations financières. Ainsi, le rapport de Cambourg, rédigé sous la direction du président de l'Autorité des normes comptables, constate « une véritable dynamique de l'information extra-financière des entreprises [...] dans le cadre d'un foisonnement d'initiatives qui manque de coordination et de cohérence » (rapport de Cambourg,

---

<sup>94</sup> La France a été précurseur en matière de réglementation sur le reporting extra-financier. En 2001, la loi NRE (Nouvelles Régulations Économiques) impose aux 700 entreprises cotées en bourse de faire état, dans leur rapport annuel, des conséquences sociales et environnementales de leurs activités. Le décret du 20 février 2002 précise qu'il s'agit de « la manière dont la société prend en compte l'impact territorial de ses activités en matière d'emploi et de développement régional, [...] les relations entretenues par la société avec [...] les associations de défense de l'environnement, [et] les populations riveraines ». Depuis, la loi Grenelle 2 de 2 juillet 2010 en a renforcé le périmètre et les modalités de contrôle et dicte une liste de 42 sujets divisés en trois thèmes. Depuis la directive européenne 2014/95/UE, l'impulsion pour les innovations réglementaires vient plutôt de l'Europe.

mai 2019, p. 11). Là où l'analyste financier peut s'appuyer sur une comptabilité et un reporting financier régis par des normes comptables contrôlées et auditées, l'analyste extra-financier doit construire une opinion sur la base d'éléments extrêmement divers et disparates. Pour satisfaire la demande en termes de couverture à la suite de la mainstreamisation de l'ESG décrite sous 1.1., il doit en outre évaluer un nombre d'entreprises plus important.

Déjà, un analyste dit financier couvre en général dix boîtes. Dix boîtes sur la base d'indicateurs extrêmement normalisés, comparables, voilà, à la limite, quand t'es analyste financier, avec les comptes et le bilan, même si tu connais pas la boîte, t'es capable de dire : j'achète ou je n'achète pas. A la limite. C'est très normé, c'est très... voilà. Et sur un périmètre aussi démentiel, je veux dire aussi complexe et vaste que le champ d'étude de l'extra-financier, environnemental, social et de gouvernance, ils analysent 100 boîtes ! Un analyste financier a du mal à faire plus que dix boîtes ! (pionnier2)

Face à l'ampleur et la complexité des informations à prendre en compte par rapport aux moyens généralement réduits qui leur sont alloués, certains analystes n'ont pas hésité à parler de « dissonance cognitive », voire de « souffrance au travail ».

Typiquement, on va demander à des analystes ESG, qui sont des équipes réduites, de couvrir des univers extrêmement larges sur des méthodologies qui ne sont pas standardisées. Donc concrètement, tu mets des gens systématiquement face à une dissonance cognitive, j'aurais même tendance à parler de la souffrance au travail, mais bon, peut-être pas, mais en gros, la tâche est bien trop énorme. (analyste climat sell-side)

#### *Une injonction à prouver l'objectivité de son analyse*

Aux difficultés cognitives s'ajoutent des difficultés de légitimité. Le caractère non-standardisé des données et méthodologies rend difficile la comparabilité des analyses produites. Par définition, les informations extra-financières n'ont pas de lien direct avec la performance financière des entreprises. Même si ce lien, indirect, fait désormais consensus (voir 1.1.1. *La création d'un consensus autour de la matérialité de l'ESG*), l'analyste ESG aura toujours plus de mal que l'analyste financier à rendre ce lien explicite. En raison ses racines éthiques, l'analyse extra-financière a toujours une connotation éthique et normative. Les analystes ESG qui s'adressent aujourd'hui aux acteurs financiers intéressés par la dimension « maîtrise des risques » doivent donc « prouver » que leurs analyses ne sont pas le fruit de leur jugement personnel.

C'est juste que l'ESG a plus à prouver rapport à ça, parce qu'il y a un a priori tu vois, d'un côté il y a les chiffres et de l'autre côté il y a les lettres, quoi. [...] Et je me rends compte qu'en termes de légitimité, tu vois, l'analyste financier, il n'a jamais à prouver, ou rarement, que ce qu'il dit n'est pas subjectif, et pourtant ça l'est tout le temps ! Alors que l'analyste ESG, on va souvent lui dire, c'est mignon mais pourquoi tu dis ça, tu juges... (analyste ESG)

L'analyste est donc exposé au jugement sur les informations qu'il produit. Plus que l'analyste financier, il doit prouver que ce qu'il dit n'est pas le fruit de son appréciation subjective. Cette injonction a ses répercussions sur les choix méthodologiques et sur la présentation des analyses.

En fait, dans notre méthode, il y a une première étape de remplissage de tous les critères et je pourrais t'en parler plus, des critères, et une deuxième, de rédaction, quand on veut le traduire dans une étude, et là il y a tout un enjeu de présentation, de retenir ce qui est vraiment, enfin, ce qui est le plus justifié, ce qui est le plus corroboré par plusieurs critères et non pas par un seul, pour avoir une analyse qui soit sérieuse quoi. Qui ne soit pas un jugement, qui ne soit pas une conclusion à partir d'un critère. (analyste ESG sell-side)

La subjectivité du jugement de l'analyste financier ne semble plus rarement poser un problème aux investisseurs : « l'analyste financier n'a jamais à prouver ce qu'il dit n'est pas subjectif, et pourtant ça l'est tout le temps ». La forme quantifiée des informations qu'il regarde et des analyses qu'il produit dissimule cette subjectivité derrière des chiffres. L'objectivité purement « mécanique » n'existe pas dans la profession d'analyste, ESG ou financier, qui se base toujours au moins en partie sur son intuition. Personne ne peut prédire précisément comment les marchés financiers vont se comporter ou comment une entreprise va se développer, mais l'affichage d'éléments quantitatifs dans les analyses permet de rassurer l'investisseur.

[...] parce qu'on est dans un environnement, on est dans un monde où il faut tout quantifier et la seule sécurité que l'on a quand on est à la tête d'une société de gestion c'est qu'on a des éléments très quantifiés pour montrer, pour avoir du beau reporting, pour montrer aux clients, que ces éléments, on les a. (pionnier1)

« *On a dû laisser tomber* »

Habitué à ce langage et pour se convaincre de la rationalité de ses choix, l'investisseur a du mal à accepter le jugement d'expert en l'absence d'éléments quantifiés. L'analyste ESG est donc sérieusement désavantagé par rapport à ses collègues financiers. Pour les analystes ESG qui travaillent avec des analystes financiers qui peuvent avoir des points de vue opposés, le manque d'outils de quantification peut constituer un vrai problème. Bien sûr, il existe des thématiques extra-financières qu'on peut assez facilement quantifier, comme l'impact sur le changement

climatique, traduisible en émissions de carbone. Or, expliciter le lien entre les émissions de carbone d'une entreprise et sa performance financière n'est pas évident. Les analystes ESG ont donc recours au « bricolage » pour défendre leurs problématiques. Certaines, pour lesquelles il manque les outils de quantification, faute de pouvoir argumenter, sont parfois mises à l'écart.

Et il en est où, dans sa recherche ? [ce doctorant qui développe des outils pour comptabiliser le risque climatique à la Caisse des Dépôts] Parce que c'est vrai que nous, il est extrêmement difficile d'argumenter en l'absence d'outils. Tout ce qu'on peut faire, on lit des rapports et on fait du qualitatif. Sur la biodiversité, on a dû laisser tomber à cause de ça. Et pour le climat, ça fait 15 ans qu'on fait du bricolage, ce serait bien de pouvoir apporter un peu de vernis, enfin pas de vernis, mais un peu de contenu dans tout ça. (analyste ESG)

Les injonctions du discours semblent donc avoir un véritable impact sur la pratique de l'analyse et donc sur la production de la performance ESG. Pour cet analyste, qui doit défendre ses analyses face aux analystes financiers et aux gérants de sa structure, le manque de « vernis » quantitatif sur le climat a sérieusement affaibli son argumentation. Il est permis de penser que la prise en considération des sujets climatiques par les gérants s'en est trouvée entravée ; lorsqu'un gérant doit choisir entre investir dans une entreprise profitable sur le court terme ou s'en abstenir sur la base d'arguments non-quantifiés, toutes choses égales par ailleurs, il aura plutôt tendance à privilégier la première option. Pour des thématiques encore plus difficilement quantifiables comme les impacts d'une entreprise sur la biodiversité, ou plus compliqué encore, l'impact du déclin de la biodiversité sur la rentabilité d'une entreprise, le manque de justification par les chiffres peut contraindre les analystes à « laisser tomber ».

#### *Chercher le « vernis quantitatif » ailleurs*

Pour éviter cela, certains analystes ESG cherchent des coopérations internes ou externes avec des acteurs spécialisés susceptibles d'apporter ce « vernis » quantitatif ; ainsi, l'analyste cité ci-dessus confie travailler « de plus en plus [étroitement] avec l'équipe [interne] d'ingénierie financière pour essayer d'optimiser [...] ces groupings, ces pondérations, ces choix d'indicateurs pour dé-biaisier ». Le choix des pondérations ne peut donc pas relever de la subjectivité de l'analyste, considérée comme un « biais » à corriger par des mathématiques financières. Mais le traitement quantitatif des analyses peut également provoquer de nouveaux biais. Ainsi, une analyste qui travaille indirectement avec l'équipe d'ingénieurs financiers citée ci-dessus m'a confié les problèmes soulevés pendant une réunion à laquelle elle avait assisté.

En fait, vu que c'est que quanti, ils ont leur score E, leur score S et leur score G sur 100, mais il faut que la moyenne des trois soit égale à la moyenne du secteur ou je ne sais plus quoi... En tout cas ils ont des espèces de contraintes comme ça. Sauf qu'ils peuvent obtenir avec leur méthode des scores inférieurs à zéro ou supérieurs à 100. Du coup, quand ça arrivait, et là c'était le cas, ils repartaient les points qu'ils dépassaient sur un autre pilier. Ce qui fait qu'une entreprise qui avait 120 en environnement et 10 en social, bah, se retrouvait avec 30 en social, alors qu'elle était nulle, quoi. Et du coup ça, même les gérants financiers étaient là « mais c'est n'importe quoi... » Et du coup, je sais pas, vu que c'est que des quants qui ont fait ça, ils ne se rendent pas compte, enfin, on avait l'impression en tout cas qu'ils n'avaient pas conscience que ça ne faisait pas du tout de sens... quand tu veux l'expliquer aux gens, quoi. Enfin, pourquoi cette analyse a-t-elle tant ? Bah, parce qu'on a reporté le score. [rires] Parce que d'un point de vue statistique ça semblait correct. (analyste ESG)

Un autre analyste s'est lancé dans une coopération avec une start-up d'intelligence artificielle pour détecter des entreprises susceptibles de commettre des fraudes comptables. Le partenariat lui avait permis d'inclure des indicateurs sur la fraude comptable dans la dimension « gouvernance » de sa méthodologie. Les technologies d'intelligence artificielle lui avaient ainsi fourni des arguments pour défendre ce choix ; elles permettaient de montrer que ces indicateurs n'étaient pas le fruit de son intuition personnelle mais avaient un lien « prouvé » quantitativement avec la performance financière des entreprises. Elles permettaient donc non seulement de « dé-biaiser » sa méthodologie en rassurant sur le caractère non-aléatoire de sa composition, mais également de démontrer, de manière quantifiée, son rapport avec la performance financière des entreprises.

\*\*

Dans cette partie, j'ai décrit comment l'injonction à la justification par les chiffres donne un avantage aux analystes financiers, qui sont, à tort, moins accusés de subjectivité que leurs collègues extra-financiers. En cas de conflit, les analystes ESG sont donc désavantagés. Ils cherchent des éléments quantitatifs pour apporter « un vernis » à leurs arguments et pour « dé-biaiser » leurs analyses face à leurs collègues et clients. Parfois, ils cherchent des coopérations avec des acteurs spécialisés afin de trouver des outils quantitatifs leur permettant de justifier le choix d'indicateurs ou de pondérations, « prouvant » ainsi leur caractère non-aléatoire. Ces outils peuvent être utilisés pour quantifier des corrélations entre indicateurs extra-financiers et la performance financière. Chercher des corrélations pour « creuser les arguments » fait

également partie de la stratégie discursive qui consiste à se justifier par les chiffres. C'est ce qui sera décrit plus en détail dans la prochaine section.

### 2.3.2. *Chercher des corrélations pour « creuser les arguments »*

La section précédente a été l'occasion de montrer à quel point il est important de garnir son argumentaire d'éléments quantitatifs pour être pris au sérieux dans le milieu financier, surtout lorsque la base de son analyse est constituée d'informations qualitatives. C'était déjà vrai avant que l'idée se répande selon laquelle la performance extra-financière des entreprises serait liée à sa performance financière. Y compris lorsque l'objectif de l'analyse ESG était de sélectionner les entreprises les plus responsables, la quantification a été une stratégie adoptée massivement pour prouver sa légitimité au sein d'un champ constitué autour des chiffres. Or, cette quantification était « sans conséquence » ; elle n'avait rien d'autre à prouver d'autre que le sérieux des analyses effectuées, sans que la base de la quantification soit « justifiée » d'un point de vue financier.

Et je me suis rendu compte qu'il y avait un monde de l'ESG majoritaire qui était un monde lié à la vertu, à la réputation, et que la majorité des critères [avaient été identifiés] parce que c'était considéré comme bien ou mal de les respecter. Il n'y avait pas vraiment de démonstration, de justification économique, financière, ou opérationnelle de ces critères, c'était simplement un accord collectif de dire, oui, ce serait bien que le directeur général ne soit pas payé plus que 200 fois le SMIC, par exemple, ok. Et en fait, j'ai eu du mal à trouver des travaux qui expliquent les sous-jacents et les justifications de ces critères. (analyste ESG sell-side)

Maintenant que l'analyse ESG est devenue mainstream et proposée par des acteurs dont l'objectif est de la mettre au service d'une analyse financière, les attentes à la quantification ont évolué. Idéalement, elle devrait permettre de montrer des liens de causalité ou du moins de corrélation entre la performance financière et les indicateurs ESG, de « mettre des euros sur les indicateurs ESG » (analyste ESG). Après tout, si l'analyse ESG peut être considérée comme une simple extension de l'analyse financière (l'analyse financière ne change pas d'objectif, seulement de périmètre, et c'est grâce à l'accroissement de ce périmètre qu'elle sera plus efficace dans la poursuite de son objectif, qui est de prédire la performance des investissements), pourquoi alors les critères ESG devraient-ils être traités différemment que les autres critères sur lesquels l'analyse financière se base ? Si les critères ESG ont un impact financier sur les investissements, alors il devrait être possible de démontrer le lien qui provoque

cet impact. Il s'agit d'un exercice compliqué, d'une part, à cause de la nature qualitative des informations, de l'autre, parce qu'il est difficile de prédire quels indicateurs auront un impact financier. Or, certains analystes, surtout ceux qui sont en sell-side, travaillent sous des injonctions réglementaires qui les poussent à *chercher des corrélations entre indicateurs extra-financiers et performance financière afin de « creuser les arguments »*.

#### *Un argumentaire autour des « signaux » pour les analystes buy-side*

Il est très difficile de démontrer des liens causaux ou même de corrélation entre indicateurs extra-financiers et performance financière. D'une part, parce que les informations non-financières sont souvent qualitatives et non-intégrées au reporting financier.

Et en fait, les indicateurs ressources humaines, de formation, de turn-over et tout ça, bon. C'est chez les ressources humaines. Ça ne va pas à la direction financière. De ceux qui établissent les comptes. Aujourd'hui, vous avez une séparation très forte dans les entreprises, en quoi ma politique de formation, je pourrais avoir un moyen de mesurer l'impact positif ou négatif de ma politique de formation sur la création de valeur. (directrice de département de recherche intégrée)

D'autre part, parce qu'au moins de s'appuyer sur une réglementation à venir (voir 2.2.2.), il est impossible de savoir exactement quand des thématiques environnementales, sociales ou de gouvernance vont avoir leurs premières répercussions financières. Dans les structures buy-side, les analystes semblent admettre plus facilement que face à ces difficultés, mieux vaut renoncer à la recherche de corrélations chiffrées entre indicateurs et performance. Étant donné qu'ils n'ont pas besoin de vendre leur méthodologie à un grand nombre de clients extérieurs mais s'adressent directement aux gérants de leur structure, les analystes buy-side souffrent généralement moins de l'injonction à prouver leur objectivité que les analystes sell-side. Ils peuvent ainsi se permettre de construire un argumentaire autour de « signaux ».

On a un horizon très long, mais on commence déjà à voir des matérialités. Donc on peut dire, on peut s'appuyer sur les premières matérialités, pour dire, voilà, ça nous donne un signal positif ou un signal négatif. (analyste intégrée buy-side)

#### *Un enjeu de conformité réglementaire pour les analystes sell-side*

Pour les structures sell-side en revanche, et à fortiori pour les agences de notation financière qui sont régulées par les autorités de supervision, l'enjeu de robustesse méthodologique est plus important. La Market Abuse Regulation (MAR) qui vise à « renforcer l'intégrité du marché et

la protection de l'investisseur<sup>95</sup> » comporte des standards techniques sur la « présentation objective des recommandations d'investissement » qui concernent les agences de notation. Ainsi, la réglementation 2016/958 du Parlement européen exige notamment que dans ces recommandations « les faits sont clairement distingués des interprétations, estimations, opinions et autres types d'informations non factuelles » (article 3, paragraphe 1, point a). Pour les analystes qui travaillent sur des thématiques extra-financières, ces exigences sont plus difficiles à respecter que pour les analystes financiers.

[...] c'est un enjeu sur la présentation, parce qu'il y a une doctrine AMF, notamment sur l'avis de marché, c'est le MAR, *market abuse regulation*, sur le fond et la forme en fait, sur ce qu'on dit et la manière dont on le dit qui doit être présenté de manière non seulement claire mais aussi objective et le plus froide possible. Et donc c'est compliqué pour l'analyse extra-financière parce qu'on ne parle pas de chiffres, on parle parfois de *track record*, de pertinence, ce sont des appréciations encore une fois subjectives, donc il y a tout un travail à faire sur la présentation après. (analyste ESG sell-side)

La réglementation stipule également que « l'ensemble des projections, prévisions et objectifs de prix sont indiqués clairement [...] et les principales hypothèses retenues pour les établir et les utiliser sont mentionnées » (article 3, paragraphe 1, point d). Quand il s'agit d'intégrer des facteurs non-financiers dans les recommandations, il faut donc rendre explicite les hypothèses sous-jacentes à cette intégration.

Mais [...] ils doivent prouver en fait auprès de l'ESMA tu sais qu'ils font de bonnes...

MW : Des liens de causalité, enfin de corrélation.

—Non, non pas la causalité, uniquement la corrélation. Parce que déjà c'est ambitieux.

MW : Oui c'est compliqué. Et il faut le quantifier aussi peut-être, ou calculer en termes monétaires ou en termes...

—Oui. Tout ça c'est nécessaire. Du coup tu vois ils travaillent sur des exercices de track record, ils sont en train de regarder comment ça se passe. Là le G, par exemple ils évaluent déjà, t'as des cas pratiques qui existent maintenant, [...] des fraudes, comment est-ce que tu peux quantifier le risque qu'il y ait une fraude, enfin la probabilité qu'il y ait une fraude dans l'entreprise en fonction des incohérences dans la construction du conseil d'administration, [...] quand t'as un conseil d'administration, je schématise, qui est constitué uniquement de personnes vieilles qui n'ont pas d'expertise dans le sujet, qui viennent pas aux réunions et sont payées de façon exagérée, peut-être qu'il y a du souci à se faire sur la gestion de la boîte et sur le risque de fraude. (analyste ESG)

---

<sup>95</sup> Site internet de l'ESMA, consulté le 25 octobre 2020 : <https://www.esma.europa.eu/regulation/trading/market-abuse>



Une manière de répondre à ces exigences réglementaires et de rendre explicite les hypothèses sous-jacentes à la prise en compte d'éléments non-financiers et donc de faire du « back-testing ». Le back-testing est un test rétroactif sur la validité de modèles et de stratégies. Il s'agit d'une méthode souvent employée par les agences de notation financière afin de vérifier la pertinence de leurs prédictions de défaut. Pour pouvoir effectuer ces tests, il faut disposer d'une quantité suffisamment importante de données historiques (le track record) pour arriver à des valeurs statistiquement valides. Concrètement, il s'agit d'estimer le pourcentage de cas de défaut dont on peut supposer un lien de corrélation avec une problématique extra-financière, par exemple la composition du conseil d'administration. Un pourcentage suffisamment élevé peut justifier l'inclusion de ce critère dans les méthodologies d'analyse et étayer l'hypothèse à faire apparaître dans la recommandation.

#### *Les « big three » dans l'embaras*

Les acteurs du champ qui ont les bases de données les plus larges sont sans doute les « big three » : Moody's, Standards & Poor's et Fitch, les trois grandes agences de notation financière américaines. Au moment où la matérialité de l'ESG a commencé à faire consensus, ces agences ont dû réagir rapidement. Or, la réglementation 2016/958 concernant la présentation objective de recommandations d'investissement exige également que les analystes fassent figurer dans leur recommandation « un résumé de toute base d'évaluation ou de toute méthode et des hypothèses sous-jacentes utilisées pour évaluer un instrument financier ou un émetteur, ou pour fixer un objectif de prix pour un instrument financier, ainsi qu'une indication et un résumé de toute modification apportée à l'évaluation, à la méthode ou aux hypothèses sous-jacentes » (article 4, paragraphe 1, point b). En outre, les analystes sont également tenus de préciser « quand une recommandation diffère de l'une de leurs précédentes recommandations concernant le même instrument financier ou le même émetteur, qui a été diffusée au cours des douze derniers mois, le(s) modifications(s) et la date de cette précédente recommandation et une liste de toutes leurs recommandations sur tout instrument financier ou tout émetteur qui ont été diffusées au cours des douze derniers mois, comprenant pour chaque recommandation : la date de diffusion, l'identité de la (des) personne(s) physique(s) visée(s) à l'article 2, paragraphe 1, point a), l'objectif de prix et le prix de marché pertinent au moment de la diffusion, le sens directionnel de la recommandation et la période de validité de l'objectif de prix ou de la recommandation » (article 4, paragraphe 1, point h) et i). La pression commerciale pour des notations financières

qui intègrent l'ESG couplée à l'injonction réglementaire à expliciter les changements méthodologiques provoque la frustration des agences de notation financière.

C'est très très difficile de changer le processus au niveau de crédit. Parce que ça doit vraiment être agréé par le régulateur, quand on met des changements en place, et ça veut dire aussi bien sûr, c'est un processus que je crois doit être discuté et plus formulé avec les institutions européennes comme ESMA. Parce que d'un côté ils demandent plus de transparence et plus d'ESG *integration into credit*, mais en même temps ils ne sont pas très flexibles pour arranger les discussions au niveau des *credit institutions* pour adapter les processus pour vraiment intégrer les nouveaux résultats et pour agréer les changements au niveau du processus réglementaire. (chargée des affaires institutionnelles, Moody's)

Les grandes agences de notation sont donc obligées de répondre aux demandes du marché pour une prise en compte des facteurs ESG dans les notations crédit, mais elles ne peuvent pas changer leurs méthodologies sans rendre explicite les modifications apportées. De plus, les agences de notation crédit sont censées baser leurs recommandations sur l'ensemble des facteurs de risque pour une entreprise. Maintenant que les facteurs ESG sont réputés avoir un lien matériel avec les risques financiers pour une entreprise, les agences de notation doivent trouver une solution pour rassurer leurs clients, et le régulateur, que les notations émises par le passé étaient valides, même si les facteurs ESG n'y étaient peut-être pas explicites.

Et c'est très compliqué, pour Moody's, pour donner un exemple, ils ont dû sortir un papier dans lequel ils disaient à la fois, rassurez-vous, on faisait déjà de l'ESG sans le savoir, on fait déjà, c'est pas nouveau pour nous, donc rassurez-vous, on ne vous a pas trompé, donc maintenant on le fait vraiment, et en fait on s'est aperçu que ça ne change rien. Ce qui en gros le message du dernier gros rapport de méthodologie de Moody's, c'est, ils sont très embêtés, ils sont obligés de dire, on en faisait, maintenant on en fait explicitement et ça ne change rien. (pionnier4)

#### *Le back-testing comme moyen de légitimation*

Mais les agences ne peuvent plus se contenter, aujourd'hui, de prendre en compte les critères ESG de façon « implicite ». Afin de montrer en quoi leurs notations étaient impactées par l'ESG, elles font du « back-testing ».

[...] et en fait ils font des stats sur leur couverture, combien, quelle est la part des sociétés pour laquelle la note de crédit a été impactée par la note ESG, tu vois.

MW : Ils font du back-testing.

—Exactement. La question n'est pas tant de savoir si les entreprises sont mauvaises ou bonnes, c'est de voir dans quelle mesure ça a eu un impact sur le crédit. Et en fait, il y en a eu quelques-unes quand-même, et je pourrais t'envoyer des petites choses, je regarde si j'ai un truc, ah oui, S&P, il y a 106 cas de sociétés entre 2015 et 2017 où la notation crédit a été modifiée du fait de l'intégration des facteurs ESG. Donc 106 sur 750, un truc comme ça, et c'est beaucoup en fait ! (analyste ESG sell-side)

Entre 2015 et 2017, personne ne parlait de critères environnementaux ou sociaux pour évaluer la solvabilité d'un émetteur. Il est très discutable que S&P puisse retracer des facteurs ESG systématiques qui auraient impacté ses notations dans cette période. Il n'en reste pas moins que ce genre de communication de la part de grands acteurs de marché constitue un moyen de légitimation puissant, y compris pour des acteurs plus petits. Un grand acteur de marché qui communique que l'intégration ESG a modifié la recommandation pour un nombre relativement important d'émetteurs aide les analystes en charge du développement d'une méthodologie intégrée dans les petites agences sell-side à convaincre leurs collègues (voir 2.1.2) et clients (voir 2.1.1) de la pertinence de leur projet. Comme souvent dans le monde de la finance, « le mouvement va venir des acteurs majeurs de marché » (analyste financier), et si les acteurs majeurs de marché intègrent l'ESG et que leur back-testing « prouve » que c'était une bonne idée de le faire, les petits acteurs doivent suivre. Ils copient les arguments sur le lien entre l'ESG et la performance financière, mais aussi les démarches effectuées pour justifier l'existence de ce lien. Or, ils ne disposent pas d'une base de données historiques aussi importantes que ces grandes agences. Faute de mieux, ils cherchent donc par exemple à créer des bases de données sur un an (« un an c'est court, mais c'est mieux que rien », analyste ESG) pour faire un back-testing des indicateurs retenus, afin de légitimer leur prise en compte.

#### *Les études sur les corrélations comme moyen de légitimation*

D'autres analystes, pour qui le back-testing n'est pas possible pour des raisons statistiques ou de moyens (« c'était compliqué parce que [...] je n'avais pas les moyens de faire du back-testing sur tous les critères, tu t'imagines, là il y a des thèses qui existent sur un critère, tu t'imagines à en faire 200... », analyste ESG sell-side), cherchent d'autres manières pour justifier l'existence de corrélations : par exemple en s'appuyant sur le très grand nombre d'études effectuées sur le lien entre performance financière et performance sociétale<sup>96</sup>. Or, ces

---

<sup>96</sup> Sur les raisons de la forte augmentation de ces études depuis les années 2000, voir Capelle-Blancard, G., & Monjon, S. (2012). Trends in the literature on socially responsible investment: Looking for the keys under the lamppost. *Business Ethics: A European Review*, 21, 239–250.

études s'intéressent le plus souvent à la performance sociétale dans son ensemble (elles prennent par exemple les notes des agences de notation ESG comme proxy pour la « performance sociétale ») et non aux critères individuels. Ou à l'inverse, elles se concentrent sur un seul critère. Un analyste m'a par exemple cité une étude sur le taux d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration basée sur « un énorme travail pour voir s'il y a une corrélation ou une causalité » entre ce taux et l'occurrence de fraudes financières. Cela lui a fourni un argument important pour inclure, lui aussi, un critère sur le taux d'administrateurs indépendants dans sa grille d'analyse en développement. Mais comme ces études ne fournissent jamais de grille méthodologique complète, c'est aux analystes de piocher des informations là où ils peuvent, de chercher tant bien que mal des indices de ces corrélations, pour « creuser les arguments. »

Le travail que je fais actuellement est intéressant parce qu'il est exigeant. Il permet de comprendre pourquoi les critères, comment faire les corrélations entre les deux, quel est l'intérêt de l'extra-financier, ce qui aide à creuser les arguments, [mais c'est] un travail de fou. (analyste ESG).

\*\*

Face aux exigences réglementaires sur la présentation objective des recommandations, les analystes ESG qui travaillent dans les agences de notation crédit ont un important travail à faire sur la présentation de leurs méthodologies. Ces exigences s'appliquent également aux « big three » : Moody's, Fitch et Standards & Poor's, qui font du back-testing pour légitimer, rétroactivement, l'intégration des facteurs ESG. Les analystes qui travaillent dans des petites structures sell-side où ils doivent développer une méthodologie d'analyse intégrant l'ESG ont tendance à copier ces démarches de légitimation. Puisqu'ils ne disposent pas de la même quantité de données historiques que les grandes agences, ils se débrouillent, parfois en essayant de faire du back-testing sur une durée trop courte pour être statistiquement valide, parfois en s'appuyant sur des études académiques, pour construire un argumentaire autour des corrélations entre indicateurs ESG et performance financière.

Ce thème consacré à la justification par les chiffres a été l'occasion de montrer comment les analystes ESG, qui ont « plus à prouver » que leurs collègues financiers, étoffent leurs méthodologies d'éléments quantitatifs pour justifier le caractère objectif de leurs analyses ou

cherchent des corrélations entre indicateurs ESG et performance financière pour « creuser leurs arguments » sur la matérialité. Cette *justification par les chiffres* était le dernier thème associé à **la production d'un discours autour de la matérialité financière**. Cette matérialité s'exprime d'abord par les risques financiers, c'est pourquoi les analystes *se justifient par les risques* quand ils doivent convaincre leurs clients et leurs collègues de la pertinence de leur travail. Dans la mesure où ces risques sont parfois liés aux scandales ou à la réglementation, *ils se justifient par les normes*. La justification par les risques et les normes est donc une manière de se conformer au discours dominant sur la matérialité de l'ESG ; la justification par les chiffres cherche à produire un argumentaire correspond aux normes épistémiques financières.

\*\*\*

Cette deuxième grande section du chapitre « résultats » a été consacrée à **la production d'un discours autour de la matérialité financière**. Les analystes, en se justifiant par les risques, les normes et les chiffres, se conforment à ce discours et le renforcent en même temps. Mais l'impact du discours va au-delà du domaine discursif, dès lors que les analystes sélectionnent leurs critères en fonction de leur lien avec la matérialité financière de l'ESG ou de leur propension à être quantifié. Le discours a donc une influence sur **la production de la performance ESG**, objet de la troisième et dernière grande section du chapitre.

### 3. La production de la performance ESG

La première grande section du chapitre s'intéressait à *la production d'un champ organisationnel* autour de l'évaluation de la performance ESG devenue mainstream et aux reconfigurations du marché et des profils d'analyste qui en résultent. La deuxième grande section décrivait comment les analystes, en se justifiant par les risques, les normes ou les chiffres, *produisent un discours autour de la matérialité financière de l'ESG*. Cette dernière grande section décrit plus directement le processus de *production de la performance ESG*. J'y montrerai comment les actions des analystes pour produire cette performance – qui n'existe pas avant qu'on ne la capture dans une méthodologie – sont fortement influencées par le champ et le discours.

En effet, la non-maturité de ce champ en production se reflète dans la disponibilité limitée des informations ESG et par conséquent dans ce qui est possible, ou non, de mesurer. Donc, en créant et ajustant leurs méthodologies, les analystes *s'adaptent aux informations disponibles* (3.1.). La non-maturité du champ se reflète également dans les modèles et outils de mesure, qui, dans le domaine de l'analyse extra-financière, ne sont pas disponibles dans des formes standardisées et généralement acceptées. Par pragmatisme mais aussi pour se conformer aux tendances du champ qui se structure progressivement autour d'une approche de l'analyse qui combine les dimensions financière et ESG, les analystes *s'adaptent aux modèles existants* (3.2.). Ces modèles issus de l'analyse financière sont parfois mal appropriés pour évaluer les thématiques extra-financières. Le discours autour de la matérialité financière a suscité l'intérêt des acteurs financiers classiques pour les thématiques extra-financières, qui y projettent leurs attentes sur la forme et l'utilisation des informations. Dans leurs choix méthodologiques qui produisent la performance ESG, les analystes vont donc *s'adapter aux attentes des acteurs financiers* (3.3.). La production du champ, du discours et de la performance sont donc intimement liées. Mais toutes les actions des analystes ne s'expliquent pas par l'adaptation aux dynamiques institutionnelles : parfois, ils *(ré-)intègrent leur propre réflexivité* (3.4), ce qui peut conduire à des analyses qui ne sont pas complètement conformes aux normes ou aux attentes des acteurs financiers.

Figure 4. visualise la structure de données pour la production de la performance ESG qui constitue le fil conducteur pour cette dernière grande section du chapitre.

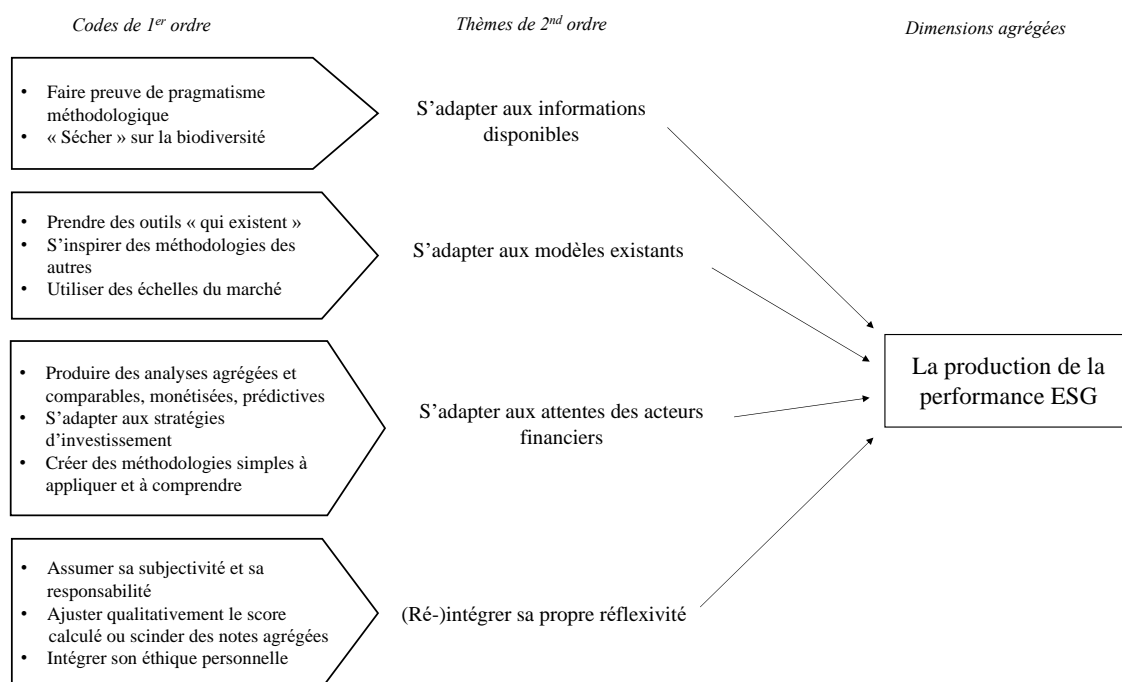


Figure 4. Structure de données pour la production de la performance ESG.

### 3.1. S'adapter aux informations disponibles

Malgré le renforcement progressif, ces dernières années, des contraintes de reporting extra-financier pour les entreprises cotées en bourse, la disponibilité des informations reste un frein important à la production de la performance ESG. Contrairement à l'analyste financier, qui assoit son analyse sur des documents dont la forme et le contenu sont imposés par des normes comptables standardisées, l'analyste ESG ou intégré doit souvent aller à la pêche des informations. Ces informations sont manquantes, incomparables entre elles et entre entreprises, anecdotiques ou difficiles à relier à la performance financière. Face à ces difficultés, l'analyste doit donc *faire preuve de pragmatisme méthodologique* (3.1.1.). Il n'est pas possible de mesurer la performance sur des sujets sur lesquels il manque l'information, donc cela ne sert à rien de les inclure. C'est particulièrement vrai pour des thématiques complexes et difficilement déclinables au niveau des organisations, comme l'impact sur la biodiversité. La conséquence est que les analystes n'ont parfois pas d'autre choix que de « sécher » sur la biodiversité (3.1.2.).

#### 3.1.1. Faire preuve de pragmatisme méthodologique

Dans une situation idéale, où les analystes auraient accès à toutes les informations concernant une entreprise, disposeraient des moyens leur permettant d'effectuer des visites sur site et connaîtraient le fonctionnement interne même de ses lointaines filiales, il serait possible de développer des méthodologies très détaillées pour mesurer sa performance ESG. Certains diront : il serait possible de mesurer sa « vraie » performance ESG. Mais les analystes savent que cette idée est une utopie. Pour pouvoir travailler et produire des analyses des entreprises alors que leur accès est limité, ils *font preuve de pragmatisme méthodologique*.

#### *Un accès et des informations limitées*

A part une société de gestion avec une approche très personnalisée à l'analyse, je n'ai rencontré aucun analyste à qui on donnait les ressources nécessaires pour effectuer des rencontres physiques avec des dirigeants d'entreprise, encore moins des visites pour vérifier les conditions de travail sur les sites de production. Les analystes doivent produire des analyses avec des ressources limitées, que ce soit en termes de temps à consacrer à la recherche ou en en termes d'informations dont ils disposent. Certes, les entreprises, surtout les grosses, publient de plus en plus d'informations relatives à leurs politiques non-financières, mais ces informations sont souvent de faible qualité. Elles sont datées : « on a cherché le taux de fréquence d'accident dans les EHPAD [...]. La seule information qu'on a pu obtenir datait de 2010 » (analyste ESG).

Elles ne sont pas assez détaillées :

Moi je suis assez frappée de voir toutes les entreprises qui par exemple mettent la catégorie EMEA, Europe, Middle-East, Africa. Alors ça, en termes d'utilisation de cette information-là, dans tous les cas sur la thématique sociale, ça ne sert à rien, parce que je sais que 50 % des effectifs sont en EMEA, est-ce que c'est quasiment l'intégralité au Moyen-Orient, ou Europe, en Afrique, comment j'utilise l'information, je ne peux pas l'utiliser. (directrice de la recherche ESG, société de gestion)

Elles sont en outre incomplètes, non-chiffrées et non-certifiées par un organisme indépendant. En absence de normes standardisées de reporting, les entreprises ont de surcroît tendance à privilégier l'anecdote aux informations factuelles.

On voit vraiment que c'est très anecdotique, il y a des pages entières à lire, ils montrent l'exemple comme ça, c'est pas très focalisé, pas comme les notes d'un point de vue financier, où t'as la note 13, dans laquelle est détaillé l'actif corporel, l'actif corporel augmente parce qu'on a ouvert tant d'usines [...] Là,



c'est comme je disais, un exemple au Bénin, puis au Canada, puis en Italie.  
(analyste intégré buy-side)

Les analystes réagissent à ce « problème de la donnée » avec pragmatisme méthodologique. Ce pragmatisme s'exprime de deux manières.

*S'adapter à ce que les entreprises communiquent*

D'abord, il s'agit d'adapter le questionnement au niveau et à la qualité des informations disponibles. Cela signifie par exemple, pour les analystes spécialisés dans l'évaluation des petites et moyennes entreprises, de créer un référentiel adapté à ce que cette catégorie d'entreprises peut communiquer.

Alors, donc vous comprenez, la première problématique c'est de leur poser des questions adaptées. Si on leur demandait comment est-ce qu'elles gèrent... Vous voyez, on a égalité des chances juste au-dessus, oui, on leur demande s'ils ont un plan d'action sur la diversité, mais on s'arrête là. Ce n'est pas la peine de leur demander beaucoup plus que ça, parce que de fait, quand vous avez 150 employés, équilibrer la représentation de minorités, ce n'est pas possible. Vous voyez ce que je veux dire ? Donc voilà. D'abord, le questionnement, il faut qu'il soit très pragmatique. (directeur des méthodes, agence de notation ESG)

Le pragmatisme méthodologique s'exprime donc par l'adaptation aux spécificités des entreprises : poser des questions détaillées sur la politique d'égalité des chances à des PME « n'est pas la peine. » Parfois, la réalité des informations disponibles contraint les analystes à exclure des dimensions entières, comme celle relative à la performance sociale.

Oui, moi, j'aimerais beaucoup, le S [la dimension sociale], [...] moi, j'aimerais bien, mais il faut que ça puisse être pertinent, qu'on a assez d'information... Si on n'en a aucune... Si on a très peu d'informations de la part des boîtes, ça peut être compliqué, quoi. (analyste ESG sell-side)

*S'adapter à ce que les entreprises communiquent en relation à ce dont les clients ont besoin*

Or, ce n'est pas suffisant de s'adapter à ce que les entreprises communiquent. Le pragmatisme s'exprime aussi par l'adaptation à ce dont les clients ont besoin. Ces clients sont le plus souvent des investisseurs ou des gérants d'actif qui ont besoin d'une information qui leur permette de comparer entre entreprises ; leur regard se situe au niveau d'un univers d'investissement ou d'un portefeuille d'actifs, et les analyses leur servent à faire des classements au sein de cet

univers ou de ce portefeuille. Il n'est donc pas utile d'inclure des indicateurs pour lesquels toutes les entreprises ne communiquent pas les informations nécessaires.

Ensuite il y a des critères pour lesquels il manque de l'information. Par exemple il y a un critère qui me paraissait intéressant pour le S, c'était la satisfaction des employés et des clients, et en fait, il y a très peu de boîtes pour lesquelles je pouvais compléter donc ça ne servait à rien. Sur la base de données dont on parlait tout à l'heure, si sur 100 sociétés on en a 3 qui donnent la satisfaction des employés, ça ne sert à rien. On ne peut pas vraiment comparer. (analyste ESG)

La performance ESG produite est donc une performance relative aux pairs du marché : ce qui compte, c'est de pouvoir discriminer, c'est ce dont les clients ont besoin. Des indicateurs qui ne permettent pas de discriminer parce qu'ils sont référencés par une poignée d'entreprises seulement ne sont pas inclus parce qu'ils ne permettent pas la comparaison. Par ailleurs, au moment où toutes les entreprises évaluées affichent la même performance sur un critère donné, la comparaison n'est plus possible. Ces critères qui « saturent » (directeur des méthodes, agence de notation ESG) sont donc supprimés ou reformulés pour réintroduire la comparabilité. Ce besoin de créer des analyses comparables rend impossible de mesurer la performance d'une entreprise par rapport à un quelconque état de durabilité souhaitable ; les entreprises sont évaluées en termes relatifs et non en termes absolus. Le pragmatisme méthodologique facilite donc la production d'analyses en lien avec ce que les entreprises communiquent et ce dont les clients ont besoin, mais ne permet pas de faire des évaluations par rapport aux objectifs globaux. Certes, il existe aujourd'hui des fournisseurs d'analyses qui proposent des évaluations de la performance « SDG », pour mesurer le niveau d'engagement des entreprises dans l'atteinte des Objectifs de développement durable des Nations unies<sup>97</sup>. Or, en raison de la difficile déclinaison des objectifs et des indicateurs globaux au niveau des entreprises, mais surtout en raison de la clientèle à laquelle ces fournisseurs s'adressent, la performance envers ces objectifs est mesurée uniquement par rapport aux pairs et non de manière absolue, ce qui va l'encontre de l'esprit même du cadre des ODD<sup>98</sup>.

---

<sup>97</sup> Les Objectifs de développement durable des Nations unies sont 17 objectifs globaux à réaliser avant 2030. Il s'agit d'objectifs très larges comme l'éradication de la pauvreté (objectif 1), la réduction des inégalités (objectif 10) ou encore la consommation et la production responsables (objectif 12). Ces objectifs globaux sont déclinés en 169 sous-objectifs adossés à 244 indicateurs de suivi. Or, ces indicateurs sont des indicateurs statistiques ou macro-économiques, difficilement déclinables au niveau des organisations.

<sup>98</sup> Il existe désormais des approches qui cherchent à réparer cette faille et à comparer les entreprises sur leur performance par rapport aux objectifs globaux, notamment l'initiative Science-Based Targets : <https://sciencebasedtargets.org/>

\*\*

L'analyste qui doit mesurer la performance ESG des entreprises doit faire preuve de pragmatisme méthodologique. D'abord, il doit s'adapter au niveau et à la qualité des informations communiquées par les entreprises. Cela signifie que les référentiels sont créés pour coller avec ce que l'entreprise communique. Ensuite, il doit s'adapter aux besoins des utilisateurs pour des résultats comparables ; les indicateurs retenus doivent permettre une vue comparative au niveau d'un secteur ou d'un portefeuille. La performance produite est donc relative et non absolue, ce qui complexifie son articulation avec des objectifs globaux. Dans la section qui suit, je m'attarde un moment sur les conséquences concrètes de ce pragmatisme méthodologique pour une thématique dont chacun confirme l'importance mais dont les analystes ont du mal à produire des analyses dans une forme utilisable par les acteurs financiers : l'impact d'une entreprise sur la biodiversité.

### 3.1.2. « Sécher » sur la biodiversité

Dans la section précédente, nous avons vu que les analystes doivent faire preuve de pragmatisme méthodologique, en s'adaptant aux informations disponibles et en créant des méthodologies qui permettent de comparer les entreprises. La présente section illustre, en décrivant comment les analystes sont parfois obligés de « sécher » sur la biodiversité, comment ce pragmatisme méthodologique influe sur la production de la performance ESG.

#### *Le déclin de la biodiversité comme enjeu environnemental majeur*

Théoriquement, la performance ESG décrit comment les entreprises gèrent les impacts sociaux et environnementaux de leurs activités ainsi que leurs enjeux de gouvernance. L'une des thématiques environnementales majeures à l'échelle planétaire est le déclin de la biodiversité. Dans un article publié dans *Nature* en 2009, Johan Rockström et ses collègues introduisent le concept des limites planétaires : les seuils écologiques que l'humanité ne doit pas dépasser pour ne pas compromettre les conditions favorables dans lesquelles elle a pu se développer. Ces limites planétaires sont visualisées dans un graphique qui permet de comparer l'avancement des grandes crises écologiques<sup>99</sup>. En un coup d'œil, on y constate que si le changement

---

<sup>99</sup> Rockström, J et al. (2009). A safe operating space for humanity. *Nature*, 461, 472–475.  
Consulté le 25 octobre 2020 : <https://www.nature.com/articles/461472a>

climatique dépasse déjà les limites de la soutenabilité, la perte de la biodiversité devance largement l'enjeu climatique et diminue – déjà en 2009 – drastiquement la résilience de l'écosystème global dont les humains dépendent (Rockström et al., 2009). D'un point de vue planétaire, la perte de la biodiversité est donc une thématique plus urgente que le changement climatique. Les entreprises agricoles et industrielles, par l'extraction de ressources, la destruction d'habitats et la génération de déchets, en sont les premières responsables. Il semble donc logique que l'impact sur la biodiversité fasse partie des référentiels pour mesurer la performance ESG des entreprises.

*« On ne peut pas dire qu'on fait de l'ESG sans avoir une question dessus »*

En effet, l'ensemble des analystes que j'ai rencontrés mentionne que leur méthodologie prend en compte la gestion de la biodiversité : « on ne peut pas dire qu'on fait de l'ESG sans avoir une question dessus » (analyste ESG). Mais la thématique de la biodiversité présente plusieurs inconvénients. D'abord, la biodiversité est définie par un ensemble d'interactions écosystémiques extrêmement difficiles à prévoir ou à calculer. Les analystes disent ne pas être capables d'évaluer si ce que dit une entreprise sur ses mesures de protection de la biodiversité va véritablement permettre de compenser leurs impacts négatifs :

Quand tu es analyste et tu lis ça tu te dis, ben ouais, l'entreprise fait des efforts pour les poissons, nanana, tu sais. Ça fait du sens d'un point de vue purement intellectuel, sauf que dans la pratique, si tu regardes comment fonctionne un écosystème, un écosystème est quelque chose qui n'est jamais équilibré. Qui est toujours en déséquilibre et qui cherche un équilibre. [...]. Et donc t'as un état d'équilibre qui à l'heure actuelle est celui-ci, mais qui peut être modifié par des facteurs extérieurs ou par des facteurs d'origine humaine. Mais comme c'est un équilibre qui se recherche constamment à des facteurs si multiples, tu ne peux jamais envisager ce que ça va donner. (analyste ESG sell-side)

A défaut de disposer d'une expertise poussée en écologie et d'avoir les moyens de (faire) effectuer des études d'impact détaillées, il est donc pratiquement impossible de mesurer les conséquences du comportement des entreprises sur ces interactions. L'impossibilité à correctement évaluer la biodiversité est donc surtout dû à l'absence d'indicateurs chiffrés qui permettraient de classer les entreprises entre elles, ce qui est l'objectif premier de l'analyse extra-financière. Pour d'autres thématiques que ces analystes regardent, comme l'égalité homme-femmes, les entreprises communiquent des statistiques sur les écarts salariaux ou sur le taux des femmes dans des positions de manager. Pour la biodiversité, ce genre de chiffres

n'existent pas. Tout ce que l'entreprise communique, ce sont des mesures prises pour protéger la biodiversité, sans qu'il existe des informations sur l'impact réel de ces mesures.

L'autre difficulté est que les entreprises ont parfois des conceptions de la biodiversité qui ne correspondent pas à celles des analystes.

Je vais avoir par exemple boîte productrice de poulets qui m'explique qu'elle n'est pas concernée par des sujets de biodiversité parce que ses poules sont élevées en cage. Alors qu'ils font de la sélection génétique à chaque fois qu'ils élèvent une poule. Il n'y plus une poule qui a un matériau génétique naturel comme ce qu'il y avait dans les années 50.

Mais son référentiel d'analyse ESG ne permet pas à cette analyste d'intégrer sa propre opinion sur quelle biodiversité il s'agit de protéger. Il n'existe pas de case « impact sur la biodiversité par rapport aux années 50 ». Là encore, l'enjeu sous-jacent est de pouvoir classer les entreprises. En l'absence de problèmes concrets et documentés liés à la destruction de la biodiversité par l'entreprise en question, elle n'est pas capable de pénaliser cette entreprise pour l'impact néfaste de ses pratiques. Même une entreprise comme Monsanto, pourtant très controversée justement à cause de ses activités de modification génétique, n'est pas facile de pénaliser en l'absence d'une controverse récente.

Les semenciers. Les semenciers qui pour moi, tu sais d'un point de vue personnel sont genre les plus gros destructeurs de la biodiversité sur terre, t'expliquent qu'eux, ils augmentent leur catalogue chaque année et donc ils augmentent la biodiversité. Et toi t'es là, ah. Mais qu'est-ce que tu veux répondre en fait, parce que en fait, oui c'est vrai, parce qu'à l'état, vu l'état actuel, tu sais genre légal pour la biodiversité, ben le fait d'augmenter les semences ça augmente effectivement... (analyste ESG sell-side)

Les analystes se trouvent devant un dilemme : d'une part ils ne peuvent pas simplement laisser cette thématique importante de côté, de l'autre ils ne peuvent pas la traduire dans le même langage que la plupart de leurs autres indicateurs.

Nous, on ne peut pas dire qu'on fait de l'ESG sans avoir une question dessus, mais [...] elle est là juste pour dire qu'on en a parlé. Je suis incapable d'émettre une opinion sur le sujet. [...] Donc autant [...] sur à peu près tous les autres sujets j'ai des indicateurs qui me paraissent pertinents, autant la biodiversité c'est le truc sur lequel on sèche, et qu'on n'arrive pas à aborder. (analyste ESG)

Confrontés à ce problème, les analystes peuvent alors réagir de deux manières différentes.

*Une évaluation purement formelle ou la suppression pure et simple*

La première façon de prendre en compte la biodiversité sans véritablement pouvoir la mesurer est de l'évaluer de façon purement formelle. Les analystes peuvent évaluer l'existence, au sein de l'entreprise, de politiques ou d'engagements pris pour sa protection. La gestion de la biodiversité est alors évaluée d'un point de vue politique et non technique, en regardant les moyens mis en œuvre mais sans pouvoir en mesurer l'efficacité.

Sur la biodiversité, est-ce que l'entreprise a mis en place un engagement, une politique interne forte ? Est-ce que cet engagement est pertinent par rapport aux enjeux auxquels l'entreprise est confrontée ? Est-ce que cette politique interne est portée à haut niveau ? [Donc] ça va être analysé sur un aspect vraiment, enfin, assez politique. (chargée des affaires institutionnelles, agence de notation ESG)

Pour les analystes, c'est une manière assez insatisfaisante d'évaluer les impacts d'une entreprise, car ils ne sont pas en mesure d'évaluer l'efficacité des engagements communiqués et son impact à long terme sur l'équilibre des écosystèmes.

MW: Et donc là vous n'avez pas de critères sur la biodiversité dans votre référentiel.

— Si, on a, est-ce qu'il existe un engagement pour la protection de la biodiversité. Mais en fait, même ce serait une entreprise d'énergie, elle va dire ouais moi je protège la biodiversité, j'ai compensé là, etc. Ils vont me dire ouais, moi je fais des ascenseurs à poissons dans mon barrage, nanana. Super, je veux dire, l'impact, il est minime, tu vois. Et finalement quand tu regardes en controverses après, tu t'aperçois qu'en fait, t'as des populations locales qui se plaignent de la qualité de l'eau, parce que l'eau stagnante, elle fait développer des espèces, des bactéries, des poissons, de vie aquatique, qui ne sont pas les mêmes, et en plus tu perturbes les passages pour la reproduction.

Les analystes se heurtent à la difficulté d'évaluer la pertinence et l'efficacité sur le long terme des mesures de compensation communiquées, dont ils ont, plus que pour des mesures dans le domaine social ou pour des mesures de réduction des émissions de carbone, beaucoup de mal à prédire les effets à plus long terme. Afin de produire des analyses qui permettent la comparaison entre entreprises, il est donc difficile d'aller plus loin que le constat d'une communication sur des mesures de protection ou de compensation prises. De toute manière, si l'objectif de l'investisseur est de minimiser les risques financiers, la communication de mesures suffisent largement pour limiter le risque de réputation.

D'autres analystes, constatant qu'il s'agit là d'une thématique trop complexe pour être évaluée par un indicateur synthétique qui permette la comparaison au niveau d'un portefeuille de titres, sont obligés de l'écarter de leur référentiel.

S'il y avait un indicateur qui nous paraissait particulièrement pertinent mais on savait qu'on avait une incapacité totale à le mesurer correctement, on ne va pas l'intégrer à [nom du référentiel d'analyse]. On se pose beaucoup de questions sur la biodiversité en ce moment. On n'est pas capable d'avoir un indicateur synthétique au niveau du portefeuille donc c'est pas devenu un indicateur du [nom du référentiel d'analyse]. (analyste ESG buy-side)

\*\*

Le déclin de la biodiversité est un de ces enjeux globaux majeurs dont la gestion à une échelle locale est difficile à décliner dans des méthodologies d'évaluation de performance. Cela place les analystes dans la situation délicate où ils ne peuvent pas se permettre de ne pas en parler, mais ils n'ont pas non plus les moyens de « correctement » le mesurer. Le pragmatisme méthodologique les conduit donc soit à inclure l'indicateur dans leurs référentiels mais de manière purement formelle, soit à l'en écarter. La performance ESG telle qu'elle est mesurée par les analystes pour le compte de gérants d'actifs ou d'investisseurs n'inclue donc pas, ou uniquement de manière superficielle et sans lien avec les impacts concrets, les conséquences des activités des entreprises sur la biodiversité.

Ce thème a été consacré aux les causes et conséquences du manque, de la faible qualité ou de la complexité des informations extra-financières en lien avec la façon dont les analystes produisent la performance ESG. Disposant de moyens limités pour effectuer leurs recherches, les analystes doivent se contenter de se baser sur ce que l'entreprise communique. Il n'est donc pas utile de créer des indicateurs pour des thématiques sur lesquelles l'entreprise ne communique pas ou pas de manière suffisamment détaillée. Ce pragmatisme méthodologique s'exprime non seulement à l'égard de ce que les entreprises communiquent mais aussi par rapport à ce dont les investisseurs ont besoin : comme ces utilisateurs finaux des analyses ont besoin d'informations relatives, les analystes conçoivent des méthodologiques qui permettent de créer de la discrimination entre entreprises. Les indicateurs pour lesquels toutes les entreprises ne communiquent pas l'information ou les indicateurs « saturés » sont donc mis à l'écart ou reformulés. Pour les thématiques jugées importantes mais difficilement mesurables au niveau d'une organisation, comme l'impact sur la biodiversité, les analystes n'ont pas d'autre

choix que de « sécher » : soit ils les mesurent uniquement d'un point de vue des engagements pris, soit elles sont exclues des référentiels d'analyse et par conséquent de la performance ESG produite.

### 3.2. S'adapter aux modèles existants

En l'absence de méthodologies standardisées et face à la complexité de la matière à évaluer, les analystes doivent bricoler pour trouver des outils adéquats. La mainstreamisation de l'ESG et le discours autour de la matérialité a renforcé l'idée selon laquelle on peut « intégrer » les thématiques extra-financières dans des analyses financières classiques. Il est donc logique que dans leur recherche d'outils, les analystes s'inspirent des outils de l'analyse financière. Mon enquête montre en effet qu'ils *prennent des outils existants* (3.2.1.), même quand ceux-ci ne sont pas adaptés aux caractéristiques des informations ESG. Quand ils doivent concevoir une méthodologie nouvelle, ils *s'inspirent des méthodologies des autres* (3.2.2.), surtout lorsque ce sont des méthodologies développées par des acteurs de marché dominants. Enfin, pour s'aligner avec le langage méthodologique introduit par ces acteurs et déjà accepté par un nombre important d'investisseurs et de gérants, ils *utilisent des échelles du marché* (3.2.3.).

#### 3.2.1. Prendre des outils existants

Afin d'intégrer des thématiques ESG dans l'analyse financière pour produire des analyses intégrées, les analystes *prennent des outils existants*, même quand ceux-ci n'y sont pas adaptés.

#### *L'intégration de l'ESG dans les outils de valorisation des titres*

Sous-jacente au consensus sur la matérialité de l'ESG (voir 1.1.1. *La création d'un consensus autour de la matérialité de l'ESG*) est l'idée qu'une entreprise qui maîtrise bien ses impacts sociaux et environnementaux sera moins sujette aux risques financiers. Suivant cette logique, la performance ESG d'une entreprise devrait être une composante importante de l'évaluation de ses risques, et par conséquent être prise en compte dans sa valorisation boursière. Certains analystes, notamment ceux qui s'occupent à la fois de l'analyse financière et de l'analyse ESG, vont jusqu'à l'intégration de la note ESG d'une entreprise dans le calcul de son bêta, l'outil de



mesure de la volatilité du prix d'un actif financier par rapport à son marché, souvent utilisé dans des calculs de risque<sup>100</sup>.

Donc on a cette note fondamentale extra-financière qui est ici et qui impacte en fait, donc en fonction du grade qu'elle obtient, qui impacte le bêta de l'entreprise. Donc ici, l'entreprise a une très bonne qualité de manière fondamentale, même si son bêta, disons, normatif est de 1,15, en fonction de pas mal de paramètres notamment sectoriels etc., et bah on trouve que le risque est réduit parce qu'elle a une bonne qualité fondamentale. Et du coup, notre bêta se retrouve ajusté, il est là et c'est ce bêta-là, ajusté, le bêta final qui intervient dans les calculs [...] de valorisation de l'entreprise. Et [...] on ne voit pas l'avant/après note fondamentale parce que c'est vraiment intégré. (analyste-gérante intégrée)

L'analyse ESG est donc résumée dans une note qui va « impacter » l'outil d'évaluation des risques, qui est ajusté en fonction. Les outils eux-mêmes ne sont pas ajustés ; il s'agit simplement d'intégrer les thématiques extra-financières dans les modèles existants, au même titre que les autres critères de l'analyse financière.

Et donc dans ces notes fondamentales, il y avait le management, la [...] visibilité, l'objectif de croissance, innovation, SWOT, les concurrents, les barrières à l'entrée etc. Et il y avait un sous-critère, donc ici dans les critères dont je te parle qui n'existent plus, responsabilité. Et ça, quand on ouvrait responsabilité, on avait un modèle ESG, enfin classique quoi, on regardait les différents critères, environnementaux sociaux et de gouvernance, qu'on analysait nous-même. (*ibidem*).

Intégrer la responsabilité d'une entreprise dans le calcul de son bêta est ignorer que les thématiques environnementales, sociales et de gouvernance sont régies par des temporalités plus longues que les critères financiers comme l'objectif de croissance, l'innovation ou la visibilité. Ce n'est pas parce qu'une entreprise s'occupe bien de ses employés qu'elle aura moins de risques sur ces thématiques financières sur le court terme. Comme disait un analyste ESG en charge du développement d'une méthodologie intégrée de notation crédit : « l'égalité homme-femme en entreprise, ou le taux d'employés en situation d'handicap, à court terme, enfin, à notre sens, à mon sens, c'est pas quelque chose qui va empêcher une boîte de rembourser ses obligations ».

---

<sup>100</sup> Le bêta mesure la variabilité du prix d'un actif par rapport à son marché (représenté par un indice boursier, par exemple). Si le bêta d'un titre est de 0,7, son prix a haussé ou baissé de 0,7 % dans la période précédente quand le marché variait de 1 %. Cela veut dire que son risque est réduit par rapport à son marché et que cet actif peut être utilisé pour diminuer la variabilité générale d'un portefeuille.

Même sans prendre en compte ce décalage temporel entre critères financiers et ESG, il peut être dangereux de considérer que le risque financier d'une entreprise est réduit parce qu'elle a une bonne qualité fondamentale, qualité qui est évaluée en prenant en compte sa performance ESG. Car cette performance se compose de qualités disparates qui ne se moyennent pas. Essayer de les traiter comme des ordres de grandeur homogènes qu'on peut agréger, en les résumant dans une note fondamentale, peut être dangereux lorsqu'il s'agit là de moyenner des risques financiers et extra-financiers.

Quand t'as un risque là, un risque là, un risque social ici, un risque environnemental là, un risque de gouvernance là, tu ne peux pas moyenner, ils se cumulent. Ils se, vraiment, ils font s'additionner. Tu ne peux pas faire de pondération géométrique etc., non. Ça se cumule, ce sont des additions simples. Tu cumules les risques. Donc en fait, cette analyse, elle est dangereuse. (pionnier2)

#### *Une Value-at-Risk climatique*

Le changement climatique est sans doute la thématique ESG qui a le plus attiré l'attention des investisseurs, surtout depuis la prise de conscience des risques financiers qui y sont associés par les régulateurs et banques centrales. De plus en plus, on demande aux analystes financiers classiques de considérer cette nouvelle source de risque au même titre que les autres risques traditionnellement pris en compte dans l'analyse financière, comme le risque de liquidité (le risque qu'il sera impossible d'acheter ou vendre un actif en raison de l'inexistence ou l'étroitesse d'un marché pour cet actif), le risque de marché (le risque de perte résultant des fluctuations de prix des instruments financiers sur le marché) ou le risque de change (le risque de perte lié aux variations des cours des monnaies entre elles). Pour l'analyse de ces risques, les analystes financiers ont recours à des mathématiques probabilistes : la création de séries statistiques sur l'occurrence d'événements passés pour en déduire la probabilité de réalisation du risque dans le futur. La quantification de cette probabilité (ajoutée à d'autres paramètres, comme la gravité du risque si celui-ci se réalise) constitue alors la base du calcul qui précède la valorisation de l'actif sur le marché. Plus le risque est élevé, plus le prix sera bas et le gain futur attendu élevé. Or, la difficulté avec les risques extra-financiers, comme le risque climatique, est qu'on ne dispose pas de statistiques passées qui pourraient constituer la base d'un calcul des probabilités. Le changement climatique est un phénomène sur lequel on a peu de recul. L'ampleur des conséquences financières qui y sont associées ne suivront sûrement pas de courbe en cloche, alors que les autres risques de l'analyse financière sont calculés sur

l'hypothèse d'une distribution normale<sup>101</sup>. Mais le changement climatique est un processus lent mais progressif et irréversible ; il ne donne pas lieu à des événements aléatoires et indépendants, mais à des phénomènes extrêmes de plus en plus récurrents, qui sont interdépendants et liés entre eux de manière imprévisible, par exemple via des points de bascule. Les outils développés pour calculer l'impact financier d'un choc réversible, comme la *value at risk*<sup>102</sup>, semblent donc peu adaptés à l'évaluation de l'impact financier du changement climatique. Or, en attendant que des modèles plus adaptés soient développés, il est parfois plus facile de prendre des outils existants que d'admettre qu'on est ici face à une incertitude difficilement quantifiable.

Les gens adorent les chiffres, et ils ont besoin d'objectivité. Et ils ont besoin de se raccrocher dans la réalité financière. Donc la *value at risk*, c'est une technique financière assez connue, bien maîtrisée. Mais le principe de la *value at risk*, c'est en fait un outil, que se passe-t-il en cas de catastrophe ? Donc [...] on dit, si demain, une banque centrale modifie sa politique monétaire, par exemple, augmente les taux d'intérêt de 1 %, voilà quel est l'impact de ce choc. Donc l'idée c'est, vous créez un choc, et après, vous dites, bah, le choc va avoir des conséquences, d'autres paramètres vont bouger, quel est le cas maximum avant de revenir au point de départ ? Ce qui est intéressant ici, ce que [...] avec le climat, c'est pas une logique de choc, c'est une logique de grenouille qui a trop chaud. Et les gens croient que, le changement climatique, tac, et on revient au début. Ça ne va pas du tout se passer comme ça. Mais en attendant, l'outil existe. Et les gens disent, ah, voilà un outil qui existe, on intègre 2-3 paramètres environnementaux, tac, tac, et pour moi ça ne se passera pas comme ça. Mais en ce moment, ça marche super bien. Vous arrivez avec une méthodologie là-dessus, un discours là-dessus, tout le monde vous dit, c'est génial, vous avez tout compris, c'est super. (pionnier4)

\*\*

Pour intégrer des thématiques non-financières dans l'analyse financière, les analystes utilisent des outils qui existent : ils intègrent une évaluation de la performance ESG dans le calcul d'indicateurs financiers classiques utilisés pour mesurer la volatilité d'un titre par rapport à son marché ou cherchent à modéliser les conséquences du changement climatique avec des outils probabilistes. Le recours à des « outils qui existent » peut s'expliquer par le besoin de rassurer avec des modèles reconnus ou simplement par l'absence d'outils mieux adaptés. Mais le

---

<sup>101</sup> En théorie des probabilités, les lois normales, ou lois en cloche, sont utilisées pour modéliser les phénomènes naturels issus de plusieurs événements aléatoires. Elles décrivent le comportement d'une suite d'expériences aléatoires indépendantes entre elles lorsque leur nombre est très élevé.

<sup>102</sup> La *value at risk* est un outil pour calculer le montant des pertes associé à un choc quelconque (monétaire, économique, financier, réglementaire) associé à une probabilité donnée sur un horizon de temps donné.

problème en est évident : en donnant l'illusion de maîtrise, l'usage d'outils existants peut donner des résultats inadéquats et de surcroît freiner l'innovation méthodologique. Or, il est parfois moins risqué, d'un point de vue de la réputation, d'avoir recours aux outils existants que d'alerter sur leur inadéquation pour proposer quelque chose de nouveau. C'est ce qui peut également expliquer pourquoi les analystes, dans la conception de leurs méthodologies intégrées, s'inspirent fortement des méthodologies des autres. C'est ce qui sera détaillé dans la section suivante.

### 3.2.2. *S'inspirer des méthodologies des autres*

Au cours de mon enquête de terrain, j'ai rencontré deux analystes à qui on avait donné la responsabilité de développer une méthodologie d'analyse intégrée. Les deux travaillaient pour des structures ou départements relativement petits et étaient plus ou moins isolés ; plutôt que d'embaucher une équipe d'analystes ESG à côté de l'équipe existante d'analystes financiers, leurs structures avaient préféré faire venir une personne qui s'occuperait de développer une méthodologie intégrée destinée à être adoptée par les analystes financiers. Afin d'aller vite et de trouver une source de légitimation externe, ces analystes cherchent à *s'inspirer des méthodologies des autres*.

Les deux analystes interrogés avaient pour mission de développer des méthodologies d'analyse intégrée du risque de crédit, ce qui veut dire qu'il s'agissait d'identifier des critères extra-financiers susceptibles d'impacter la capacité d'une entreprise à rembourser ses obligations. L'un d'entre eux pouvait s'inspirer de la méthodologie d'analyse d'une agence de notation ESG dont il était issu et avec laquelle sa structure avait conclu un partenariat. L'autre devait piocher ses sources d'inspiration un peu partout. Pour les deux, l'enjeu était d'identifier des critères existants développés pour l'analyse des actions (*equity*) et les adapter aux particularités des obligations, c'est-à-dire sélectionner des critères susceptibles de refléter des risques de défaut.

Et c'est pour ça que rapidement, je me suis mis sur la perspective des risques ESG plutôt que sur les opportunités, d'abord parce que là on est sur le marché obligataire et non pas equity, donc l'enjeu premier est d'abord d'éviter des événements de crédit, des faillites etc. [...] Et donc le boulot après ça c'était de créer une grille ESG qui soit adaptée au crédit et en particulier pour que ces entreprises qui sont très endettées, donc l'idée était d'adapter toute la grille d'analyse ESG existante au crédit, parce que la plupart en fait, l'ESG qui existe depuis 15-20 ans maintenant, est adaptée essentiellement à l'analyse actions. Et donc il y a eu gros boulot de benchmarking du maximum que j'ai pu faire qui

existe en termes de grille d'analyse, j'ai pris des politiques de vote des asset managers, j'ai pris autant que possible les critères de providers spécialisés notamment les Proxinvest et autre, aussi des consensus de place, comme le code AF-MEDEF évidemment, le code AFG, le code Middlenext, comparés aussi à des codes de place étrangers, notamment britanniques et allemands. (analyste ESG sell-side crédit)

J'ai pu mener deux entretiens à plusieurs mois d'écart avec chacun de ces deux analystes. Pour moi, c'était une chance de pouvoir suivre cette production méthodologique en temps réel. Pour eux, je soupçonne que la volonté de contribuer à une thèse universitaire n'était pas la seule motivation de répondre favorablement à mes demandes de contact. Ayant expliqué l'objectif de ma thèse, j'ai dû surtout leur paraître une source d'informations intéressantes sur les méthodologies des autres.

—Du coup j'avais une question par rapport à ce que vous me disiez tout à l'heure sur S&P qui avait pu faire pas mal de back-testing sur ses données. Ehm, enfin, déjà j'imagine qu'ils sont beaucoup à travailler là-dessus ?

MW : Ah, je n'ai pas pu discuter encore, j'aimerais bien le faire, avec S&P, donc les infos que j'ai sont les infos que j'ai trouvées sur leur site que vous pourriez regarder vous-même.

—Ah, d'accord. Non, mais je pense que j'ai déjà vu. Et vous avez parlé à d'autres boîtes qui intègrent l'ESG dans le crédit ou dans l'equity ? (analyste ESG sell-side crédit)

*Une incitation à aller vite pour ne pas « rater le mouvement »*

Pour ces analystes, le défi est de taille : ils doivent développer, en partant plus ou moins de rien, ou du moins sans avoir d'exemples adaptés à la notation crédit, une méthodologie intégrant des enjeux nouveaux dont les caractéristiques, on l'a vu dans la section précédente, se marient mal avec les méthodes et outils classiques. En plus, ils doivent le faire dans un temps resserré, pour éviter de « rater le mouvement ».

Mais ça a du sens pour nous, et aussi, le fait est qu'il y a une tendance de fond chez les investisseurs, les autres agences de notation, Standards & Poor's par exemple, en janvier, qui publiaient sur le fait qu'ils avaient intégré dans leur nouvelle méthodologie des critères environnementaux, sociaux, de gouvernance. Ehm, les investisseurs sont de plus en plus demandeurs de cela aussi parce que même si c'est dur à prendre en compte, le fait est que ça a un impact sur la performance financière à un moment. Et donc, il y a quand-même un mouvement de fond qu'on ne peut pas se permettre de rater nous, de notre positionnement. (analyste financier crédit)

Ce « mouvement de fond » force les analystes à aller vite sur la production méthodologique pour rapidement pouvoir répondre aux demandes des clients. En 1.1.3., j'ai décrit que dans le domaine de la notation extra-financière, la concurrence entre agences se fait désormais sur la quantité d'entreprises évaluées plutôt que sur la qualité des méthodologies (voir 1.1.3. *Industrialisation de l'analyse ESG après l'arrivée d'acteurs anglo-saxons*). Dans le domaine du crédit, le focus sur la couverture plutôt que sur la profondeur des méthodologies est logique, car cela ne sert à rien d'avoir que quelques entreprises notées s'il s'agit d'évaluer le risque de défaut au niveau d'un portefeuille. La pression d'aller vite sur le développement méthodologique peut donc se comprendre. Elle incite les analystes rencontrés à s'inspirer de sources diverses, dont notamment les publications diffusées par quelques acteurs majeurs.

#### *Une incitation à copier les méthodologies d'acteurs réputés*

Dans le champ de la notation crédit, la nature du « mouvement » d'intégration ESG semble surtout être déterminée par des acteurs réputés du domaine.

De toute façon, le mouvement, il va venir des acteurs majeurs du marché. Donc les gros fonds et Moody's et S&P's, je pense aussi. Si Moody's et S&P's qui sont les deux agences de notation avec 90 % des parts de marché mondiales, je dis 90 %, je n'ai pas les chiffres exacts en tête mais c'est dans cet ordre de grandeur, qui vont sortir des méthodologies où les critères ESG sont intégralement pris en compte dans leur échelle de notation, je pense que ça, ça marquerait un précédent fort et ça enverrait une direction sur le marché et dans ce cas-là, peut-être que la note crédit par exemple, on est noté BB, ça intégrera déjà des critères ESG. Mais peut-être que ce ne sera pas ça, peut-être que ce sera encore la note BB, BBB financière avec une note ESG qui sera adossée à cette note. Ça, j'ai aucune idée de comment le marché sera. (analyste financier crédit)

Cet analyste ne sait pas si ces notations intégreront les critères ESG en amont ou en aval de la publication de la note financière, il n'a « aucune idée de comment le marché sera » car « de toute façon, le mouvement va venir des acteurs majeurs de marché. » Ces acteurs, les grands fonds d'investissement mais surtout les grandes agences de notation crédit, ont donc une influence extrêmement forte sur les façons dont les dimensions environnementale, sociale et de gouvernance seront prises en compte dans les notations. Il est donc logique que les méthodologies de ces agences réputées figurent parmi les premières sources consultées par les analystes à qui on demande de développer une méthodologie intégrée : « Pour proposer une méthodologie à [nom du directeur de la recherche], j'ai commencé par regarder, essayer de voir comment procédait S&P, Moody's, Fitch ». Les analystes ne cherchent donc pas à se

différencier méthodologiquement de leurs concurrents, mais tentent au contraire de les copier. L'enjeu est de ne pas trop s'écarter des méthodologies des autres.

—Bah écoutez, je ne sais pas, la dernière fois, vous m'aviez dit que vous aviez contacté des personnes dans d'autres agences de notation ?

MW : Oui.

—Est-ce que vous avez eu des infos pertinentes, est-ce que vous avez vu des gros points de divergence par rapport à ce que moi, je fais ?

Paradoxalement, dans le domaine de la notation crédit, la pression concurrentielle autour de la prise en compte de l'ESG semble donc déboucher sur une convergence des méthodologies plutôt que sur une différenciation. Contrairement aux méthodologies d'analyse extra-financière développées par les premières agences de notation européenne (voir 1.1.3. *Industrialisation de l'analyse ESG après l'arrivée d'acteurs anglo-saxons*), les dynamiques de marché n'incitent pas à l'innovation méthodologique mais au contraire au mimétisme au profit des acteurs puissants. C'est compréhensible, car à la suite de la mainstreamisation de l'ESG, l'enjeu n'est pas d'attirer un petit nombre d'investisseurs intéressés par l'ISR avec des affinités diverses, comme c'était le cas pour les premières agences d'analyse extra-financière européenne, mais plutôt d'intégrer rapidement des facteurs ESG dans l'évaluation du risque de défaut. Comme ces facteurs, au du moins ceux qui sont identifiables en amont, sont généralement les mêmes à l'intérieur de chaque secteur, l'objectif n'est pas de se différencier sur le plan méthodologique ; il s'agit plutôt de connaître les critères identifiés par d'autres afin de les reprendre, surtout lorsqu'ils ont été identifiés par des acteurs réputés. La rapidité et la crédibilité sont ainsi plus importantes que la profondeur méthodologique : comment exactement ces facteurs sont intégrés importe moins que de pouvoir afficher qu'on les intègre, car l'enjeu est de suivre les tendances du marché et « ne pas rater le mouvement<sup>103</sup> ».

\*\*

Les analystes produisent la performance ESG en s'inspirant des méthodologies des autres, surtout des grandes agences de notation réputées. Ils sont sous pression d'aller vite dans le développement méthodologique, car l'enjeu est de répondre rapidement à cette nouvelle

---

<sup>103</sup> Cela ne veut pas dire que les analystes rencontrés n'effectuent pas un travail sérieux d'identification et de tri de critères, au contraire. Pour prouver la validité des critères retenus, ils doivent « faire un travail de fou » (analyste ESG sell-side) pour démontrer leur lien avec la matérialité financière, voir 2.3.2. *Chercher des corrélations pour « creuser les arguments ».*

demande du marché. C'est pourquoi ils cherchent à ne pas trop s'écarter de ce que les autres font ; ils privilégient le mimétisme méthodologique à l'innovation qui semble moins adaptée à l'évaluation du risque de défaut. On retrouve le même mécanisme dans la prochaine section, qui décrit comment les analystes, pour s'aligner avec ce qui est utilisé par d'autres acteurs, privilégient l'usage des échelles du marché.

### 3.2.3. *Utiliser des échelles du marché*

Les premiers à avoir pénétré dans un champ donné sont souvent avantagés par rapport à ceux qui suivent. Cet « avantage du précurseur » semble encore plus présent dans le marché de l'évaluation (extra-)financière, où les effets mimétiques sont très présents. Ce sont les acteurs pionniers qui développent le langage méthodologique qui marquera le marché. Si le choix des indicateurs et de leurs pondérations peut varier d'un acteur à un autre, l'échelle de notation fait partie de ces éléments méthodologiques les plus susceptibles de rapidement s'homogénéiser au sein d'un marché. A l'image des échelles utilisées pour communiquer la performance énergétique d'appareils d'électroménager, une fois qu'une échelle a atteint une certaine notoriété, il est difficile et contreproductif d'en proposer une autre ; les analystes ont donc tendance à *utiliser des échelles du marché*.

En fait on a une note sur 100 sur la politique de développement durable, on a un niveau de gravité de controverse, de 0 à 5, on s'est calés sur [la grande agence de notation extra-financière américaine] Sustain parce que c'est le leader, et parce que dans la politique d'investissement de nos clients, parfois ils ont mis, quand Sustain était le seul, [...] ils ont mis, [...] nous, on exclue toutes les controverses du niveau 5. Donc si on veut se vendre... Et puis en fait finalement ça fait du sens pour nous parce que même nous, on a appris à travailler avec cette échelle-là, bah du coup on capte bien aussi ces trucs-là. (analyste ESG)

*Les « indicateurs de très long terme » sacrifiés pour s'aligner avec le marché*

Or, les échelles de notation ne sont pas neutres et peuvent avoir un véritable impact sur la façon dont la performance est mesurée et donc produite. Pour s'en rendre compte, il est intéressant d'étudier le cas de Beyond Ratings, la première agence de notation crédit qui intègre « systématiquement » le risque climatique dans ses notations (avant qu'elle se fasse racheter par London Stock Exchange pour en faire un fournisseur d'indices, voir 1.1.2 *Restructurations de marché*). Le risque climatique, comme décrit en 3.2.1. *Prendre des outils existants*, est difficilement quantifiable et mesurable avec les modèles classiques de l'analyse financière. Avant d'être rachetée, Beyond Ratings avait donc commencé à développer des modèles



climatiques spécifiques permettant de calculer les impacts économiques de différents scénarios climatiques, dont les scénarios les plus catastrophiques, sur différents pays, l'idée étant de les classer en fonction de leur vulnérabilité et de leur capacité d'adaptation. Or, étant donné que ces scénarios ne se réalisent pas avant 20 ou 30 ans<sup>104</sup>, il n'était pas possible d'utiliser les échelles de marché existantes, puisque l'horizon traditionnel des obligations est de cinq ans. Beyond Ratings avait donc commencé à travailler sur des « indicateurs de très long terme. » Or, pour des raisons de conformisme au marché, ces indicateurs n'étaient pas intégrés dans les analyses de crédit classiques, même pour les obligations émises à des horizons plus lointains.

Et puis, quand-même, on se dit, surtout dans le monde du souverain par exemple, il y a des obligations qui sont émises avec des maturités de 30 ans, assez régulièrement, il y a même certaines obligations qui vont jusqu'à 50 ans ou 100 ans, donc il faut pouvoir se préoccuper de ces aspects-là. Alors c'est pas dans l'indicateur classique du rating, parce que là on utilise le langage du marché, de la même manière qu'on utilise l'échelle de notation comparable avec celle du marché pour utiliser le même langage, pour qu'on parle tous la même langue. (directeur commercial, Beyond Ratings)

Il s'avère donc difficile de changer le langage du marché et de proposer d'autres échelles. Même lorsqu'on se donne pour mission de réaliser des notations crédit qui intègrent les aspects ESG et qu'on évalue des obligations émises à des échelles de temps qui justifieraient la prise en compte de risques climatiques. Malheureusement, Beyond Ratings n'a pas pu opérer suffisamment longtemps comme agence de notation crédit intégrée pour imposer une nouvelle échelle de notation plus à même de rendre compte des impacts climatiques sur la solvabilité des États sur le long terme. Au moment de son rachat par la London Stock Exchange, elle était encore dans le processus de développement méthodologique de ces indicateurs de très long terme. La conformité au marché a donc empêché la production d'une performance ESG qui intègre une vision à long terme des risques climatiques. Peut-être que si Beyond Ratings aurait eu le temps de profiter de sa position de précurseur sur le marché de la notation crédit intégrée pour proposer des ratings qui se basent sur une autre échelle, elle aurait pu laisser un héritage susceptible d'inspirer d'autres acteurs du marché.

---

<sup>104</sup> C'était en tout cas la croyance généralement partagée avant la sortie du dernier rapport du GIEC, le 9 août 2021, selon lequel les effets dévastateurs du scénario tendanciel d'un réchauffement de quatre degrés d'ici à la fin de siècle se manifesteront bien plus tôt. IPCC (2021). « Climate change 2021. The physical science basis. Sixth assessment report of the Intergovernmental Panel on Climate Change »: [https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg1/downloads/report/IPCC\\_AR6\\_WGI\\_Full\\_Report.pdf](https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg1/downloads/report/IPCC_AR6_WGI_Full_Report.pdf)

\*\*

Pour s'aligner avec le langage utilisé par leurs clients et concurrents, les analystes prennent des échelles du marché. Or, ces échelles sont souvent issues de l'analyse financière et parfois incapables de refléter les caractéristiques propres aux thématiques extra-financières, dont les temporalités ne correspondent pas aux temporalités financières.

Ce thème a décrit comment les analystes, dans leurs productions méthodologiques pour mesurer l'impact ou les risques ESG, ont tendance à s'adapter aux modèles existants. Pour intégrer des thématiques dont la temporalité est différente des sujets financiers classiques, ils prennent des outils de l'analyse financière, même quand ceux-ci y semblent peu adaptés. Pour développer des méthodologies d'analyse nouvelles, ils s'inspirent des méthodologies des autres, pour pouvoir aller vite et ne pas « rater le mouvement ». Pour s'aligner avec le langage du marché, ils se calent sur les échelles proposées par les premiers arrivés ou sur des échelles traditionnellement utilisées dans l'analyse financière pour la classe d'actif en question. Ces échelles, une fois adoptées par un nombre suffisamment important d'acteurs, deviennent incontournables pour les analystes qui doivent s'y adapter, même si d'autres échelles auraient été plus adéquates pour mesurer des thématiques extra-financières.

### 3.3. S'adapter aux attentes des acteurs financiers

Les deux thèmes précédents étaient consacrés à comment les analystes produisent la performance ESG en s'adaptant au champ organisationnel et au discours autour de la matérialité. Premièrement, la non-maturité de ce champ en production se répercute au niveau des informations disponibles : leur caractère incomplet et leur faible qualité jumelés à l'injonction à produire des analyses comparables force les analystes à *faire preuve de pragmatisme méthodologique* (3.1.1.). La complexité de certains enjeux qui s'avèrent difficilement mesurables au niveau d'une entreprise ou peu comparables au niveau d'un portefeuille les pousse à « sécher », par exemple sur *la biodiversité* (3.1.2.). Deuxièmement, le discours autour de la matérialité a fait naître l'idée selon laquelle les thématiques environnementales, sociales et de gouvernance peuvent et doivent désormais faire partie intégrante d'une analyse financière. Or, en l'absence de modèles spécifiques pour l'ESG, les analystes s'adaptent aux modèles existants de l'analyse financière. Ils *prennent des outils existants* (3.2.1.), même quand ceux-ci ne sont pas adaptés aux caractéristiques des enjeux non-

financiers. Pour aller vite et « ne pas rater le mouvement », ils *s'inspirent des méthodologies des autres* (3.2.2.), surtout celles qui ont été développées par les acteurs puissants de l'analyse financière. Ils utilisent des échelles de marché (3.2.3.), même quand d'autres échelles auraient été plus adaptées.

Ce troisième thème continue la description des adaptations des analystes aux injonctions qui émanent du champ et du discours. Grâce à la maintreamisation de l'ESG et au discours autour de sa matérialité, les thématiques extra-financières ont été découvertes par un très grand nombre d'acteurs financiers. Ces acteurs, qui sont habitués à se voir présenter les analyses sur lesquelles ils basent leurs décisions d'investissement dans une certaine forme, projettent les attentes qu'ils ont de l'analyse financière classique sur l'analyse ESG. Les analystes s'adaptent donc à ces attentes quand ils produisent leurs analyses : ils s'efforcent à les produire dans des formes *agrégées et comparables, monétisées, voire prédictives* (3.3.1.), ils se débrouillent pour *s'adapter aux stratégies d'investissement* (3.3.2.) et *créent des méthodologies d'analyse simples à appliquer et à comprendre* (3.3.3.).

### 3.3.1. *Produire des analyses agrégées et comparables, monétisées, prédictives*

Nous avons déjà vu, dans une section précédente (3.1.1 *Faire preuve de pragmatisme méthodologique*) que les analystes doivent concevoir leurs méthodologies d'analyse de telle manière à pouvoir produire des analyses comparables. Le monde de la finance est un monde du relatif, il n'est donc pas utile de proposer des analyses de la performance des entreprises en termes absolus. L'investisseur doit pouvoir discriminer entre les bons et les moins bons afin de motiver ses choix d'investissement. Or, comme je le décrirai dans cette section, la comparabilité n'est pas la seule demande des clients sur les caractéristiques des informations qui leur sont proposées. Les financiers (investisseurs et gérants d'actifs) constituent un public avec des besoins particuliers sur la forme de ces informations : celles-ci doivent être *agrégées et comparables, monétisées* et de préférence *prédictives*.

#### *Produire des analyses agrégées et comparables*

Quand Carbone 4, société de conseil spécialisée dans la comptabilité carbone, s'est lancée dans la production d'analyses à destination de gérants d'actifs et d'investisseurs, elle a d'abord dû s'associer à la société de gestion Mirova. Malgré son expertise en comptabilité carbone pour l'ensemble des secteurs, Carbone 4 avait besoin de ce partenariat pour bien comprendre les

besoins particuliers de cette nouvelle catégorie d'utilisateurs, qui étaient très différents des besoins des utilisateurs issus d'autres secteurs.

Alors, il faut savoir que quand on a commencé Carbon Impact Analytics chez Carbone 4, on avait déjà dix ans d'expertise pour savoir quel est le carbone dans tous les secteurs, comment compter le carbone dans tous les secteurs, par contre, on savait à peine ce que c'était une action ou une obligation. Voilà, une allocation de portefeuille, enfin tout ça, c'était nouveau pour nous. Donc il y avait un partenariat assez fort avec Mirova pour comprendre comment on pouvait produire de la donnée qui était utile à l'utilisateur final. Donc en ça, il y a eu quand-même un partenariat, beaucoup de brainstorming avec Mirova pour se dire ok, vous, les gérants de portefeuille, c'est quoi leur business au quotidien, qu'est-ce qu'ils font, comment on peut les aider, ok, c'est bien d'avoir une empreinte carbone, ça ne suffit pas, oui, un scoring, c'est bien aussi, ça va les aider plus, oui, mais il faut aussi du qualitatif, enfin... Donc, en gros, pour comprendre comment était organisé ce marché-là, et qui allait utiliser la donnée comment, on a dû pas mal travailler avec Mirova. (Jean-Yves Wilmotte, manager pôle finance, Carbone 4)

Les acteurs financiers, contrairement aux clients industriels avec qui Carbone 4 avait l'habitude de travailler, ne se basent pas uniquement sur des données au niveau de l'entreprise, mais aussi, et surtout, sur des données agrégées, au niveau des portefeuilles de gestion. L'empreinte carbone, pour le secteur financier, correspond à l'agrégation de l'empreinte carbone de toutes ses participations. Les gérants d'actifs ont donc besoin de deux niveaux de données : des analyses de la performance carbone qui permettent la comparaison entre entreprises, et des analyses consolidées, pour pouvoir communiquer sur le bilan carbone du portefeuille d'investissement. Il faut donc pouvoir agréger les bilans carbone par entreprise pour produire un bilan carbone du portefeuille, ce qui a nécessité une « industrialisation de l'analyse de chaque boîte » (analyste climat, directeur du pôle finance, Carbone 4).

Pour pouvoir agréger au niveau des portefeuilles, il faut rendre les analyses comparables. Cette injonction à la comparabilité est particulièrement forte pour les agences de notation extra-financière, qui vendent leurs analyses aux clients externes. Les agences pratiquent des ajustements méthodologiques censés compenser les différences sectorielles, afin que les analyses soient comparables même entre entreprises de secteurs différents. Mais la comparabilité est également liée à la pratique d'analyse, dont il s'agit de réduire la subjectivité afin de limiter le risque d'écart d'interprétation d'un analyste à l'autre.

Bah, la comparabilité c'est... Ouais, c'est clairement un des grands enjeux parce que les clients, c'est ce qu'ils demandent. Il faut qu'au travers des secteurs d'activité, des différentes tailles et tout ça, la note, elle soit comparable, et c'est comme ça qu'est définie la méthode avec ses différents critères qui sont activés pour qu'une entreprise qui soit plus risquée, elle va devoir faire plus d'efforts, alors qu'une autre qui soit moins risquée, une entreprise qui a 45 en informatique peut être au même niveau de risque RSE qu'une entreprise qui a 45 dans la chimie. C'est ça vraiment l'objectif c'est que... ouais. Et après, tout le reste est développé en fonction de ça, pour laisser le moins de subjectivité en guillemets aux analystes. (analyste ESG sell-side)

Les agences comme Vigeo-Eiris ont ainsi mis en place un grand nombre de dispositifs afin de rendre les analyses les plus comparables possible, comme des instructions, des formations et des contrôles. Des instructions détaillées expliquent ainsi comment il faut noter dans chaque situation spécifique. Il n'est bien sûr pas possible de couvrir l'ensemble des cas auxquels un analyste peut être exposé en évaluant une entreprise ; ces cas sont alors discutés entre responsables méthodologiques et la méthodologie est adaptée le cas échéant.

Ce sont les instructions, la formation et les contrôles. Et après, évidemment, en plus de ça, on a des discussions qui sont quotidiennes, des rappels, des formations internes en plus de la formation initiale, dès qu'il y a besoin de faire un point, pour clarifier une guideline... Il peut aussi arriver qu'on ait des guidelines qui ne couvrent pas tous les cas possibles pour une entreprise qui est spécifique, auquel cas on discute en fait entre notamment les research managers de chaque cluster et aussi avec les managers thématiques qui travaillent sur chaque domaine. Après, il y a la direction de la méthodologie, quand c'est un problème qui est transverse et qu'il faut trouver une solution qui est plus générique ou qui va toucher au modèle générique, où là du coup c'est centralisé à la direction de la méthodologie. (responsable pôle Énergie, Vigeo-Eiris)

La rigueur méthodologique est ainsi au centre du discours des agences de notation. L'enjeu est de rassurer les clients sur l'objectivité et la comparabilité des analyses produites. Cela veut également dire que l'analyste n'a que peu de marge de manœuvre dans son interprétation des informations qui lui sont fournies par l'entreprise. Il faut bien sûr qu'il prenne du recul par rapport à ces informations ; mais il est important que cette remise en contexte s'exprime de la même manière chez l'ensemble des analystes. C'est pourquoi, quand j'ai demandé à une manager chez Vigeo-Eiris quelles étaient les premières qualités qu'elle recherchait chez les analystes sous sa responsabilité, elle insistait beaucoup sur la rigueur.

Ouais, une capacité à être concentré, à être rigoureux sur ce qu'on fait parce que c'est vrai qu'en termes de volume d'information à traiter, c'est assez conséquent,

donc c'est pour ça qu'il faut des personnes qui ne soient pas repoussées par l'aspect méticuleux et rigoureux de l'analyse de documents parce qu'il ne faut pas passer à côté de quelque chose et parce que c'est important de bien le faire. (responsable pôle Énergie, Vigeo-Eiris)

### *Produire des analyses monétisées*

Les acteurs financiers sont habitués à travailler avec des informations monétisées. Les risques et opportunités s'expriment ainsi en variations de prix des actifs sur les marchés. Afin de s'adapter au langage financier, certains analystes ESG doivent monétiser les informations extra-financières afin de les intégrer dans des méthodologies d'analyse intégrées.

C'est l'impact de l'indicateur ESG, l'impact de cet indicateur-là peut avoir monétairement parlant, en fait l'idéal ce serait de pouvoir dire, ça, par exemple, tel indicateur-là, social, coûté tant à la boîte, ou peut lui coûter tant. Là ce serait l'idéal. C'est comme vous imaginez, c'est compliqué aujourd'hui, d'une part avec les informations, et d'autre part avec la maturité de l'ESG dans le crédit, de pouvoir faire ça. Mais oui oui, tout à fait, le but c'est de pouvoir mettre des euros sur les indicateurs ESG. (analyste ESG sell-side)

Mais monétiser signifie traduire en flux parfaitement fluides et abstraits, alors que les impacts sociaux et environnementaux ne sont pas parfaitement fluides et abstraits.

Tu ne peux pas tout monétiser parce qu'il y a des sols que tu ne peux pas restaurer, en fait. Et donc, le problème de l'argent, de la valeur monétaire, c'est que ce sont des choses, c'est parfaitement fluide. Si tu exprimes tout en valeur monétaire, tu perds le lien avec le concret, le lien avec le physique, concrètement. (analyste climat sell-side)

Dans le monde de la finance, où tout est exprimé en valeur monétaire, il est facile de perdre le lien avec le physique, et les approximations peuvent être trompeuses. C'est pourquoi certains analystes auraient préféré ne pas monétiser : Carbone 4 a longtemps refusé de monétiser ses analyses du risque climatique<sup>105</sup>. Le risque ne peut pas être comptabilisé de la même manière que l'impact : il n'est pas possible de simplement agréger les risques au niveau d'un

---

<sup>105</sup> Le bilan carbone, le champ d'expertise initial de Carbone 4, comptabilise les émissions de gaz à effet de serre provoquées par l'activité d'une entreprise et est donc une mesure de son impact sur son environnement extérieur. A l'inverse, le risque climatique mesure l'impact du changement climatique sur l'activité d'une entreprise. Généralement, le risque climatique est décliné en trois risques distincts : le risque physique (les dommages causés directement par les changements météorologiques), le risque de transition (l'impact financier des politiques publiques mises en œuvre dans le cadre de la transition bas carbone) et le risque de responsabilité (le risque juridique associé au changement climatique). Carbone 4 propose des analyses du risque physique et du risque de transition.

portefeuille, car les risques s'accumulent, ils ne s'agrègent pas. Ce qui est donc important pour l'investisseur, c'est de pouvoir identifier les secteurs et entreprises dans son portefeuille qui sont les plus exposés au risque climatique. Pour répondre à ce besoin, Carbone 4 propose de classifier les secteurs en fonction de leur exposition au risque climatique. Or, ce que les investisseurs aimeraient dans l'idéal, serait de pouvoir « mettre des euros » sur ce risque.

C'est assez facile de dire finalement lequel [des secteurs] est le plus exposé, ce qui est impossible de dire, c'est le jour où le risque va se matérialiser, combien ça va coûter à l'entreprise et du coup, combien ça va coûter sur le portefeuille. Ça, ça c'est impossible, il y a des approches qui passent par la taxe carbone par exemple, la taxe carbone, c'est un des risques mais ce n'est pas du tout le seul risque. Donc en fait, vouloir mettre une *climate value at risk* [rires], j'ai envie de dire, il y a beaucoup plus d'incertitude [rires] que le nombre lui-même, quelle que soit la méthodologie. Donc aujourd'hui, on s'est toujours refusé à le faire, après, on voit que c'est une limite, parce qu'on parle à des financiers, qui aiment voir des euros ou des dollars et donc quelque part, si on est capable de donner ça, même si c'est faux, ça va être plus pédagogique qu'un score. (Jean-Yves Wilmotte, manager pôle finance, Carbone 4)

En finance, une technique répandue pour quantifier la résilience aux risques est le stress test : une évaluation de la capacité d'une institution financière à absorber un choc de nature macro-économique, géopolitique ou réglementaire. Le stress test vise à traduire, à l'aide d'un modèle fourni par les institutions concernées ou par l'instance de régulation, les impacts financiers d'un scénario de choc. Avec la montée de la conscience sur l'impact potentiel du changement climatique sur la stabilité du système financier, les autorités de supervision financière commencent aujourd'hui à préparer les institutions financières à des stress tests climatiques, l'idée étant de « mettre des euros » sur le risque climatique pour le rendre visible pour les acteurs financiers. En France, l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) a lancé en juillet 2020 un « exercice pilote climatique<sup>106</sup> », dont les scénarios avaient été développés par le Réseau des banques centrales pour le verdissement du système financier (NGFS). Carbone 4, qui juge les scénarios développés par le NGFS trop optimistes et décorrélés de la réalité des flux physiques, s'est finalement décidée de proposer aux acteurs financiers des stress tests climatiques plus « scientifiques ».

Alors, on a toujours dit, on ne va pas le faire, là, on a proposé à certains acteurs financiers en gros de contribuer à [...] des stress tests, l'équivalent de stress tests

---

<sup>106</sup> ACPR, « Scénarios et hypothèses principales de l'exercice pilote climatique » : <https://acpr.banque-france.fr/scenarios-et-hypotheses-principales-de-lexercice-pilote-climatique>. Consulté le 23 septembre 2020.

de chocs physiques, justement du type, j'interdis les centrales, j'interdis la production pour les centrales à charbon, j'interdis le chauffage à fioul, donc ce type de choc, qui pourrait affecter les entreprises, plus que les taxes carbone. [...] Parce qu'aujourd'hui, tout ce qui est fait en stress tests climat mais financier, donc avec des euros derrière, il n'y pas de sous-jacent scientifique, il n'y pas de kWh, il n'y pas de camion qui roule derrière, si vous voulez. C'est que des chiffres où on se dit, ah bah tiens, si on fait ça, sur les euros, et voilà. [...] Donc nous, c'est ce qu'on a envie de proposer aux acteurs financiers aujourd'hui, c'est de dire qu'on est vraiment sérieux sur le scénario de 2 degrés, ça veut dire que derrière, il y a des flux physiques qui sont contraints. Il y a moins d'énergie, il y a moins... Ce n'est peut-être pas moins d'énergie mais en tout cas c'est moins de croissance de flux aériens et de flux de camions, etc., et ça, le modéliser sur un portefeuille. Donc pour nous, c'est la seule façon que ce soit un petit peu scientifique. (Jean-Yves Wilmotte, manager pôle finance, Carbone 4)

Même si la complexité des risques climatiques ne s'y prête pas vraiment, Carbone 4 a donc finalement accepté, pour des raisons « pédagogiques », de mobiliser son expertise pour un stress test climatique pour monétiser le risque. Face aux modèles et hypothèses qui commencent à se répandre « sans sous-jacent scientifique », Carbone 4 a trouvé plus judicieux de se prêter à l'exercice et de donner un chiffre, en faisant attention à son ancrage dans la réalité des flux physiques. Carbone 4 a donc trouvé un compromis entre les besoins des clients sur la forme des informations et sa propre aspiration à produire des analyses « scientifiques ».

#### *Produire des analyses prédictives*

Les attentes sur la forme des informations ne concernent pas uniquement « les euros », mais également la temporalité. La temporalité des marchés financiers est telle que les analystes financiers se basent, dans leurs recommandations, sur des données prospectives et non sur des données historiques. Or, les rapports dans lesquels les entreprises communiquent sur leur performance ESG de l'année N sont généralement publiés en mars N+1, alors que les communications financières sortent quatre fois par an et sont complétées par des dépêches ad hoc. Avant de pouvoir rapprocher l'analyse ESG et l'analyse financière, comme le cherche à faire l'analyse intégrée, il faut donc réduire le décalage temporel entre les deux. Une façon de le faire est de développer des méthodologies prédictives qui intègrent les informations ESG. Pour trouver des indicateurs prédictifs, un analyste en charge de développer une méthodologie intégrée avait conclu un partenariat avec une start-up spécialisée dans l'intelligence artificielle. La start-up proposait des outils de prédiction de fraudes comptables sur la base d'informations sur la gouvernance. Grâce au partenariat, l'analyste avait pu intégrer un critère sur la « créativité comptable » dans sa méthodologie. Il était très content de cet indicateur, qui correspondait, tant



sur la forme (prédictif) que sur le fond (corrélation claire avec les risques financiers) aux attentes du client. Or, toutes les thématiques extra-financières ne se prêtent pas à la prédiction.

Mais après, [nom du collègue], par exemple, il fait des trucs un peu plus poussés, notamment sur la gouvernance parce qu'en fait il y a beaucoup plus de data sur la gouvernance, où il mixe des données financières avec des données de gouvernance sur la base d'études académiques, où il sait que par exemple nous, on a constaté dans 80 % des cas, telle évolution de tel truc va être liée ensuite à ça. Donc il essaie de faire un modèle, un peu prédictif, sur l'activisme. Pour savoir quelle boîte va être orientée par l'activisme. Moi, sur le climat, j'aurais du mal à faire des trucs comme ça. (analyste climat sell-side)

La prédictibilité est donc seulement possible en présence de suffisamment de données historiques. Sur la gouvernance, puisque qu'il s'agit d'une thématique déjà présente dans les rapports financiers avant que les obligations de reporting extra-financier ne se répandent, il est plus facile de faire des modèles prédictifs que sur la performance sociale ou environnementale. Sur des thématiques extra-financières émergentes ou trop complexes à modéliser, il est difficile de faire des méthodologies prédictives ou même de proposer des analyses dont l'actualité s'aligne avec celles des thématiques financières. Avec l'intégration des analyses financières et ESG et la préférence des clients pour des informations les plus actuelles possibles, voire prédictives, le risque existe que ces thématiques complexes seront moins bien représentées.

\*\*

Dans cette section, j'ai décrit comment les analystes intègrent les attentes du client sur la forme des informations. Parmi ces attentes, on retrouve la comparabilité, l'agrégation, la monétisation (« les euros ») et la prédictibilité. Parfois, les analystes réussissent à négocier des compromis leur permettant de satisfaire à la fois les attentes du client sur la forme et leurs propres aspirations sur le fond, comme l'a fait Carbone 4. Mais comme le remarquent certains analystes, l'intégration des besoins des utilisateurs sur la forme peut pousser à oublier ce que les indicateurs sont censés représenter et à perdre le lien avec le concret, ou à privilégier la comparabilité et la rigueur par rapport à l'interprétation et la contextualisation dans les pratiques d'analyse.

### 3.3.2. *S'adapter aux stratégies d'investissement*

Dans la section précédente, j'ai décrit comment les analystes intègrent, dans leur production de la performance ESG, les besoins spécifiques des acteurs financiers sur la forme des informations. Au-delà de leur forme, ils doivent aussi tenir compte de leur utilisation dans des stratégies d'investissement spécifiques. *L'adaptation aux stratégies d'investissement* conditionne le regard des analystes lorsqu'ils évaluent la performance ESG des entreprises.

#### *Un regard fluctuant en fonction de la casse d'actif*

Le regard des acteurs financiers sur le monde matériel diffère en fonction des stratégies d'investissement qui sont les leurs. La même entreprise, selon qu'elle est vendue en tant qu'action ou en tant qu'obligation, peut être soumise à un traitement complètement différent. C'est ce que doivent également avoir en tête les analystes lorsqu'ils effectuent leurs analyses : les critères « pertinents » pour les actions ne le sont pas nécessairement pour les obligations. Lorsqu'un investisseur achète des parts dans une entreprise, il peut soit chercher à les revendre rapidement pour réaliser un bénéfice, soit rester actionnaire pour des périodes plus longues. Les obligations, elles, sont des dettes qui arrivent à échéance à une date donnée. La temporalité n'est donc pas la même selon la classe d'actif et l'analyse des thématiques ESG doit en tenir compte.

#### *S'adapter à la temporalité des obligations*

Un des analystes rencontrés, qui avait pour mission de développer une méthodologie d'analyse intégrée pour les obligations, avait, grâce à un partenariat, accès à la méthodologie et à la base de données d'une agence de notation spécialisée dans les analyses ESG pour les actions. Si cet accès constituait pour lui une source d'inspiration importante, il restait néanmoins un travail important de tri des critères, car certaines choses, qui peuvent constituer un avantage concurrentiel à plus long terme, n'ont pas beaucoup de « sens » pour des obligations qui arrivent à échéance dans quelques années.

[...] par exemple, aujourd'hui, je sais pas, l'égalité homme-femme en entreprise, ou le taux d'employés en situation d'handicap, à court terme, enfin, à notre sens, à mon sens, c'est pas quelque chose qui va empêcher une boîte de rembourser ses obligations. A long terme, par contre, avec les changements de lois, de normes, oui, complètement, c'est quelque chose qui peut avoir du sens à long terme. Mais aujourd'hui, sur un an ou deux ans, c'est pas ça qui va faire défaut à une entreprise. (analyste ESG)

Une politique sociale égalitaire n'a pas les mêmes conséquences financières selon l'horizon temporel sur lequel on se place. Augmenter les salaires des femmes pour accroître l'égalité entre les sexes constitue un coût supplémentaire pour l'entreprise sur le court terme, alors que sur le long terme, on peut faire l'hypothèse qu'une entreprise réputée pour sa politique salariale égalitaire réussisse mieux à garder ses salariés. Même en prenant uniquement la perspective des risques financiers et non de la responsabilité des entreprises, le regard porté sur des thématiques peut donc fluctuer en fonction des stratégies de gestion, qui peuvent être « plus ou moins sensibles aux critères ESG » (analyste intégrée buy-side).

De la même manière, l'intégration des composantes ESG dans la notation crédit demande une reformulation des critères. Un investisseur qui détient une obligation s'intéresse à la performance ESG dans la mesure où celle-ci aura un impact sur la probabilité de défaut de l'entreprise émettrice. Les analystes qui construisent des méthodologies d'analyse intégrée et peuvent s'inspirer de référentiels existants sélectionnent des critères en fonction de cet objectif.

Donc l'idée c'était vraiment de trier parmi les indicateurs vraiment *equity* [actions] ou ESG entre guillemets, comment dire, éthiques, parce qu'il y a tout un côté éthique de l'ESG qui est dans [nom du référentiel d'analyse existant], le côté de dire, cet indicateur permet de dire si cette boîte est éthique ou non, finalement, dans le crédit, c'est pas important. Parce que ce que l'on cherche, c'est pas une entreprise éthique, mais une entreprise qui ne va pas faire défaut, en fait. (analyste ESG sell-side)

### *Un regard schizophrène*

Certains analystes, qui travaillent à la fois pour des gérants spécialisés dans les actions mais aussi dans les obligations, doivent donc adapter leur regard selon les horizons temporels associés à chaque classe d'actif.

Surtout que nous, on est aussi analystes, on est *equity* [actions] et crédit [obligations]. Et [en] crédit, il y a quand-même des, des...Des objectifs et des impératifs de financement etc. sur des choses qui peuvent être courtes aussi. Donc on est obligés d'adapter notre métier aussi et l'intégration des critères ESG à une temporalité qui est différente en fonction des types de gestion. (analyste intégrée buy-side)

L'adaptation à ces temporalités différentes en fonction des types de gestion peut être vécue comme un véritable dilemme sur les indicateurs à prendre en compte et leur appréciation.

Pour moi, l'une des grosses, grosses, grosses difficultés de l'extra-financier, c'est [...] vraiment l'horizon temporel. [...] Ce qui peut être bien à court terme, parce que vous allez réduire vos charges de personnel, mais pas forcément bien à long terme, parce vous pouvez perdre des compétences qui vous seront utiles quand vous aurez fini le cycle baissier et vous repartirez dans un cycle de croissance. (analyste intégré buy-side)

Les analystes qui travaillent sur les actions et les obligations sont donc forcés à porter un regard schizophrène sur les entreprises qu'ils évaluent : sur les mêmes thématiques, ils peuvent être amenés à émettre un jugement complètement différent en fonction de la stratégie d'investissement du gérant à qu'ils s'adressent.

Ainsi, les analystes sont toujours en attente d'une demande qui vient de la part de leurs clients (investisseurs ou gérants d'actifs). Ils ne peuvent pas être proactifs dans la mise en avant de certains sujets. Tout ce qu'ils peuvent faire, c'est de diffuser des informations sur le profil de risque d'une entreprise à des horizons temporels différents en fonction des transitions à venir. Après, c'est à l'investisseur d'adapter sa stratégie d'investissement à ces nouvelles informations, s'il le souhaite. Le rôle des analystes est donc d'accompagner leurs clients dans leurs stratégies.

Mais est-ce qu'on initie ou on accompagne ? On accompagne. On accompagne. Aujourd'hui, on a les flux, ceux qui sont demandeurs d'investissements veulent l'ESG, donc le concept de durabilité, nous et les concurrents proposent des fonds thématiques pour répondre à quelque chose... (analyste intégré buy-side)

\*\*

Les analystes doivent s'adapter aux stratégies d'investissement lorsqu'ils produisent la performance ESG. La conséquence est une performance au caractère mouvant, se modelant aux stratégies de gestion qui adoptent des horizons de temps différents et incitent les analystes à changer leur regard en fonction. Les analystes, qui parfois doivent analyser les mêmes thématiques avec des temporalités différentes en tête, peuvent en éprouver des difficultés cognitives, à cheval entre une vision du court terme et une perspective à (un peu) plus long terme.

### *3.3.3. Créer des méthodologies simples à appliquer et à comprendre*

Pour s'adapter aux besoins de leur clientèle pour des méthodologies qui se concentrent sur les risques et à leurs propres besoins de priorisation, les analystes ont tendance à *créer des méthodologies simples à appliquer et à comprendre*. Dans des structures buy-side, la simplification peut être accompagnée d'une responsabilisation de l'analyste, qui doit faire des choix pour rendre compréhensible une réalité trop complexe à gérer. Dans des structures sell-side, simplifier peut signifier « perdre en précision » sans que l'analyste puisse compenser cette perte par un travail de priorisation.

### *Simplifier pour se concentrer sur les risques*

Comme tous les systèmes comptables, une méthodologie d'analyse de la performance des entreprises est forcément une réduction d'une réalité plus complexe<sup>107</sup>. Sans cette réduction, la méthodologie manquerait à son objectif, qui est de produire des analyses pouvant servir de base aux décisions de gestion. En revanche, en réduisant la complexité outre mesure, la méthodologie donne une fausse impression de simplicité et n'arrive pas à capturer des nuances qui peuvent être importantes. Le « bon » niveau de simplification dépend donc de l'objectif de la méthodologie et de comment est défini la performance. Si elle est définie par la responsabilité sociale des entreprises, le niveau de détail de la méthodologie reflète les exigences formulées à cette responsabilité : plus la méthodologie est détaillée, plus ces exigences le sont aussi. Si, en revanche – et c'est le cas des méthodologies dites « intégrées » – la performance est définie par la maîtrise des risques extra-financiers, l'objectif est de saisir l'exposition aux risques les plus importants et non de dresser le panorama des thématiques ESG pouvant concerner l'entreprise. Les méthodologies d'analyse qui mesurent les risques ESG sont donc généralement plus simplifiées que les méthodologies qui mesurent la responsabilité sociale des entreprises. S'ajoute à cela que cette première catégorie de méthodologies s'adresse plutôt aux investisseurs dits mainstream, qui ne sont pas nécessairement formés aux thématiques extra-financières et semblent avoir une faible tolérance quant à leur complexité.

Les gens ne veulent pas de modèles compliqués pour l'ESG. Ce qui est très paradoxal, car d'un autre côté ils achètent des produits financiers hyper-compliqués, mais pour l'ESG, il faut que ce soit simple. [Pionnier4], qui est un pote de [pionnier2], le dit très bien : « Quand tu fais des modèles trop compliqués sur le climat, les gens ne suivent pas. » (analyste climat sell-side)

---

<sup>107</sup> Non seulement elle réduit sa complexité, la méthodologie d'analyse, par le choix des indicateurs et leur pondération, produit la performance qu'elle mesure, voir Hines, 1988.

### *Démêler les interférences pour pouvoir prioriser*

Pourtant, les thématiques ESG sont plus complexes que les sujets financiers, car elles relèvent de domaines divers comme l'écologie, le droit ou les sciences de l'environnement qui sont a) difficilement comparables ou commensurables et b) compliqués à traduire en termes de répercussions financières sur une entreprise. De surcroît, comme elles ont tendance à s'entremêler, déterminer lesquelles d'entre elles vont constituer les risques les plus importants peut être un vrai défi. C'est ce qui avait surpris un groupe d'analystes financiers pendant leur période de formation à l'analyse ESG, pour devenir analystes intégrés. Pendant cette période, qui avait duré dix mois, ils avaient été formés par leurs collègues analystes ESG (qui, eux, étaient formés à l'analyse financière, voir également 1.2.3. *Faire de l'analyse intégrée*). Une grille de lecture basique leur avait été fournie, ensuite c'était à chaque analyste de l'adapter en fonction des grandes problématiques ESG de son secteur. Or, comme il s'avérait, ce n'était pas si simple.

Par exemple moi sur mon secteur, le sociétal est hyper important. Le pilier sociétal est majeur. En fait, dans mon secteur, ce qui compte, c'est la transition démographique. Se positionner sur la transition démographique, se positionner sur la transition numérique via l'e-commerce, etc. Mais la transition environnementale, en fait elle rejoint finalement le sociétal. [...] Donc en fait, c'est assez rigolo parce qu'au début on a commencé par faire par secteur, de mettre les enjeux liés aux problématiques ESG. Et c'est vrai qu'on a fait un tableau, et on a tout refait, parce que tout se mélangeait ! Voilà, c'était notre premier jet. Les interférences entre les différentes transitions quoi. (analyste intégrée buy-side)

En essayant d'identifier les enjeux ESG de leurs secteurs, ces analystes financiers avaient donc compris à quel point les différentes « transitions » (la transition énergétique, démographique et numérique) s'entremêlent au niveau d'une entreprise. Ces interférences complexifient le travail de priorisation. Pour une entreprise pétrolière par exemple, l'enjeu environnemental peut sembler le plus important. Or, sa reconversion vers des sources énergétiques moins problématiques écologiquement aura nécessairement d'importantes répercussions sur le plan social (car les besoins techniques et les profils recherchés ne sont pas forcément les mêmes pour les énergies fossiles et les énergies renouvelables); la transition environnementale entraîne donc une transition sociale et les deux transitions peuvent être porteuses de risques financiers. Or, il n'est pas nécessairement possible ou judicieux de chercher à refléter cette complexité dans une trame méthodologique ; cela déboucherait sur une méthodologie impossible à appliquer et à comprendre, car si tout se mélange, il est impossible de prioriser. Et l'incapacité

à prioriser entraîne la paralysie : si tout est important, rien n'est important. Il fallait donc simplifier la méthodologie, pour qu'elle devienne opérationnelle pour les analystes mais également pour qu'elle soit plus compréhensible de l'extérieur. Bien entendu, simplifier la trame ne fait pas disparaître le problème des interférences. La solution, dans cette structure buy-side, était donc de laisser à l'analyste la responsabilité de choisir les thématiques les plus importantes à ses yeux, et d'insister dessus dans sa communication orale face au gérant.

Dans notre communication orale [...], on va insister sur l'élément le plus important, positivement ou négativement. Sur une transition ou sur un critère en particulier etc. On va choisir.

### *Simplifier et rigidifier*

Ce double enjeu de la simplification – avoir une méthodologie simple à appliquer et à faire comprendre – est également ce qui a été communiqué à un analyste ESG dans le cadre de sa mission de développer une méthodologie intégrée pour des analystes crédit sell-side. Mais dans son cas, à l'inverse des analystes buy-side, l'injonction à la simplification s'est traduite plutôt par une rigidification méthodologique que par un assouplissement.

Et donc, ce que moi, j'ai appelé souple, c'était de dire, bah voilà, aujourd'hui, j'analyse telle entreprise, je sais qu'elle consomme beaucoup d'eau, je sais qu'elle utilise l'eau pour laver des choses, et bah, dans ce cas-là, dans mon référentiel, pour cette entreprise-là, je vais rentrer 5 indicateurs sur l'eau, mais par contre, sur les émissions de GES, je sais qu'il n'y pas d'enjeu, donc je vais en prendre qu'un seul. [...] Et donc en fait, parce qu'il est souple et malléable, c'est un référentiel entre guillemets sur mesure pour une entreprise. Moi, c'est comme ça que j'aurais vu finalement le meilleur référentiel ESG. Ehm, aujourd'hui, par souci de simplicité d'une part pour les analystes mais aussi pour pouvoir vendre le référentiel aux clients, il faut quelque chose de compréhensible et de facile à expliquer, tout en étant performant et efficace et qui permette de tirer des conclusions sur la performance ESG d'une entreprise. Et donc, pour faire ça, j'ai dû peut-être perdre un petit peu en précision sur le référentiel ESG pour avoir quelque chose de plus simple et de plus facile à mettre en place. (analyste ESG sell-side)

Cet analyste a donc été obligé de « perdre un petit peu en précision » pour privilégier une méthodologie plus simple à mettre en place et à comprendre par les clients. Or, la simplification méthodologique ne s'est pas accompagnée par une responsabilisation accrue des analystes. Le référentiel « souple » qu'il aurait préféré développer, « malléable » par les analystes en fonction des thématiques prioritaires de leurs secteurs, était jugé trop compliqué à vendre et à expliquer. Alors que les analystes buy-side, eux, choisissent les critères les plus importants à mettre en

avant dans leur communication, dans cette structure sell-side, la proposition de laisser à l'analyste la responsabilité d'adapter la trame en fonction des situations particulières avait été rejetée. Ces différences d'approche peuvent s'expliquer par les différences entre les deux types de structures : dans les structures buy-side, la méthodologie n'est pas vendue à des clients extérieurs ; la communication des analyses se fait finalement entre collègues. Dans les agences sell-side, les analystes ont plus de comptes à rendre sur la façon dont ils travaillent ; une méthodologie « souple » peut paraître trop subjective. Pour mesurer les thématiques extra-financières, dont la nature qualitative peut soulever des questions sur l'objectivité des analyses (voir également 2.3.1. *Quantifier pour « dé-biaisier »*), il convient donc de présenter une méthodologie simple à comprendre mais en même temps à l'apparence robuste et sans ambiguïté.

\*\*

Si les analystes buy-side et sell-side doivent créer des méthodologies compréhensibles de l'extérieur et faciles à appliquer, l'injonction à la simplification méthodologique peut avoir des répercussions différentes sur la marge laissée à l'analyste. Les analystes buy-side, après avoir simplifié leur trame, assument leur responsabilité de priorisation dans leur recommandation finale. A l'opposé, les analystes sell-side ont été formés à une méthodologie simplifiée mais pas « souple », car trop de souplesse méthodologique pourrait être mal comprise par les clients qui veulent être rassurés sur l'objectivité des analyses qui leur sont vendues. Dans les deux cas, les analystes produisent et mesurent une performance ESG qui est forcément une version simplifiée et réduite des interactions entre les thématiques extra-financières par lesquelles leurs entreprises sont concernées.

Ce thème a été consacré aux adaptations des analystes aux attentes des acteurs financiers sur la forme et l'utilisation des informations. Ces acteurs ont tendance à projeter les mêmes attentes qu'ils ont de l'analyse financière sur l'analyse extra-financière, qui couvre pourtant des thématiques d'une hétérogénéité beaucoup plus importante et régies par des temporalités très différentes. Or, pour correspondre au discours autour de la matérialité et être accepté au sein du champ organisationnel autour de l'ESG, les analystes qui produisent cette performance n'ont pas d'autre choix de s'y conformer, même si cela signifie parfois qu'ils doivent « perdre un petit peu en précision » (analyste ESG sell-side) sur la performance ESG produite.



### 3.4. (Ré-)intégrer sa propre réflexivité

Les thèmes précédents ont mis en évidence le caractère utopique de l'image de l'analyste comme expert autonome qui, fort de ses connaissances sectorielles et historiques, puise dans son expérience pour évaluer la performance ESG des entreprises. La réalité est que l'analyste adapte son analyse aux contraintes qui viennent de l'extérieur. En tant qu'analyste, il doit adapter ses critères à la disponibilité des données ; en tant qu'acteur de marché, il est soumis aux dynamiques concurrentielles et aux attentes de ses clients. L'analyse qu'il effectue et la performance ESG qu'il produit sont le résultat de ces diverses injonctions. Mais l'analyste n'est pas non plus un simple pion obéissant aux développements qui le dépassent. Malgré toutes ces contraintes qui réduisent son autonomie, il trouve parfois des moyens d'intégrer ou de réintégrer sa propre réflexivité lorsqu'il analyse la performance ESG des entreprises. Comme je le montrerai dans ce dernier thème, si ce sont les injonctions émanant du champ et du discours qui nécessitent l'adaptation, la réflexivité naît de la reconnaissance de la complexité de la production d'une performance extra-financière. L'hétérogénéité et évolutivité de cette dernière nécessitent des sélections et remises en contexte régulières par l'analyste, qui doit donc *assumer sa responsabilité et sa subjectivité* (3.4.1.). Ces caractéristiques rendent difficile sa traduction dans des critères quantifiés, standardisés et agrégés, ce qui pousse parfois les analystes à *ajuster qualitativement le score calculé par la méthodologie ou à scinder des notes agrégées* (3.4.2.). Enfin, les thématiques ESG ont une dimension éthique qui, malgré la puissance du discours autour de la matérialité, peut inciter les analystes à *intégrer leur éthique personnelle* (3.4.3.).

#### 3.4.1. Assumer sa subjectivité et sa responsabilité

La subjectivité est une notion sensible dans le domaine de l'analyse (extra-)financière. Traditionnellement, cette analyse a vocation à fournir des informations « objectives » aux investisseurs et gérants d'actifs pour qu'ils puissent prendre des décisions d'investissement « rationnelles ». La part subjective de l'évaluation de la performance, si elle est reconnue par la plupart d'analystes, est souvent dissimulée derrière des éléments quantifiés face au client. Mais ce n'est pas pour autant que l'analyse perd sa dimension subjective. Les analystes le savent et *assument*, de façon plus ou moins explicite selon leur structure, *leur subjectivité et responsabilité* en tant qu'analyste : sachant que la composition des méthodologies relève de choix subjectifs, ils reconnaissant leur responsabilité à en expliquer les fondements. Ils considèrent que la subjectivité est même une condition nécessaire à la réalisation d'analyses de

qualité qui reconnaissent l'hétérogénéité, l'évolutivité et la complexité des enjeux et privilégient des méthodologies « souples » qui laissent l'analyste exercer son jugement. Ayant fait l'expérience des effets pervers que peut avoir la recherche d'une objectivité « mécanique », ils désactivent des critères automatiques pour « redonner son entière responsabilité à l'analyste ».

### *Subjectivité de l'analyse financière*

L'analyse de la performance, même quand celle-ci est uniquement définie en termes financiers, ne peut pas être « objective » ; ce n'est pas pour rien que dans le milieu de la notation financière, on parle généralement d'« opinions<sup>108</sup> ». La notation reflète une appréciation de l'état d'une entreprise dans le présent et dans le futur ; elle comporte donc des projections qui sont basées sur des hypothèses. Les éléments que l'on choisit de prendre en compte pour élaborer ces hypothèses varient en fonction des approches à l'analyse : des analystes ou gérants dits « quantitatifs », qui basent leurs analyses sur des modèles mathématiques, ont une autre vision des entreprises que les analystes ou gérants dits « de conviction ».

Si vous avez deux gérants, un qui est très... Alors je n'ai rien contre la gestion quantitative hein. Mais si vous avez un gérant quantitatif et un gérant plus de conviction, bah le résultat est différent. Et puis il y en a un qui vous parlerait plus en profondeur de l'entreprise parce qu'il connaît les dirigeants, il connaît l'entreprise en interne, et l'autre qui aura des éléments plus quantitatifs, qui ne parlera pas de l'entreprise comme l'autre vous en parlait. C'est, c'est très humain, heureusement qu'il y a de l'humain, parce que sinon, ce serait triste. (pionnier1).

Issus d'un milieu construit sur la croyance dans la rationalité des chiffres, les analystes financiers préfèrent s'appuyer sur des modèles sophistiqués que d'admettre la part subjective de leurs analyses. Mais sans ce côté humain, leur profession n'aurait pas vraiment lieu d'être.

Aujourd'hui, l'analyse financière traditionnelle, je pense que la part de subjectivité est immense mais qu'ils ne veulent pas la reconnaître. Et quand ils font leurs modèles, l'hypothèse qu'ils mettent dans leurs modèles détermine un

---

<sup>108</sup> Les trois grandes agences de notation financière, accusées d'avoir joué un rôle important dans le déclenchement de la crise financière de 2008 en raison des notations AAA qu'elles avaient accordées aux prêts hypothécaires titrisés risqués, ont eu recours au 1<sup>er</sup> amendement de la Constitution américaine pour affirmer qu'une notation est une opinion susceptible d'être protégée au titre de la liberté d'expression. Voir Nagy, Theresa. (2009) "Note, Credit Rating Agencies and the First Amendment: Applying Constitutional Journalistic Protections to Subprime Mortgage Litigation". Minnesota Law Review, Vol 94, p. 140-167 : [https://www.minnesotalawreview.org/wp-content/uploads/2011/08/Nagy\\_MLR.pdf](https://www.minnesotalawreview.org/wp-content/uploads/2011/08/Nagy_MLR.pdf) Consulté le 2 novembre 2020.

peu le résultat, donc à l'avance, ils utilisent un modèle qui est très beau, pour faire croire qu'il y a un vernis hyper rationnel dans leur décision, mais la décision, elle n'est pas aussi rationnelle. Si tout était rationnel, il n'y aurait pas de place pour l'analyse financière. (analyste ESG buy-side)

L'analyste financier semble donc devoir se légitimer en niant ce qui constitue sa raison d'être. L'analyste extra-financier se retrouve confronté à ce même paradoxe, et a encore plus de difficultés à présenter ses analyses comme des informations objectives.

### *Subjectivité de l'analyse extra-financière*

Dans le domaine de l'analyse extra-financière, le côté humain est considéré avec plus de méfiance que dans le domaine de l'analyse financière. Étant donné le caractère récent du consensus sur la matérialité de l'ESG, l'analyste ESG doit, plus que l'analyste financier, expliquer que les critères qu'ils regardent sont pertinents pour la performance financière des entreprises et qu'ils ne relèvent pas de choix arbitraires ou subjectifs. Pour ce faire, il peut tenter de « dé-biaiser » son analyse avec des éléments quantitatifs, comme le back-testing (voir 2.3.2. *Chercher des corrélations pour « dé-biaiser »*). Or, les analystes savent bien que cet exercice relève plus de la rhétorique que de la rigueur méthodologique. Le périmètre de l'extra-financier est tellement grand qu'il est impossible d'identifier l'ensemble des thématiques pouvant être importantes pour l'entreprise. Il faut donc faire des choix, et en retenant tel indicateur plutôt que tel autre, l'analyste crée des « manières d'analyser ».

Et après [...], on se sent assez libre d'en créer. On crée des critères, des ratios, des manières d'analyser, on n'a pas repris tel quel tous les critères qui existent. Donc on a aussi innové dans les critères. (analyste ESG sell-side)

Ces processus de création méthodologique est un processus subjectif : « il y a bien sûr de la subjectivité dans ce qu'on va prendre en compte ou pas » (analyste ESG sell-side). Quand ils peuvent se le permettre, les analystes préfèrent l'assumer plutôt que la dissimuler. Mais la reconnaissance de la subjectivité entraîne la responsabilité. Car si la composition méthodologique et les pondérations relèvent de choix subjectifs, il faut savoir en expliquer les fondements : « on va expliquer. Comment est-ce qu'on la construit, pourquoi est-ce qu'on pose la question comme ça. Comment est-ce qu'on la regarde » (analyste ESG sell-side).

*Introduire des critères subjectifs pour « tirer le meilleur de ça »*

Les analystes savent d'ailleurs que c'est la part subjective de leurs analyses qui en détermine la qualité ; le savoir-faire de l'analyste repose finalement sur des appréciations basées sur son expérience et ses connaissances sectorielles.

Donc moi, pour moi, la meilleure façon d'analyser une entreprise sur sa performance ESG c'est de prendre un bon analyste ESG et de lui dire, voilà, tu dois analyser cette entreprise-là, t'as carte blanche. L'idée étant que l'analyste ESG qui sait faire son travail va savoir quels sont les risques finalement pour l'entreprise et par rapport à son secteur, par rapport à sa taille, en fait il va savoir ce qu'il doit aller chercher. (analyste ESG sell-side)

Or, la marge de manœuvre qu'ont les analystes pour assumer cette subjectivité dépend de leur structure. Surtout dans les structures sell-side, il est important de rassurer les clients sur la rigueur des méthodologies et de pouvoir produire des analyses homogènes et comparables. Ce besoin peut conduire à une certaine frilosité à autoriser la flexibilité méthodologique.

On n'est pas allé demander directement aux clients, mais l'avis de la direction, c'était que le client préfère quelque chose d'un peu plus cadré, plutôt une grille. [...] On m'a dit, ce qu'il faut, c'est quelque chose de comparable. Et du coup, j'ai dû me plier à la demande, mais j'ai quand-même pu, en fait, par des indicateurs un peu plus subjectifs en fait, tirer le meilleur de ça, enfin, je l'espère en tout cas. (analyste ESG sell-side)

Cet analyste, qui aurait préféré développer un référentiel plus « souple », a dû « se plier à la demande » pour une méthodologie plus « cadrée ». En introduisant des « indicateurs un peu plus subjectifs », il espère avoir pu « tirer le meilleur de ça ». Il a donc trouvé un compromis entre les besoins des clients pour des résultats comparables et sa propre vision, qui est que l'évaluation de la performance ESG demande une approche flexible à l'analyse dans laquelle c'est à l'analyste d'exercer son jugement face à la multiplicité des enjeux extra-financiers.

### *Désactiver des critères automatiques*

Le besoin des clients pour des résultats comparables pousse les grandes agences de notation et d'analyse à standardiser leurs méthodologies. Mais les tentatives d'atteindre une objectivité « mécanique » peuvent parfois entraîner des effets pervers. Certes, les méthodologies très standardisées et automatisées réduisent la part subjective dans l'analyse, tout en permettant leur production industrielle sur un grand nombre d'entreprises. Mais ce n'est pas pour autant que ces analyses sont pertinentes : « quand tu regardes [nom d'une grande agence de notation ESG], c'est ce qu'ils font. Et il n'y a pas un client qui me dit qu'il est content de la recherche [nom

d'une grande agence de notation ESG]. Il est content de la couverture, mais tous mes clients me disent que c'est de la merde. [...] Parce qu'en fait [...], c'est un robot qui dit, qui voit « émissions de carbone » et il voit un chiffre à côté, hop, il le prend. Mais personne n'a dit que c'était le bon chiffre » (analyste ESG sell-side).

Les analystes reconnaissent donc le besoin de contextualisation des données que l'analyse automatique n'arrive pas à faire. Cette reconnaissance est également ce qui avait poussé les analystes-gérants d'une société de gestion à désactiver certaines comparaisons sectorielles automatiques que comportait leur logiciel d'analyse. Ces comparaisons « faites par l'ordinateur un peu dans tous les sens » étaient jugées insuffisantes car incapables de tenir compte d'éventuelles exceptions ou évolutions. Les analystes ressentaient le besoin de pouvoir manuellement remettre en contexte ces notes calculées automatiquement. Ils ont donc décidé de « redonner son entière responsabilité à l'analyste » et « lui faire assumer sa subjectivité. »

[L]a partie capital humain était à 50 % basée sur des critères quantitatifs et l'ordinateur, comme tu l'as vu pour le financier, calculait une note en fonction du classement de ce chiffre qu'on a rentré [...] par rapport au secteur. Donc il y avait vraiment des comparaisons sectorielles qui étaient faites par l'ordinateur un peu dans tous les sens. Et on a décidé d'enlever tous ces critères automatiques. [...] Dans la comparaison automatique, il y a pas mal de comparaisons de choux et de carottes [...] et on a voulu enlever tous ces biais, on peut faire attention donc au secteur, bien entendu, il faut quand-même continuer à faire attention, ça c'est sûr, il y a des chiffres un peu normatifs, je ne sais pas, dans le secteur du conseil on sait qu'au-delà de 15-20 % de turnover, d'ailleurs 15 plutôt, ça commence à être beaucoup, on a ces choses-là en tête, mais après, justement on fait attention à l'évolution dans le temps de ces indicateurs pour cette entreprise en particulier [...]. L'idée était vraiment [...] de redonner son entière responsabilité à l'analyste. Et de lui faire assumer sa... c'est pas comme ça que ça a été formalisé mais c'est comme ça qu'on l'a vécu finalement, de lui faire assumer sa subjectivité. Moi quand je suis arrivée, ça me mettait vraiment très à l'aise de dire, c'est l'ordinateur qui décide pour moi. Et puis quand on est passé à ce modèle, je me suis dit, ça y est, bah, tu fais tes analyses, quoi, et t'es sûre de toi. (analyste-gérante intégrée buy-side)

La désactivation des comparaisons automatiques a renforcé le sens d'autonomie et la responsabilité de cette analyste, qui ne pouvait plus se contenter de rentrer des chiffres dans le programme pour laisser l'ordinateur décider. Elle et ses collègues ont voulu réintroduire « le côté humain » nécessaire à l'évaluation de thématiques extra-financières mouvantes et complexes. Or, pour cela, il faut des « ressources humaines ».

Mais je pense qu'il faut des ressources humaines. Parce que si tu standardises juste avec des méthodes automatiques, de toute façon, les enjeux de durabilité, ils évoluent. (analyste climat sell-side)

\*\*

Les mythes autour de la rationalité des décisions et l'objectivité des chiffres qui structurent encore largement le champ de l'analyse financière et ESG plongent les analystes dans la position difficile de devoir s'affirmer en opposition à leur expertise subjective. Certains peuvent se permettre de se distancier de la légitimation par la revendication de l'objectivité et assument leur subjectivité et responsabilité d'analyste : d'une part, ils reconnaissent que la sélection d'indicateurs et la façon dont ils sont évalués sont le fruit de choix subjectifs et en expliquent les fondements. D'autre part, ils savent que l'évolutivité des enjeux et la diversité des situations individuelles nécessitent des remises en contexte que seul l'analyste peut réaliser manuellement. Pour certains, assumer sa subjectivité et sa responsabilité a entraîné la de-automatisation de certains calculs dans les logiciels d'analyse. Car comme nous le verrons dans la prochaine section, ces modèles servent de base mais ne sont pas suffisants à eux seuls. Parfois, quand l'analyste considère que la note calculée automatiquement ne correspond pas à son ressenti, il peut décider de l'ajuster qualitativement.

#### *3.4.2. Ajuster qualitativement le score calculé ou scinder des notes agrégées*

Face à la « rigidité » de leurs méthodologies, les analystes ESG ressentent parfois le besoin d'*ajuster qualitativement le score calculé*, pour que la note corresponde à ce qu'ils « voient » sur l'entreprise ou parce que la pondération quantitative des critères ne pourra pas refléter l'ampleur d'un scandale aux yeux de l'analyste.

#### *Des ajustements qualitatifs dans l'analyse financière*

L'ajustement manuel des notes calculées automatiquement est une pratique récurrente parmi les analystes financiers. Les analystes dits fondamentaux, qui doivent construire une opinion sur le profil risques / opportunités d'une entreprise pour formuler une recommandation d'achat ou de vente, ne peuvent pas se baser uniquement sur des modèles quantitatifs. Ces modèles fonctionnent généralement avec des données du passé, alors que la recommandation porte sur une action à réaliser dans le futur. L'analyste doit donc ajouter des éléments prospectifs en fonction de son appréciation de la stratégie communiquée par l'entreprise, et les analystes

fondamentaux le font généralement en procédant à des ajustements manuels. L'analyse financière fondamentale comporte donc une dimension qualitative très importante.

« *C'est l'ordinateur qui calcule le truc* »

L'analyse extra-financière en revanche, comme on a déjà eu l'occasion de le constater, semble devoir compenser la nature qualitative et le manque de standardisation des données sur lesquelles elle se base avec des modèles les plus rigoureux possible. Afin de contrer le soupçon de subjectivité, les agences de notation ESG, après une phase de création méthodologique forcément artisanale (« au début, c'était sur excel », analyste ESG sell-side), s'empressent généralement de développer des méthodologies standardisées et très fortement formalisées<sup>109</sup>.

Ehm, en fait la méthodologie de [nom de son agence] est, comme t'as dû voir aussi, c'est un peu, c'est un peu, j'ai pas envie de dire rigide mais c'est assez formalisé. Tous les critères d'évaluation, les guidelines, de qu'est-ce qu'on prend en compte, comment, qu'est-ce qu'on ne prend pas en compte, tout ça, donc il y a pas mal de training. » (analyste ESG sell-side).

Paradoxalement, alors que la forte hétérogénéité des thématiques et leur complexité nécessite des sélections et des remises en contexte que l'ordinateur ne peut faire de manière pertinente, l'analyste ESG, surtout l'analyste ESG sell-side, semble avoir moins de marge de manœuvre que l'analyste financier fondamental. Les résultats qu'il produit doivent être « traçables », c'est-à-dire composés de critères et de pondérations clairement définis : chaque critère se voit ainsi accorder un certain nombre de points, et le score final est le résultat de l'addition de l'ensemble des critères multipliés par leur pondération. Alors que l'analyste buy-side peut, dans sa communication orale, insister plus sur un thème ou sur un autre selon son appréciation personnelle, l'analyste ESG sell-side n'a généralement pas une telle influence sur le résultat final. Sa mission est d'évaluer chaque critère individuellement mais ce n'est pas lui qui effectue le calcul du score : « En fait, il y a une note par thème, par indicateur [...] et c'est l'ordinateur qui calcule le truc » (analyste ESG). La décomposition du score en critères bien définis, les guidelines d'évaluation, le training des analystes, l'automatisation du calcul du score final :

---

<sup>109</sup> Mon ancienne agence, qui avait une méthodologie d'analyse très flexible et interprétative, était en réalité assez en retard sur les développements de marché. Au moment de vouloir se lancer, elle avait développé une méthodologie très complexe et détaillée, alors le temps n'était plus à l'innovation méthodologique, mais plutôt à la concurrence pour des parts d'un marché où l'enjeu était plutôt de pouvoir proposer une couverture importante et des analyses comparables que d'avoir une méthodologie qui permette de « réellement » capturer la performance ESG des entreprises. Voir également 1.1.3. *Industrialisation de l'analyse ESG après l'arrivée d'acteurs anglo-saxons.*

autant de manières pour réduire la subjectivité du processus d'analyse et pour s'assurer que les analyses soient homogènes et comparables.

#### *Ajuster la note calculée par l'ordinateur*

Mais parfois, les corrélations entre indicateurs et jugement ne sont pas si faciles à établir. Il peut ainsi arriver que l'analyste « voie » quelque chose sur une entreprise qui n'est pas reflété par le score calculé par l'ordinateur, par exemple parce qu'il a identifié un enjeu important pour lequel il n'existe pas d'indicateur, ou parce que l'addition des indicateurs individuels donne finalement un score qui semble trop ou pas assez élevé par rapport à son ressenti. A ce moment-là, l'analyste peut décider de procéder à des ajustements manuels pour que le score calculé corresponde au score pressenti.

Mais ehm, ça c'est peut-être *off record* mais ça arrive aussi où les scorers, ils voient une note qui a été calculée et qui ne correspond pas à ce qu'ils voient sur l'entreprise et où ils se disent bah, il faut qu'artificiellement j'aie modifier tel ou tel critère pour obtenir une note qui corresponde à ce que je vois. (analyste ESG)

Une autre raison pour laquelle ce que l'analyste « voit » et le score calculé automatiquement peuvent diverger est que certaines informations négatives sont jugées tellement importantes qu'elles ne devraient pas être compensées, aux yeux de l'analyste, par d'autres indicateurs positifs. Les méthodologies d'analyse ESG sont habituellement composées d'un ensemble de critères qui peuvent se compenser entre eux : si l'entreprise a par exemple une très bonne gestion de ses risques environnementaux, mais sa politique salariale laisse à désirer, le résultat global de la méthodologie fluctuera, toutes choses égales par ailleurs, autour de la moyenne. Il est donc difficile de « pénaliser » une entreprise controversée quand elle remplit suffisamment d'autres critères. Or, une entreprise peut avoir toutes les politiques sociales, environnementales et de compliance qui paraissent nécessaires pour correctement encadrer son activité, la survenue d'un gros scandale peut les rendre non-pertinentes aux yeux de l'analyste. Il peut alors ajuster certains indicateurs à la baisse même quand techniquement, ils ont été remplis de manière satisfaisante, afin de « forcer la note à être basse ».

Et après on avait aussi une mise en place de quelque chose, par exemple il y avait le Dieselgate, [...] et ce qu'ils ont fait c'est qu'ils ont mis zéro à certains critères, parce que la controverse était tellement grosse, que du coup ça rendait complètement non-pertinents les engagements de l'entreprise selon la position de [nom de l'agence]. Et donc du coup, ils mettaient à zéro certains critères



quanti, en disant, bon bah, on force la note à être basse. Parce qu'on ne croit plus aux engagements de l'entreprise. (analyste ESG)

### *Scinder des notes agrégées*

Une autre façon dont les analystes se détournent parfois de la quantification pour privilégier des approches qualitatives est d'aller à l'encontre de la tendance à la production de notes agrégées. Les notes agrégées, qui résument la performance environnementale, sociale et de gouvernance des entreprises dans un score unique, dissimulent souvent des informations difficilement comparables et donc incommensurables ; pourtant, elles sont privilégiées par les agences de notation pour permettre des écrémages rapides d'univers d'investissement. Une analyste ESG sell-side me confie ainsi travailler sur des lignes de recherche séparées, afin de permettre au client de composer sa propre note « ESG », en sélectionnant des thématiques importantes pour lui. C'est une manière de prendre du recul par rapport à l'injonction à l'accélération des pratiques d'analyse et de gestion et de revenir à une approche plus personnalisée, qui permet en plus d'avoir des informations plus « propres ».

En fait, c'est parce que, si tu veux avoir une information propre il faut prendre les choses de façon séparée. Donc t'as un mec qui produit des panneaux solaires, bah lui on va dire, si jamais tu veux exclure tout ce qui n'est pas de l'énergie renouvelable, du coup tu vas pouvoir sélectionner que des activités qui font ça. Et du coup, ça, on va pouvoir le faire une fois qu'on aura mis en place notre méthodologie de façon pérenne. Là pour l'instant ça fait partie de mes travaux de R&D.

\*\*

Malgré l'injonction à la traçabilité entre les indicateurs et la note finale, il s'avère que les analystes se permettent parfois d'« artificiellement » ajuster certains critères. Ces ajustements ont alors vocation à corriger un score qui est le plus souvent calculé automatiquement. Dans certaines structures, notamment des agences de notation sell-side qui doivent rassurer le client sur la rigueur de leurs méthodologies, c'est le seul levier à leur disposition pour réintroduire un peu de flexibilité dans l'analyse, souhaitée notamment quand l'addition d'un ensemble de critères ne correspondre à leur intuition. Car dans certains cas, et notamment quand il s'agit d'évaluer des thématiques ESG, les analystes ont l'impression que leur jugement ne peut pas totalement être expliqué en retraçant un ensemble de critères. Malgré l'injonction à l'accélération des pratiques d'analyse par la production de notes qui résument les dimensions environnementales, sociales et de gouvernance de la performance des entreprises en un score

unique et qui permettent des sélections rapides, certains analystes travaillent sur une séparation des dimensions E, S et G pour permettre des customisations individuelles. C'est une autre façon de prendre du recul face à l'automatisation des méthodologies et de réintégrer une réflexivité que ces analystes pensent nécessaires pour produire des évaluations « propres » de la performance des entreprises dans chacune des dimensions ESG.

#### 3.4.3. *Intégrer son éthique personnelle*

Malgré le discours autour de leur matérialité financière, les thématiques ESG ont une dimension éthique qui peut également pousser les analystes à réintégrer leur propre réflexivité. Le traitement des salariés et des fournisseurs, l'impact des entreprises sur la biodiversité et sur le changement climatique, l'égalité homme-femme... Autant de sujets susceptibles de faire appel aux affects et de provoquer des débats sur l'éthique. La mainstreamisation de l'ESG décrit dans le premier thème de ce chapitre a eu pour conséquence le retrait progressif de la dimension éthique de l'analyse extra-financière. Avec la diffusion de l'idée selon laquelle les thématiques non-financières peuvent avoir des répercussions financières, une approche instrumentale à l'analyse a pris le dessus et l'analyse de la performance environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) au service d'une analyse des risques s'est en large partie substituée à l'investissement socialement responsable (ISR). Mais la reconnaissance de la dimension financière de ces thématiques ne veut pas dire que la dimension éthique qui y est inhérente a été oubliée par l'ensemble des analystes. Même si en tant qu'acteurs de marché, ils savent que c'est la dimension financière qui intéresse le plus leurs clients, en tant qu'êtres humains, ils peuvent parfois vouloir *intégrer leur éthique personnelle*.

#### *Inclure des informations non-matérielles par intérêt personnel*

Les analystes, notamment ceux avec une formation initiale orientée sur les problématiques de développement durable mais également certains analystes financiers formés à l'analyse ESG, savent que, malgré la popularité du discours autour de sa matérialité financière, l'ESG est aussi « autre chose ».

Mais la question est vraiment, on a des débats internes sur quelle est la vision, car, de nouveau il y a cette phrase de Milton Friedman qui circule, ce n'est pas uniquement la shareholder value, il y a aussi autre chose. Et parfois, il ne faut pas l'oublier. (analyste intégré buy-side)

Cet « autre chose » pousse les analystes à inclure parfois dans leurs évaluations des informations qu'ils savent non-pertinentes d'un point de vue financier, mais qu'ils trouvent intéressantes pour des raisons personnelles.

Maintenant on a cette méthode assez structurée, donc on ne va pas tout lire, parfois ça m'arrive de m'arrêter sur certains textes par curiosité personnelle, par exemple Volkswagen, j'étais curieux de voir, moi je suis Italien, on a des problèmes politiques avec des fous au pouvoir sur la question des migrants, et il y avait une page où ils expliquaient qu'ils ont entraîné deux ou trois mille migrants, des réfugiés. Ça, c'était personnellement intéressant, je l'ai mis. [...] Je comprends qu'un gérant dise, OK, mais... (analyste intégré buy-side)

Certains analystes font explicitement le lien entre ce qu'ils trouvent personnellement intéressant et ce qu'ils considèrent comme important « sur le plan éthique », même si cela va complètement à l'encontre des pratiques de leurs collègues.

Eux, moi que j'écrive dix pages sur pourquoi le pricing des externalités est quelque chose qui est critiquable sur le plan éthique, sur la préférence pour le présent, et je le mets dans mes rapports tu vois, parce que ça me fait plaisir ! Et je trouve ça vachement intéressant parce que je trouve qu'en fait, tu ne peux pas construire ton modèle si tu n'as pas compris ça. Enfin, tu ne prends pas en compte ces limites-là. Mais eux, ils s'en foutent totalement, mais totalement, jamais ils n'écriraient un truc comme ça. (analyste climat sell-side)

*Un analyste qui s'est distancié de son projet éthique ?*

Or, la puissance du discours autour de la matérialité de l'ESG ne permet pas toujours d'intégrer des informations non-matérielles financièrement par intérêt personnel. C'est ce que montre l'histoire d'un analyste ESG sell-side qui devait développer une méthodologie d'analyse intégrée. J'avais déjà rencontré cet analyste, qui avait un profil plutôt « développement durable », pour un premier entretien presque douze mois auparavant. Lors de cette première rencontre, il m'avait confié avoir du mal avec l'ambiance « très financière » qui régnait dans sa structure, et disait que les différences de formation et de sensibilité entre lui et ses collègues analystes financiers rendaient la compréhension mutuelle difficile.

Moi, je veux changer le monde. On ne parle pas du tout la même langue avec les analystes financiers qui sont très axés finance depuis vingt ans. Moi je suis là, eux ils sont à l'autre bout, et entre les deux il y a la matérialité financière. (analyste ESG sell-side)

Or, pendant le deuxième entretien, j'étais très surprise de constater que la façon dont il parlait de son travail avait complètement changé. Il m'exposait comment il avait procédé pour identifier les indicateurs à inclure dans sa méthodologie, et insistait beaucoup sur l'importance de choisir des indicateurs « matériels » et non pas « liés à la vertu ».

C'est pour ça que tout à l'heure j'ai évoqué la question de l'origine des critères, parce qu'assez rapidement je me suis dit, en fait, c'est sympa tous ces critères mais c'est quoi leur pertinence ? Et je me suis rendu compte qu'il y avait un monde de l'ESG majoritaire qui était un monde lié à la vertu, à la réputation, et que la majorité des critères [avaient été identifiés] parce que c'était considéré comme bien ou mal de les respecter. Il n'y avait pas vraiment de démonstration, de justification économique, financière, ou opérationnelle de ces critères, c'était simplement un accord collectif de dire, oui, ce serait bien que le directeur général ne soit pas payé plus que 200 fois le SMIC, par exemple, ok. Et en fait, j'ai eu du mal à trouver des travaux qui expliquent les sous-jacents et les justifications de ces critères. Et c'était assez intéressant d'aller dans ce sens-là, de dire, ok, il y a un monde de la vertu qui représente peut-être 99 % de l'ESG et il y a peut-être 1 % des personnes qui essaient de creuser, de prendre les critères qui sont matériels. Ça, c'est un mot que tu as dû entendre plein de fois. Voilà. (*ibidem*)

Le discours de cet analyste est intéressant parce qu'il est révélateur des contradictions autour de l'ESG. Après m'avoir affirmé, un an plus tôt, vouloir « changer le monde » par l'ESG, il m'expliquait maintenant que les critères liés à la vertu n'avaient pas de raison d'être dans sa méthodologie. Les 99 % auquel il fait référence font penser au slogan des 99 % (« we are the 99% »), utilisé par les activistes du mouvement Occupy Wallstreet en 2011, pour dénoncer les inégalités entre une minorité qui possède la majorité des richesses et est à l'origine de la majorité des destructions dans le monde. Mais ici, l'analyste parle de « 99 % de l'ESG » qui serait basé sur ce qu'il appelle « la vertu », c'est-à-dire sur ce qu'il est considéré comme bien ou mal, mais sans en connaître les « sous-jacents et justifications économiques ». Il ne s'agit donc pas du tout de dénoncer des inégalités économiques ou de défendre une rationalité qui serait autre que la rationalité économique, mais au contraire de critiquer l'absence de rationalité économique comme fondement des critères classiques de l'ISR.

#### *Le caractère autoréférentiel des critères liés à « la vertu »*

Car comment est-ce qu'on sait qu'il y aura des conséquences négatives si un directeur général est rémunéré 200 fois le SMIC ? Pourquoi met-on la barre à 200, et non pas à 100 ou à 300 ? Quelle est la justification économique de ce choix ? L'idée que les critères qui étaient traditionnellement regardés par les analystes ISR manquent de fondement rationnel et ont

besoin d'être évalués à la lumière de leur impact économique est de plus en plus répandu parmi les acteurs de la finance classique qui adoptent l'ESG. Le directeur commercial de Beyond Ratings, cette agence de notation crédit « augmentée » qui avait réussi à faire valider sa méthodologie intégrée de notation crédit par l'ESMA avant d'être rachetée par la London Stock Exchange, dénonçait également le caractère « autoréférentiel » des méthodologies d'analyse extra-financière.

Et tant qu'on n'est pas capable de mesurer l'impact, par exemple environnemental, de dire bah tiens, le pétrole, ou l'extraction, le fracking, la pollution, etc., quel va être potentiellement l'impact à terme sur l'économie [...] parce qu'on aura détruit du capital naturel, parce qu'on aura [...] augmenté la pollution des sols, [...] tout un tas de choses qu'on peut essayer d'arriver à mesurer, il faut aller jusqu'à l'intégration, boucler la boucle, jusqu'à revenir à un impact économique et donc par exemple, un impact sur le risque de crédit. Ce n'est qu'une manière de le mettre en place, mais tant qu'on n'a pas de réconciliation entre l'extra-financier et le financier, quelque part, l'extra-financier reste des prophéties auto-réalisatrices. C'est probablement ce que vous avez expérimenté, c'est-à-dire qu'on note quelque chose en fonction de sa propre méthodologie, donc on prédit très bien en fonction de sa propre méthodologie, mais qu'est-ce que veut dire cette propre méthodologie ? Quel est le poids relatif d'un paramètre par rapport à un autre, qu'est-ce que ça veut dire ? (directeur commercial, Beyond Ratings)

Avec l'intégration de l'ESG dans le monde de la finance classique, les justifications doivent être de l'ordre économique et ne peuvent plus faire référence à eux-mêmes. Donc lorsque le directeur commercial de Beyond Ratings mentionne un impact environnemental qu'il s'agit de mesurer, il parle de l'impact économique de cet impact environnemental. Car la fonction de l'analyse financière reste de prédire la santé économique des entreprises en fonction de critères avec un impact économique. Si on y intègre l'ESG sans changer cet objectif fondamental, il faut donc se débarrasser des critères « liés à la vertu », ou bien prouver leur pertinence d'un point de vue économique. L'analyste cité ci-dessus semble donc s'être adapté au discours autour de la matérialité qui avait été utilisé pour convaincre ses clients et collègues. En l'écoutant affirmer qu'il fallait absolument « sortir de l'ESG de la vertu et rentrer dans l'ESG matériel [...], parce que ça devient plus sérieux », je pensais d'abord qu'il avait simplement abandonné ses aspirations d'un an auparavant et qu'il avait fini par s'aligner avec ses collègues analystes financiers dans l'objectif de mettre l'analyse ESG au service d'une analyse financière.

*Une dissonance entre discours pro et valeurs « perso »*

Or, vers la fin de notre entretien, quand je lui demandais ce qu'il comptait faire après avoir finalisé sa mission, il m'avouait « ne pas être sûr de vouloir continuer là-dedans. »

Ouais, mais en fait, je ne suis pas sûr de continuer, parce que, bref, enfin, c'est une longue histoire, mais je ne suis pas sûr de vouloir continuer là-dedans, parce que c'est un peu trop éloigné, comment dire, je fais aussi beaucoup de compromis dans mes valeurs, tu vois. Pas évident. Parfois j'apprends beaucoup et j'ai eu vraiment beaucoup de chance de créer ce projet, mais en même temps, je sens que c'est pas forcément le lieu, là je te parle très franchement, c'est pas forcément pro, c'est plus perso. C'est pas forcément le lieu où je serais, où j'aurais envie de continuer, où je m'épanouirais le plus. Aussi en termes de valeurs. (*ibidem*)

Le discours que cet analyste avait tenu contre « l'ESG de la vertu » et pour « l'ESG matériel », était donc son discours professionnel, celui qu'il utilisait pour convaincre ses collègues et clients de l'utilité de sa méthode (voir 2.1.1. *Convaincre le client* et 2.1.2. *Convaincre les collègues*). D'un point de vue « plus perso », il ne s'était pas du tout aligné avec les analystes financiers de sa structure, avec qui il avait manifestement toujours des problèmes de compréhension mutuelle.

Sur le fond, l'objectif, pour moi, il n'est pas de détruire ce que j'appelais tout à l'heure comme relevant du monde de la vertu, mais au contraire de lui donner toute leur force. En fait, c'est pour ça qu'on ne se comprend pas forcément avec les analystes oblig[ations], c'est parce qu'en fait, on a la même analyse de la vertu, de dire, ah, c'est trop idéaliste, mais nos conclusions sont différentes. Eux, ils concluent qu'il faut du coup pas en faire du tout, arrêter la vertu, qu'on s'en fiche, que c'est pas intéressant, que c'est la finance et la rentabilité financière qui est à regarder, et moi, ma conclusion c'est qu'au contraire, il faut faire beaucoup plus sur la vertu, il faut avoir des engagements, des convictions, qu'il faut faire des choses, qu'il faut avoir des objectifs à long terme, que la vertu n'est pas du bullshit mais qu'elle doit être accompagnée d'objectifs très concrets. (*ibidem*)

Cet analyste ne semble donc pas être très au clair sur sa position vis-à-vis de l'objectif de l'intégration ESG. D'une part, à titre personnel, il avait intégré le monde de la finance pour « changer le monde ». D'autre part, à titre professionnel, il avait appris que la seule manière de convaincre ses clients et collègues de la pertinence des critères ESG était de sélectionner des critères « matériels », dont l'impact sur la performance des entreprises était démontré. Son discours était confus ; affirmant d'un côté appartenir au « 1% des personnes qui essaient de creuser et de prendre des critères qui sont matériels », de l'autre vouloir donner à l'ESG de la vertu « toute sa force », en accompagnant les convictions par des objectifs très concrets. Mais

en s'adaptant à l'injonction à justifier sa méthodologie par des sous-jacents économiques, il participe, malgré lui et sans qu'on puisse forcément le lui reprocher compte tenu de son ancrage dans une structure et dans un champ, à une reformulation de l'analyse extra-financière au service de la performance financière et l'éloigne de tout projet « vertueux ».

« *Pris dans une structure* »

L'opposition entre cet analyste et ses collègues analystes financiers n'était d'ailleurs pas si nette qu'au début de leur collaboration. Malgré les a priori qu'ils pouvaient avoir eu contre « l'ESG de la vertu », une transformation commençait à s'opérer dans leurs mentalités ; car même pour des analystes financiers habitués à se concentrer sur la rentabilité financière, il y avait de plus en plus de choses « qu'ils ne peuvent pas ne pas voir ».

Honnêtement, il y a un vrai changement. Au début ils s'en foutaient totalement, et je sens qu'il y a un changement de mentalités, il y a beaucoup, beaucoup d'échanges... Et il y a des choses qu'ils ne peuvent pas ne pas voir, des crises actuelles, des crises énergétiques, ils voient bien qu'il y a des problèmes. Donc oui, ça bouge pas mal, et ça bouge assez vite. Après, le problème est que même si leur conviction personnelle changeait, en fait, ça ne suffirait pas du tout, parce qu'en fait, eux, ils sont pris dans une structure. Parce qu'ils sont là depuis longtemps, ils ont une famille à nourrir... C'est con hein, c'est pas tellement une logique individuelle que... enfin les deux sont liés, évidemment, mais [moins] individuelle que structurelle, collective. Et finalement, c'est pas évident, parce que c'est eux qui sont le plus en dissonance cognitive parce qu'ils sont le plus dans le truc et en même temps ils sont de plus en plus conscients qu'il y a un problème. Et c'est assez violent, et moi je ne les envie pas du tout. Et ils se posent des questions de plus en plus, et c'est intéressant. Mais ça ne doit pas être facile. (*ibidem*)

Or, les prises de conscience individuelles mettent longtemps à provoquer des changements à des niveaux collectifs, car les analystes financiers, comme les analystes ESG, sont « pris dans une structure ». La plupart d'entre eux ont des engagements qui réduisent leur mobilité mais n'ont pas non plus les ressources leur permettant de provoquer des changements structurels. Tant que le discours autour de la matérialité de l'ESG orientera le champ et déterminera des injonctions qui cadrent le travail des analystes, intégrer son éthique personnelle restera le ressort des individus à la marge et n'aura que très peu d'impact sur la performance ESG produite.

\*\*

Malgré la puissance du discours autour de la matérialité et l'injonction à intégrer l'ESG dans une analyse financière, il semble y avoir, y compris parmi les analystes financiers, une prise de conscience que l'ESG ne se limite pas à sa dimension matérielle. L'ESG est aussi « autre chose ». Cet « autre chose » pousse certains analystes, lorsqu'ils en ont la possibilité, à intégrer leur éthique personnelle, y compris lorsqu'ils savent que ce ne sera pas forcément jugé utile par le client ou le gérant. Les analystes ESG semblent avoir plus de « sensibilité » pour cette dimension éthique que leurs collègues financiers. Un changement des mentalités semble pourtant être en marche ; les analystes financiers qui ont pu bénéficier d'une formation à ces enjeux ou qui peuvent se nourrir des échanges avec des collègues spécialisés en ESG commencent à s'en rendre compte. Or, la prise de conscience individuelle ne suffit pas nécessairement à renverser une tendance, car les individus sont « pris dans une structure. » Cette structure, composée d'un champ organisationnel et d'un discours, limite la marge de manœuvre des individus, dont certains se disent en dissonance cognitive entre ce qu'ils peuvent faire et ce qu'ils voudraient faire.

Dans ce dernier thème, j'ai exposé comment les analystes reconnaissent que les caractéristiques inhérentes aux thématiques extra-financières nécessitent d'intégrer ou de réintégrer leur propre réflexivité dans l'analyse. Face à la complexité, l'évolutivité et l'étendue de ces thématiques, qui rend l'analyse par des méthodologies automatiques non-pertinente, ils *assument leur subjectivité et leur responsabilité* d'analyste. Parfois, quand les méthodologies d'analyse ne leur donnent pas suffisamment de marge de manœuvre, ils procèdent à des *ajustements qualitatifs des scores calculés ou scindent des notes agrégées*, même quand cela compromet la traçabilité des résultats ou la rapidité des sélections. La dimension éthique des thématiques sociales, environnementales et de gouvernance est de plus en plus reconnue y compris par certains analystes financiers et les pousse à *intégrer leur éthique personnelle*. Or, étant donné que cette dimension éthique ne correspond pas au champ organisationnel en production et au discours dominant sur la matérialité de l'ESG, les analystes éprouvent parfois une dissonance entre leur travail et leurs convictions.

\*\*\*



## Épilogue : les analystes et leurs émotions

En écho au prologue, où j'ai commenté les motivations personnelles des différentes catégories d'analystes à faire de l'analyse ESG, et après avoir décrit comment des injonctions épistémiques et disursives façonnent leurs pratiques, j'ai souhaité clore ce chapitre en évoquant certaines émotions provoquées chez les analystes par la rencontre entre motivations et pratiques. Celle-ci est plus ou moins heureuse selon les profils. Pour certains, l'analyse de la performance ESG pour des raisons instrumentalistes correspond tout à fait à leur motivation à produire une analyse toujours plus fine de la performance financière future des entreprises. Pour d'autres, il existe un écart important entre l'impact qu'ils souhaiteraient avoir et la réalité de leurs pratiques quotidiennes. Les émotions que ces différentes positions provoquent ne sont pas les mêmes, et vont de la satisfaction de ceux, souhaitant mettre l'ESG au service de la finance, qui pensent comprendre toujours mieux la réalité des entreprises qu'ils évaluent, à la frustration de ceux, souhaitant mettre la finance au service de l'ESG, qui ne croient pas que leurs pratiques ont un impact positif. Entre les deux, il y a ceux doutent et ceux qui sont conscients des limites de leur travail mais qui acceptent que « rien n'est jamais parfait ».

### *Satisfaction : les analystes financiers qui y croient*

Pour les analystes à profil financier, l'évaluation de la performance ESG se fait au service d'une meilleure évaluation financière. Pour ce groupe d'analystes, la décision de « se mettre à l'ESG » (analyste intégrée buy-side) était le plus souvent prise au niveau de leur structure en réponse à une demande de marché. Le discours qui leur a été présenté et qu'ils ont internalisé est un discours optimiste d'optimisation des capacités d'analyse grâce à l'extension du périmètre des informations analysées. Malgré les contraintes qui y sont associées, surtout en termes de temps consacré à l'analyse, ces analystes acceptent la nécessité d'intégrer cette nouvelle catégorie de critères pour des raisons instrumentalistes. Pour ce groupe, « l'intégration ESG, c'est juste ajouter quelques facteurs à l'analyse financière classique » (analyste quant convertie en analyste ESG). En intégrant toujours plus de paramètres et de catégories de risques, ces analystes seraient ainsi toujours mieux en mesure de prédire la performance future des entreprises, même dans un contexte marqué par des transitions et des ruptures. Certains allaient jusqu'à dire que grâce à l'ESG, leur vision des risques et opportunités des entreprises était maintenant « parfaite ».

C'est sûr qu'aujourd'hui qu'avec *equity*, crédit, ESG, on a une vision parfaite de la société hein, vraiment parfaite, on sait exactement où elle va, on arrive à mesurer les risques. (analyste intégrée)

*Optimisme : les analystes financiers et extra-financiers qui y croient*

Il existe également des analystes qui ne sont pas (uniquement) motivés par des aspects instrumentaux mais qui réfléchissent surtout à ce que la finance pourrait contribuer au développement durable. Ce groupe est composé d'analystes extra-financiers pour qui le choix de la finance durable est un choix de construction identitaire : « ta carrière, c'est toi qui la choisis » (analyste ESG sell-side). Appartenant à une génération consciente des problèmes écologiques et sociaux de notre époque, ils ont voulu aligner leur métier avec leurs valeurs. Ils ont identifié la finance comme mécanisme puissant mais ne pourraient pas s'imaginer intégrer un métier de la finance classique. C'est pourquoi l'ESG leur semble le compromis parfait entre valeurs et impact, qu'ils pensent pouvoir aligner dans leur métier.

C'est une grosse machine. En fait, du coup si tu ne la diriges pas tu ne la diriges pas et du coup ça devient un peu n'importe quoi, mais si tu la diriges dans quelque chose de vertueux, je pense que tu peux faire des choses super. Le pouvoir d'impact est énorme en fait. Qu'il soit en négatif parce que tu ne le contrôles pas. Dans le sens où, ben si tu laisses ta tondeuse partir et faire ce qu'elle veut, du coup elle va détruire toutes tes arbustes toutes tes fleurs et machin. (analyste ESG sell-side)

Ces analystes sont optimistes et pensent de pouvoir intervenir dans la « machine » financière, pour éviter qu'elle détruise « les arbustes et les fleurs ». Contrairement à leurs collègues plus âgés, ils pensent faire partie d'un mouvement réformiste au sein de la finance.

Je déjeune parfois avec des femmes de plus de 50 ans qui me disent qu'elles sont un peu jalouses, qu'elles auraient bien voulu faire un truc comme moi dans leur carrière. (analyste ESG sell-side)

*Incertitude : les analystes extra-financiers qui ont des doutes*

D'autres analystes ne sont pas si convaincus des promesses de l'ESG. Ils partagent le constat qu'il faut changer quelque chose et que la finance dispose en théorie des moyens de le faire. Ils ont intégré le champ avec l'espoir d'y contribuer. Mais la confrontation aux pratiques et aux habitudes financières les fait douter de la pertinence de la trajectoire en cours. Ils se demandent par exemple si « la financiarisation est la bonne trajectoire à prendre, ou est-ce qu'au contraire elle nous éloignera d'un développement vertueux du marché de l'ISR ? » (analyste ESG sell-

side). Ou encore, ils s'interrogent sur l'écart entre l'urgence des crises à résoudre et le manque de radicalité dans les pratiques des investisseurs.

Eh, bah c'est sûr que si on prend l'urgence environnementale, je pense qu'il y a juste l'exclusion qui peut effectivement pousser à aller assez vite, ou l'activisme, [...] si tu prends des résolutions vraiment radicales. Mais c'est motions-là, elles ne passent pas... (analyste ESG sell-side)

Au-delà des doutes sur ce que le champ pourrait réaliser, ils se posent des questions sur eux-mêmes et leur place au sein du celui-ci. Ils sont exigeants par rapport à leur propre impact et y conditionnent leur présence dans le champ.

Je ferai le point d'ici deux ans, à la fin de mon contrat d'apprentissage, sur l'impact que j'ai pu avoir. Si j'ai pu avoir un impact positif, c'est-à-dire pu contribuer à une réorientation du marché financier vers plus d'intérêt général, je resterai peut-être dans ce secteur. C'est ambitieux hein. Ça ne va pas marcher hein. (analyste ESG sell-side)

J'ai rencontré ce même analyste un an plus tard, alors qu'il s'était vu proposer un CDI. Ses doutes n'avaient pas disparu mais s'étaient au contraire intensifiés, et il réfléchissait à quitter le champ pour des raisons personnelles, liées à ses valeurs.

En fait, [...] je ne suis pas sûr de vouloir continuer là-dedans, parce que c'est un peu trop éloigné, comment dire, je fais aussi beaucoup de compromis dans mes valeurs, tu vois. Pas évident. Parfois j'apprends beaucoup et j'ai eu vraiment beaucoup de chance de créer ce projet, mais en même temps, je sens que c'est pas forcément le lieu, là je te parle très franchement hein, c'est pas forcément pro, c'est plus perso. C'est pas forcément le lieu où je serais, où j'aurais envie de continuer, où je m'épanouirais le plus. Et donc, aussi en termes de valeurs. Donc je réfléchis, et voilà. (analyste ESG sell-side)

Encore un an plus tard, j'ai appris par une connaissance en commun qu'il était en train de réfléchir à faire une thèse. C'est également ce qui était évoqué par une autre analyste, qui m'avait contactée justement pour parler de son idée de faire une thèse, mais qui entre-temps avait trouvé un autre travail, toujours dans la finance « responsable ». Encore un autre, très sceptique sur l'impact positif de son travail, réfléchissait à quitter le milieu financier pour faire quelque chose de plus « concret ».

Mais je pense que, je t'avoue que moi je suis quelqu'un qui attache une importance aux idées, à la réflexion, j'essaie de lire des gens qui sont vachement intéressants quelle que soit leur ligne politique, quel que soit le pays. Je pense

qu'à un moment, ça va me changer et j'aurai envie de faire des choses plus concrètes, peut-être avoir un impact plus sensible sur ce que je fais, ça reste encore à définir hein ! (analyste ESG buy-side)

*Acceptation : les analystes extra-financiers critiques mais pragmatiques*

Il y a aussi un groupe d'analystes qui sont conscients des limites de leurs pratiques mais ont adopté une attitude pragmatique. Ils s'en accommodent et acceptent que leur pouvoir de transformation n'est peut-être pas si important à ce qu'ils avaient espéré.

Je m'accommode de mes limites en tant qu'analyste parce qu'évidemment tu peux avoir certains idéaux, j'ai envie de faire bouger les lignes mais je me rends compte qu'aussi bien en interne ou en externe, mon pouvoir est quand-même assez limité. (analyste ESG buy-side)

Certains trouvent des moyens pour exprimer leurs interrogations sur ces limites, par exemple en prenant le temps d'être réflexifs sur les contradictions dans leurs pratiques et leur métier.

Et sur les paradoxes, parce que quand tu disais, comment combiner financier et extra-financier... Au début c'était compliqué pour moi, j'ai écrit un article qui n'est pas très intéressant mais qui m'a aidée [...] dans ma manière de me positionner sur mon job en fait. Parce que j'étais là, il y avait des paradoxes partout, ou des choses que je trouvais même contradictoires et j'ai essayé de, voilà, de voir comment faire avec ces contradictions. Et je me suis juste rendu compte qu'il fallait gérer certains paradoxes, mais que c'était possible même si pas forcément toujours évident quoi. (analyste-gérante intégrée)

Ce groupe d'analystes savent qu'ils ne pourront probablement pas sauver le monde avec leurs analyses, et que la finance ne pourra pas à elle seule piloter la transition. Mais cette réalisation ne les pousse pas à quitter le milieu. Ils sont nuancés par rapport à ce qu'ils peuvent accomplir avec leur travail, mais ne pensent pas forcément nuire ou aggraver la situation. A leur échelle, ils s'investissent pour améliorer les outils et les pratiques dans l'espoir de « peut-être, faire quelque chose de bien ».

Hier je discutais avec des gens de Sycomore sur un nouvel indicateur, la NEC. La NEC qui a plein de biais, mais il est vraiment bien pensé, il est quand-même, il essaie d'être simple tout en étant hyper complexe derrière. Et voilà, les gens qui l'ont développé ils sont critiques aussi, ils ont tous lu Servigne et... On a tous conscience des enjeux, on pense tous que ouais peut-être on fait quelque chose de bien. (analyste climat sell-side)

Ces analystes sont donc critiques mais pragmatiques, ils sont résolus à essayer d'améliorer les choses là où ils peuvent. Ils ne sont pas trop exigeants par rapport à l'impact qu'ils peuvent avoir, car « rien n'est jamais parfait et il faut l'avoir en tête parce que sinon on ne fait jamais rien » (analyste-gérante intégrée).

*Frustration et déprime : les analystes extra-financiers qui n'y croient pas*

Le dernier groupe d'analystes souffre le plus. Il s'agit de personnes qui ne croient pas que la finance pourrait apporter une solution aux défis sociaux et environnementaux. La montée en puissance de la matérialité comme injonction structurante à l'ensemble des analystes est pour eux le signe que les pratiques actuelles ne vont pas dans la bonne direction.

Au tout début c'était drivé par la valeur, les fonds éthiques et tout, et après tu arrives à un moment où quand-même tout le monde dit, non non non, mais il faut que ce soit conditionné à la matérialité financière, parce que, bah voilà, on est là pour faire du profit etc. etc. [...] mais en fait, non, parce que ça, c'est la source du problème. (analyste climat sell-side)

A l'inverse de certains collègues qui ont un cadre de références très financier et déconnectés de la réalité physique du monde, ils sont conscients de l'inadéquation entre système financier et limites planétaires.

Si on confronte au quotidien les chiffres entre ce qui doit être fait et ce qui est fait et ce qui va advenir, si on regarde la consommation d'énergie, les émissions de carbone, le besoin en ressources naturelles pour couvrir une économie bas carbone etc. etc., on se rend compte que les chiffres, ça ne colle pas en fait. (analyste ESG buy-side)

Face à cette réalité, la finance durable leur semble un leurre. Ils souffrent des limites de leur métier, qui les amène à promettre des choses auxquelles ils ne croient pas eux-mêmes.

Les limites, je trouve, que c'est actuellement un peu un jeu de dupes, c'est un peu une hypocrisie générale [...] C'est-à-dire la question c'est, est-ce que, si je prends juste la crise climatique, est-ce qu'elle est soluble dans le capitalisme, je pense que non, parce que la logique même du capitalisme va au rebours de ce qu'on devrait faire sur le plan climatique, c'est-à-dire protéger des ressources, consommer moins... [...] Je trouve que là, en étant analyste ESG, pour beaucoup de gens, je pense qu'ils se voilent la face. [...] Donc tout ça, fait que c'est ultra-frustrant. (analyste ESG buy-side)

Certains analystes parlent même du « syndrome de l'analyste ESG » et font la comparaison avec les climatologues. Leur attitude serait ainsi caractérisée par une certaine fatalité, un certain cynisme, voire la dépression.

Mais c'est marrant parce qu'il y a vraiment, je ne sais pas si on t'en a déjà parlé mais le syndrome de l'analyste ESG, et en particulier de l'analyste climat, c'est un syndrome que tu retrouves chez notamment les scientifiques du climat, qui font des dépressions, parce que, bah parce qu'ils passent leur temps à voir des modèles absolument cataclysmiques, et tout le monde s'en fout. Et j'ai l'impression, dans les AFD, quand je discute avec des gens, tout le monde, alors on n'est pas cyniques mais un peu... Alors on sait tous que ça va dans le mur, mais, voilà, quoi.. (analyste climat sell-side)

Pour conclure, les analystes financiers et extra-financiers rencontrés dans le cadre de cette thèse ont donc différentes réactions émotionnelles à l'adéquation ou à l'inadéquation entre leurs motivations et la réalité de leurs pratiques. Ceux qui souhaitent mettre l'ESG au service de la finance sont généralement satisfaits, car ils ont adopté l'idée selon laquelle l'intégration des critères extra-financiers leur permet d'avoir une vision plus complète des risques et opportunités des entreprises. Ceux qui souhaitent mettre la finance au service de l'ESG sont plus partagés : certains sont optimistes de pouvoir aligner leurs valeurs avec leur métier, en dirigeant la machine financière dans la bonne direction. D'autres doutent de la pertinence ou de la suffisance des pratiques de finance responsable pour faire face aux défis écologiques et sociaux actuels, et réfléchissent à quitter le milieu. Encore d'autres sont conscients des limites de leur pouvoir, qu'ils acceptent, mais ont trouvé une place pour leurs doutes ou continuent de penser qu'ils font peut-être quelque chose de bien, même si « rien n'est jamais parfait ». Ceux qui ne pensent pas que la finance pourrait avoir un impact positif sur des enjeux extra-financiers et qualifient l'ESG d'une « hypocrisie générale » souffrent le plus : ils témoignent de leur frustration à faire partie d'un « jeu de dupes », voire se comparent à des climatologues que personne n'écoute et qui développent des dépressions, car ils savent que « ça va dans le mur ».



# V. Reconnaissance, assujettissement et réification

Discussion



### **1. Le rôle de la reconnaissance dans le travail des analystes**

Dans cette thèse, j'ai cherché à comprendre comment les analystes produisent la performance ESG en interaction avec les normes et le discours financiers. Il s'agissait donc d'étudier la reconnaissance par l'analyste qui détermine ce qui constituera la performance ESG. Je m'inspire ici de la pensée d'Axel Honneth, pour qui la reconnaissance, assimilée à une identification préalable d'autrui et du monde, précède la production de connaissances. Mais l'analyste ne peut produire des connaissances jugées utiles au sein d'un champ que s'il est lui-même reconnu. Selon Judith Butler, la reconnaissance est conditionnée à l'adaptation à des normes sociales. Ainsi, la reconnaissance de l'analyste est liée à un certain nombre de conditions de la reconnaissance qui comprennent sa capacité à se rendre intelligible dans un certain langage mais également à répondre à une demande à laquelle il est exposé et qui colonise ses pratiques, transformant le projet même de l'analyse extra-financière.

### **2. Luttes de pouvoir autour de la vision du monde**

Ma thèse illustre comment les chiffres sont utilisés dans une lutte de pouvoir autour de la vision du monde. Cette lutte oppose les acteurs historiques de l'ISR, à l'origine d'importantes innovations méthodologiques visant à développer les meilleures métriques pour refléter la performance ESG dans toutes ses facettes, aux nouveaux entrants sur le marché, qui ont une perspective très financière sur la performance ESG. Cette lutte a une dimension discursive importante, mais se déroule également de manière plus frontale par des rachats d'agences et des batailles méthodologiques. Ma thèse souscrit ainsi aux constats de la sociologie de la quantification, et montre que ceux qui s'approprient la production des métriques sont également ceux qui sont en position d'établir et de garder une position dominante.

### **3. Contributions théoriques à la littérature sur l'accountability et sur la performativité (critique)**

Ma thèse apporte deux contributions théoriques. La première est à la littérature sur l'accountability et montre comment les professionnels dont c'est le métier de construire des mesures de la performance internalisent des normes qu'ils n'ont pas choisies et qui les contraignent à traiter le monde de manière réifiée (Honneth). Cette contribution dévoile la violence éthique (Butler) que l'assujettissement à ces normes provoque. La deuxième est à la littérature sur la performativité des outils et la performativité critique, et montre comment il est possible de lier les deux. Les analystes produisent eux-mêmes les normes qui les contraignent mais sont réflexifs sur leur travail et peuvent parfois traduire cette réflexivité dans leurs outils de manière à produire des résultats différents. Ils sont donc soumis à la performativité contraignante de leurs outils, mais également à l'origine d'un processus de performativité critique.

### **4. Produire des connaissances à partir de sa subjectivité par l'immersion et l'exploration**

Ma thèse combine une approche immersive et personnelle avec une démarche d'ouverture et d'exploration, dans laquelle la subjectivité est acceptée comme centrale pour la production de connaissances. Par rapport à l'auto-ethnographie ou l'enquête ethnographique, cette démarche combine une perspective détaillée et intime de l'intérieur d'une organisation avec une perspective plus large sur le champ dont celle-ci fait partie, ce qui fournit une double perspective sur un même phénomène, qui est étudié d'abord en profondeur, ensuite en largeur.

### **5. Commentaire sur le projet de mettre la finance au service de la transition**

La production d'un discours autour de la matérialité financière de l'ESG a provoqué une inversion des fins (mobiliser la finance pour appuyer la transition écologique et sociale) et moyens (diffuser un discours pour convaincre les acteurs financiers à se lancer). Plutôt que de se féliciter de l'engouement pour l'ESG « matériel », il me semble urgent d'étudier les répercussions concrètes de cette inversion sur la capacité de l'analyse extra-financière à servir la transition écologique et sociale.

## **Introduction à la discussion**

Dans cette thèse, je me suis d'abord concentrée sur les aspects empiriques de mon sujet. Étant moi-même issue du champ que je voulais étudier, il m'était impossible de faire autrement. L'envie de faire une thèse est née des tensions et frustrations vécues que je souhaitais mettre en perspective et non pas d'une énigme théorique que je souhaitais résoudre. A l'image des phases initiale et principale décrites dans le chapitre méthodologique, cette thèse s'est développée du petit au grand, du concret à l'abstrait : du vécu personnel à l'exploration des expériences des autres (à la recherche des « expressions d'une même problématique », afin d'« éclaircir les réponses possibles aux problèmes qui se répètent » Moriceau, 2004), de l'analyse « inductive » des données d'entretiens à la recherche d'un cadre théorique. Le choix pour le cadre théorique s'est fait assez tardivement, seulement après avoir analysé l'ensemble de mes données et après avoir écrit le chapitre « résultats ». « La recherche qu'on fait n'est pas la recherche qu'on raconte », c'est pourquoi j'ai introduit le cadre théorique avant de présenter les résultats, pour pouvoir discuter ici comment j'articule les deux ensemble.

J'ai réfléchi à de nombreuses théories qui semblaient appropriées pour interpréter mes données, dont, dans l'ordre : les théories du paradoxe et des tensions (Smith & Lewis, 2011; Van der Byl & Slawinski, 2015), pour mettre l'accent sur les tensions inhérentes à la construction de narratifs sur la performance ESG ; la dissonance cognitive (Festinger, 1962) pour théoriser comment les analystes gèrent ces tensions au niveau individuel ; les *social studies of finance* (Chambost, Lenglet, Tadjeddine, & Aglietta, 2016; MacKenzie, 2006), pour mettre l'accent sur l'imbrication sociale des analystes et des dispositifs financiers qu'ils produisent ainsi que sur leurs effets performatifs sur la performance produite ; les théories néo-institutionnelles (Gray, Purdy, & Ansari, 2015; Hardy & Maguire, 2010), pour se focaliser sur la structuration et la transformation de champs sociaux et les échanges entre les niveaux micro (les analystes), meso (les agences de notation et sociétés de gestion) et macro (le « marché ») dans ces processus de changement. Chacun de ses cadres aurait permis une discussion théorique intéressante de mes résultats. Chacun aurait mis l'accent sur des aspects différents du processus de production de la performance ESG par les analystes, qui auraient tous été pertinents à mettre en lumière. Le choix final s'explique par une volonté de retourner aux origines de cette thèse, à savoir la motivation principale qui a été de comprendre et de mettre des mots sur un vécu. Même si l'identification de certains processus institutionnels à l'origine de ce vécu a été l'une des principales leçons que j'ai pu tirer de cette expérience de thèse, pour la restitution de ce travail,

j'ai voulu reprendre un ton plus personnel. C'est pourquoi le cadre choisi remet le focus sur l'individu et les normes qui le forment et contraignent. « Personnel » ne veut pas dire « individuel » : ce que je cherche à mettre en avant ici, ce sont bien des expériences partagées par un grand nombre de personnes et qui, à mon sens, permettent de comprendre les effets d'un processus d'institutionnalisation où, paradoxalement, la reconnaissance de la performance ESG mène à la négation de ses particularités par rapport à la performance financière.

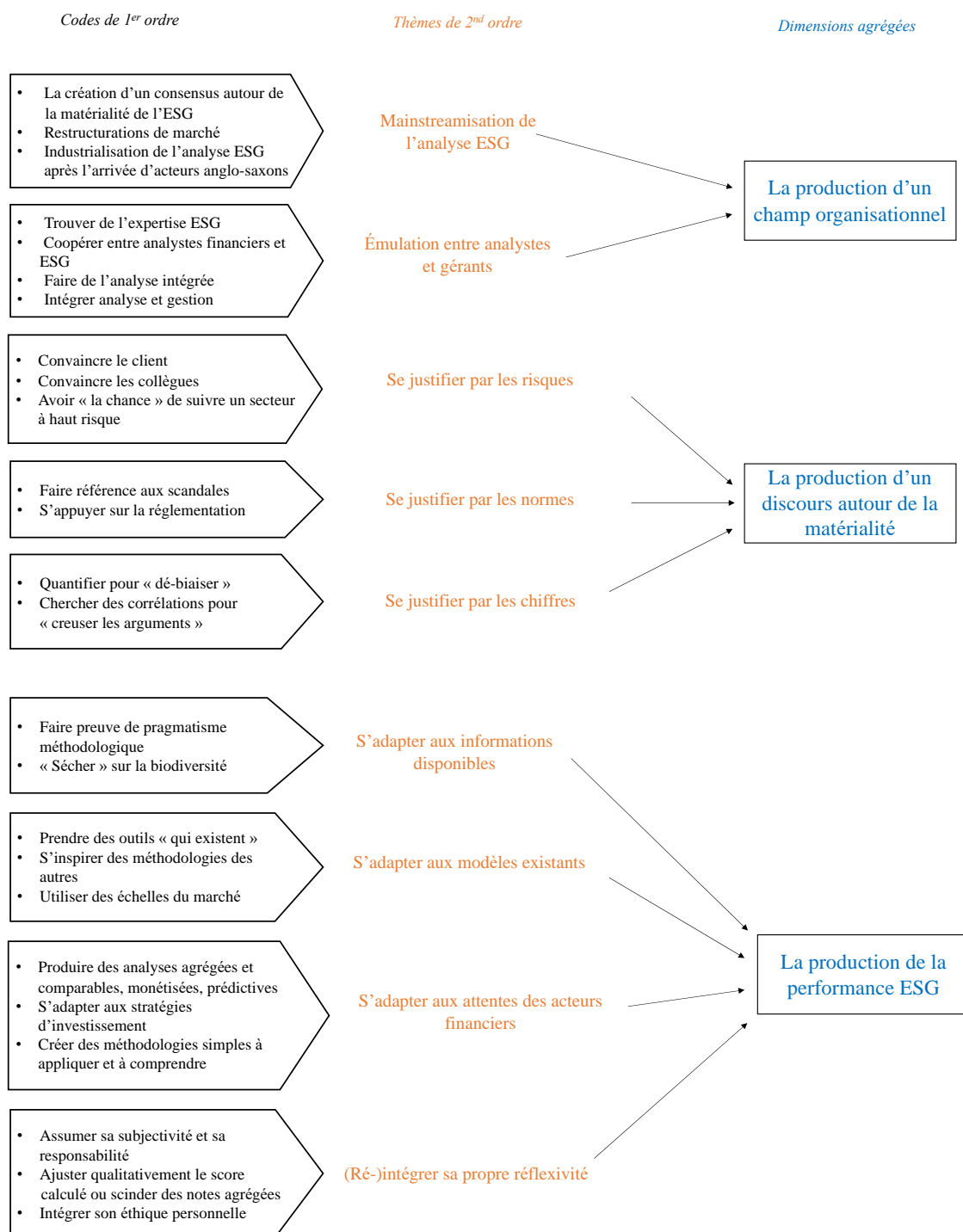
Ce dernier chapitre de la thèse est organisé comme suit. Dans un premier temps, j'applique le cadre théorique inspiré d'Axel Honneth et de Judith Butler pour interpréter mes résultats. Pour rappel, le cadre propose d'utiliser le concept de reconnaissance de deux différentes manières : d'abord, comme processus cognitif, dans lequel « la reconnaissance précède la connaissance ». Les analystes doivent d'abord reconnaître ce qui fait partie de la performance ESG avant pouvoir la mesurer, même si, comme je l'expliquerai ci-dessous, il ne s'agit pas d'une création ex nihilo ou d'un processus linéaire. Ensuite, comme processus de légitimation sociale. Sont reconnus comme membres légitimes d'un champ donné ceux qui connaissent les normes en vigueur dans le champ en question. Les analystes étudiés, pour être reconnus comme professionnel et produire des analyses qui soient « reconnaissables » par leurs clients, doivent donc se conformer à un certain nombre de normes épistémiques et discursives. L'application du cadre permettra de montrer comment le processus de reconnaissance cognitive est influencé par le processus de reconnaissance sociale : l'identification des thématiques et des manières de mesurer est médié par des normes et des dynamiques sociales qui déterminent la reconnaissance professionnelle des analystes. Après avoir commenté la figure qui visualise l'interprétation de mes résultats à la lumière du cadre, je rentre plus dans les détails, et développe comment l'analyste peut être conceptualisé comme un individu exposé à une demande extérieure, demande qui doit être honorée selon des normes qui ne lui appartiennent pas, mais dont les choix méthodologiques échappent parfois à ces normes pour renouer avec une certaine opacité.

Je détaille mes contributions dans la deuxième partie de cette discussion. Une première contribution empirique à la sociologie de la quantification vient illustrer comment des luttes de pouvoir autour de la vision du monde se déroulent par des batailles méthodologiques. Deux contributions théoriques sont proposées, l'une à la littérature sur l'accountability et l'autre à la littérature sur la performativité des outils et la performativité critique. La première dévoile la souffrance éthique qu'éprouvent ces professionnels dont le métier est le produit direct de l'expansion d'un régime d'accountability quantifié et financiarisé, quand ils sont obligés de

reproduire des normes discursives et épistémiques qui divergent de leurs convictions et motivations. Contre leur gré, ils contribuent au renforcement d'une forme de performativité réifiante dans leurs outils d'analyse, conçus pour analyser le monde uniquement sous le prisme de l'économie. C'est d'autant plus le cas dans le monde de la finance, qui est déconnectée de l'économie « réelle » et qui se base en grande partie sur des processus autoréférentiels. Mais même dans ce contexte, la performativité réifiante que les analystes matérialisent dans leurs outils n'est pas complètement fermée. Ma deuxième contribution théorique propose en effet de lier la performativité des outils avec la performativité critique. C'est la pensée de Butler sur la répétition des normes qui me permet de le faire : à chaque analyse, les analystes ont la possibilité de légèrement reformuler leur cadre d'analyse. Ils le font en intégrant leur propre réflexivité, en adoptant d'autres manières d'analyser ou en étendant leur périmètre d'analyse. Ces reformulations sont parfois traduites dans les outils, où ils laissent des traces durables et vont impacter comment la production de la performance ESG sera produite dans le futur. Je présente également ma contribution méthodologique, qui se distingue par sa dimension subjective assumée mais mise à l'épreuve par l'ouverture vers un champ et la diversité des points de vue qu'on y constate. Enfin, je décrirai ma contribution empirique, en proposant quelques réflexions sur l'inversion des fins et des moyens à l'œuvre dans l'analyse extra-financière depuis que celle-ci se concentre sur l'ESG dans sa dimension « matérielle », et sur ce que cela implique pour la capacité de l'ESG à opérer une véritable transition écologique et sociale.

# 1. Le rôle de la reconnaissance dans le travail des analystes

Pour rappel, mes résultats peuvent être résumés dans la structure de données suivante :



La structure visualise les trois dimensions agrégées issues de mon analyse et interprétation des extraits d'entretien : la production d'un champ organisationnel, la production d'un discours autour de la matérialité et la production de la performance ESG<sup>110</sup>. J'expliquerai à présent, étape par étape, comment je transforme les dimensions agrégées et les thèmes de second ordre de la structure de données en une figure dynamique à l'aide du cadre théorique inspiré d'Axel Honneth et de Judith Butler.

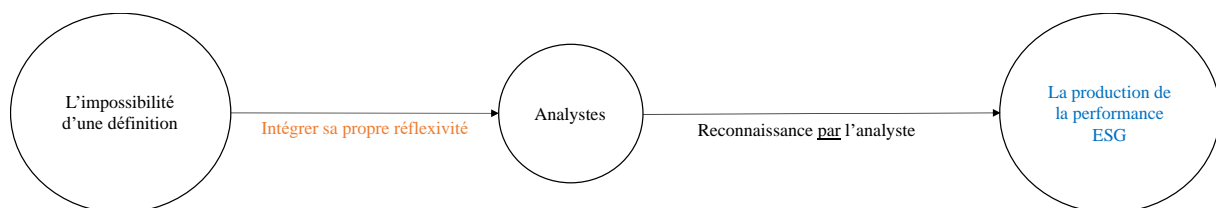
### 1.1. Axel Honneth et la reconnaissance par l'analyste

Le point de départ est l'impossibilité d'une définition de la performance ESG des entreprises (Gray, 2010 ; Boiral & Henri, 2015). La production d'une performance ESG sans définition préalable requiert l'intégration de sa propre réflexivité afin d'identifier son objet épistémique (Du Rietz, 2014) : avant d'évaluer la performance ESG, il faut d'abord déterminer en quoi elle consiste. L'analyste ne peut pas tout prendre en compte ; il doit choisir ses combats : « on communique sur des sujets que je, ou que chaque analyste, va choisir » (analyste intégrée buy-side, résultats p. 254). L'analyste joue donc un rôle important dans la délimitation des thématiques qui rentrent dans le périmètre de la performance ESG et qui auront par conséquent un impact sur les décisions d'investissement. Dans cette première étape, l'intuition de l'analyste joue un rôle important : certains estiment ainsi que « la meilleure façon d'analyser une entreprise sur sa performance ESG est de prendre un bon analyste ESG et de lui dire, voilà, tu dois analyser cette entreprise-là, t'as carte blanche » (analyste ESG sell-side, voir résultats p. 315). Bien sûr, l'analyste n'a jamais carte blanche ; il y a toujours des allers-retours entre les grilles de notation déjà constituées et l'intuition de l'analyste, et ces deux éléments se façonnent mutuellement. Mais les catégories déjà constituées peuvent être perçues comme un cadre trop étroit ou trompeur ; c'est pourquoi certains désactivent des critères automatiques pour « redonner l'entière responsabilité à l'analyste » et éviter des « comparaisons de choux et de carottes » (analyste buy-side, voir résultats p. 316). Les analystes aiment se considérer comme autonomes et capables d'identifier les enjeux importants dans tel ou tel secteur. Leur expérience sectorielle les aide à produire des jugements. En désactivant des critères automatiques, ils cherchent à examiner les entreprises d'abord de manière qualitative, afin de pouvoir contextualiser et de déterminer, au cas par cas, ce qui est important. Ils reviennent ainsi sur

---

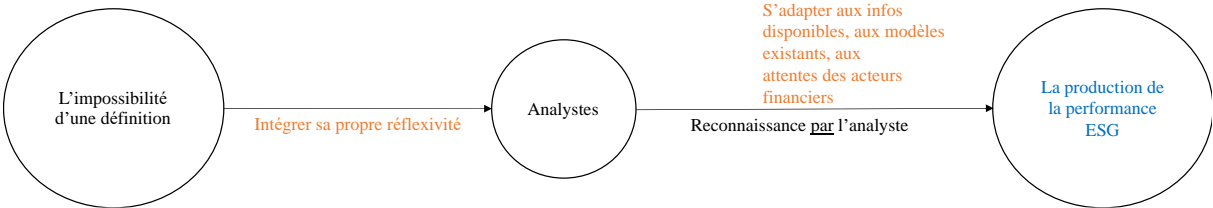
<sup>110</sup> Le code couleur permet de retrouver les thèmes de second ordre et les dimensions agrégées de la structure de données dans la figure qui sera proposée ci-après.

« l'engagement primaire » (Honneth) ou encore sur la « qualité sous-jacente » (Dewey) qui précède tout acte de mesure et d'évaluation. D'autres analystes, et j'y reviendrai après, se laissent toucher par certaines thématiques qui les tiennent à cœur pour des raisons personnelles, et intègrent ces thématiques à leurs analyses. Dans ces cas-là, « l'engagement primaire » prend un sens affectif. Les analystes semblent donc parfois accorder une importance aux thématiques environnementales, sociales ou de gouvernance qui dépasse les catégories méthodologiques. Je propose de qualifier cette importance de « reconnaissance », une reconnaissance qu'Axel Honneth définit comme « l'importance existentielle qu'un objet possède pour un sujet » (Honneth & Haber, 2008). Je m'inspire de la pensée de Honneth pour conceptualiser la reconnaissance par l'analyste dans le processus de production de la performance ESG. J'emprunte ce concept forgé par Honneth pour deux raisons : d'abord, pour signaler qu'en l'absence de définition de la performance ESG, il faut d'abord reconnaître en quoi elle consiste. Ensuite, pour illustrer le souci exprimé par certains analystes à effectuer leurs analyses avec attention pour ce qu'il y a derrière les indicateurs. Mais une application littérale de la pensée de Honneth sur la reconnaissance par l'analyste ne serait pas adéquate pour au moins deux raisons. Premièrement, les analystes ne produisent jamais à partir de rien, mais toujours au moins partiellement à partir de catégorisations qui étaient déjà là et qui orientent leur regard. La reconnaissance par l'analyste repose donc à la fois sur son intuition et sur des dispositifs matériels. Deuxièmement, pour Honneth, cette reconnaissance précède l'internalisation des normes : il s'agit simplement d'une « identification préalable », « une manière précognitive de prendre une certaine attitude » (Honneth & Haber, 2008, p. 101). Cette attitude consiste en la reconnaissance des liens existentiels qui nous lient avec autrui et avec le monde et précède donc la reconnaissance comme lutte qu'il a théorisée ailleurs (Honneth, 1996). En m'inspirant de la pensée de Judith Butler qui, avec d'autres, a commenté la proposition de Honneth du primat de la reconnaissance comme pratique sociale (Honneth, Butler, Geuss, & Lear, 2008), je montrerai dans ce qui suit que la reconnaissance par l'analyste n'est pas antérieure à la médiation par les normes.



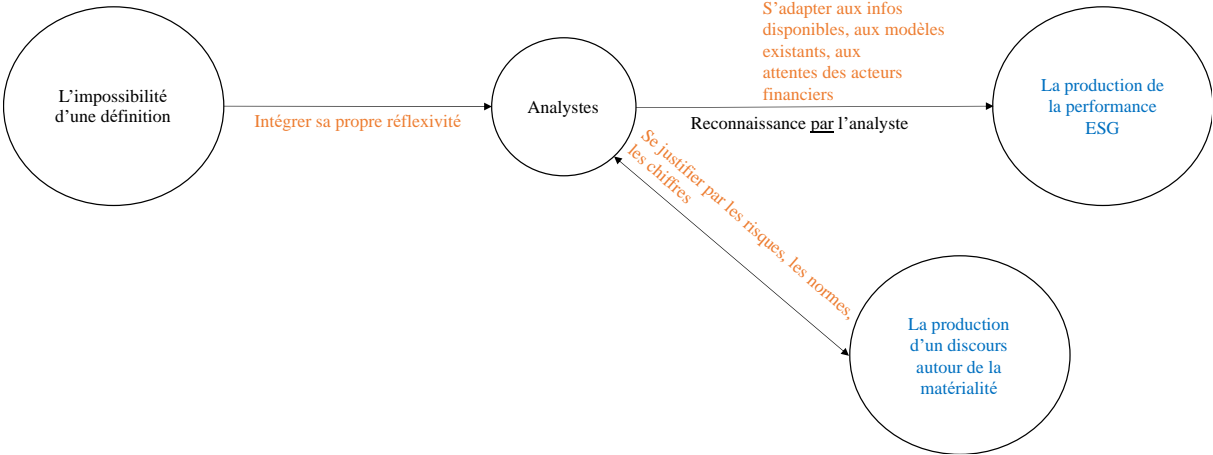
### 1. Reconnaissance par l'analyste : la production de la performance ESG

Car les analystes ne sont pas autonomes dans leur production méthodologique et analytique. Malgré leur conviction qu'un bon analyste ESG sait identifier les critères qui sont importants pour une entreprise donnée ou encore leur attachement personnel à certaines thématiques, leurs choix épistémiques sont médiés par la disponibilité des données, la préexistence de certains schémas d'analyse et l'utilité anticipée pour leurs clients. Ils s'adaptent ainsi aux informations disponibles, aux modèles existants et aux attentes des acteurs financiers. Ces multiples adaptations façonnent la performance produite, qui se veut quantifiée, comparable et commensurable.



2. La production de la performance ESG en s'adaptant

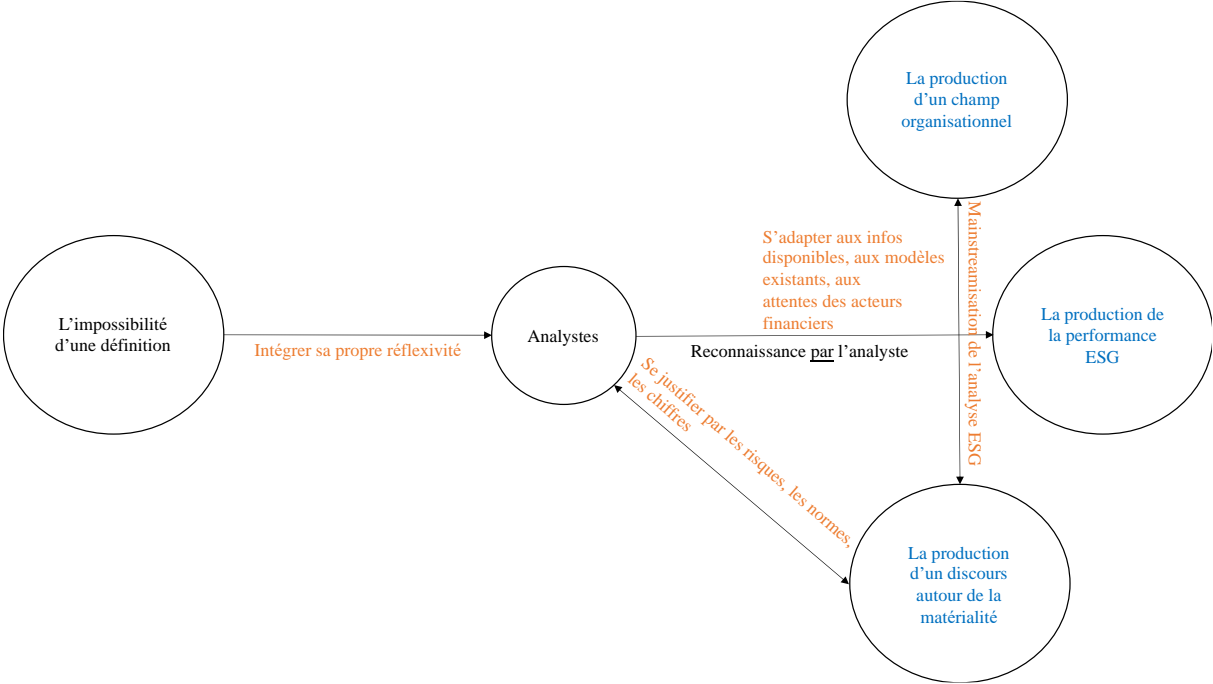
Après une multiplication d'études et le travail institutionnel d'acteurs comme PRI, le champ de l'analyse extra-financière a vu naître, ces dernières années, un consensus sur la matérialité de l'ESG (Dumas & Louche, 2015 ; Young-Ferris, 2013). Ce consensus impacte le discours des analystes, qui ont tendance, quand ils cherchent à justifier leur travail, à faire référence aux risques, aux normes et aux chiffres. Le discours sur la matérialité financière de la performance ESG limite les arguments à disposition des analystes et est en même temps renforcé par leurs justifications. Les analystes contribuent donc à la production d'un discours autour de la matérialité.



3. La production d'un discours autour de la matérialité

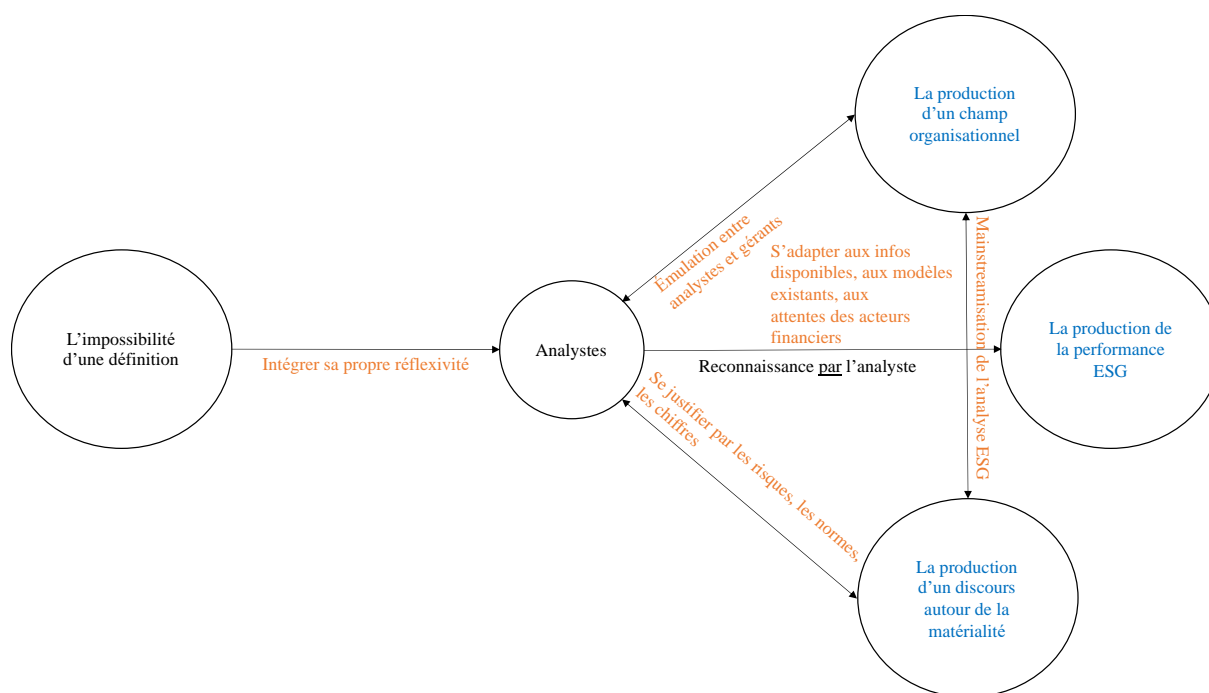


C'est ce discours autour de la matérialité qui a fait monter en flèche la demande pour des analyses ESG, y compris parmi des acteurs financiers mainstream. Le discours a donc contribué à une mainstreamisation de l'analyse ESG qui a fait naître un champ organisationnel autour de l'analyse ESG de plus en plus industrialisée et intégrée à l'analyse financière. Les acteurs qui proposent désormais des analyses intégrées le font en réponse à une demande est le produit du discours autour de la matérialité et y adaptent leurs arguments de vente. Le champ et le discours sont ainsi en interaction constante.



4. La production d'un champ organisationnel en interaction avec le discours

Le champ organisationnel influe sur l'identité même des analystes, qui se réinventent pour répondre à la demande pour des analyses intégrées. Cela provoque un processus d'émulation entre analystes et gérants qui s'exprime par une multiplication des profils hybrides entre analystes et gérants financiers et extra-financiers. Ces nouveaux profils constituent une réponse à une demande qui vient du champ et l'enrichissent simultanément.



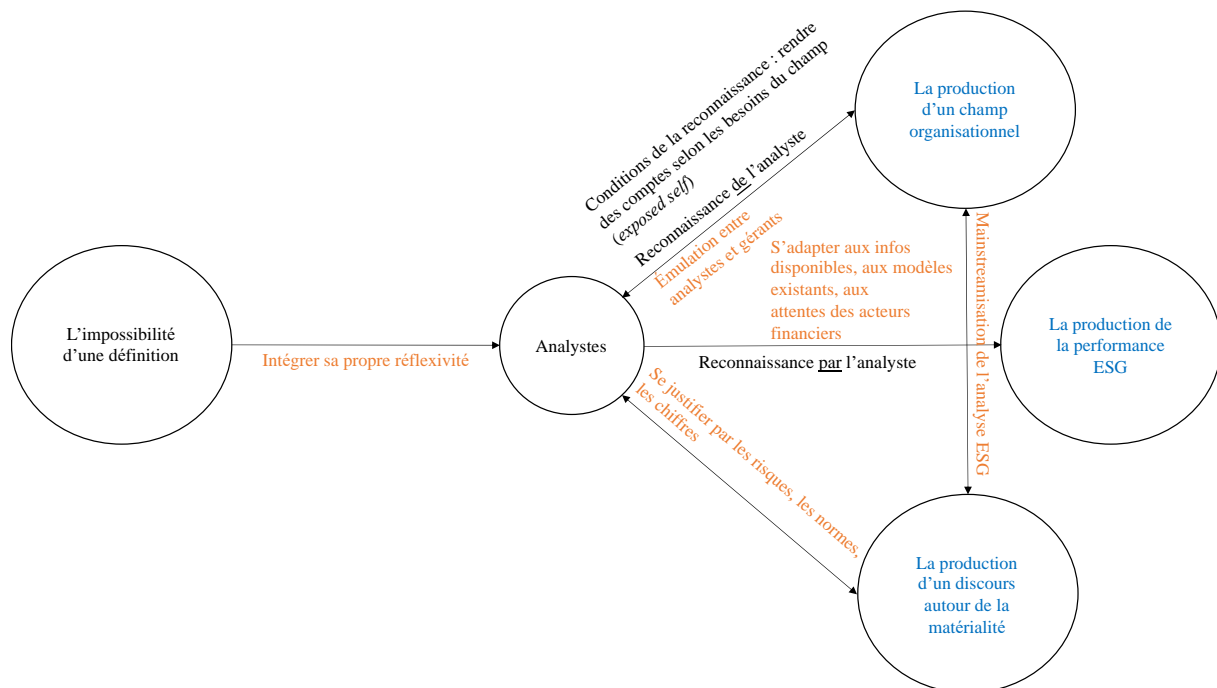
## 5. Émulation entre analystes et gérants en interaction avec le champ

Maintenant que j’ai expliqué le processus de production de la performance ESG par les analystes en interaction avec le discours autour de la matérialité et le champ organisationnel, en prenant comme point de départ l’impossibilité d’une définition qui nécessite la reconnaissance au sens d’Axel Honneth pour produire la performance (reconnaissance par l’analyste), je peux intégrer la notion de reconnaissance selon Judith Butler (reconnaissance de l’analyste). Ici, il ne s’agit plus de la reconnaissance des thématiques qui font partie de la performance ESG, mais de la reconnaissance de l’analyste comme professionnel et membre d’un champ organisationnel. Pour cela, je mobilise la typologie proposée par Messner (2009) à partir de la pensée de Butler : les analystes sont **exposés** à des demandes qui viennent du champ et doivent y répondre dans des formes **médiées** par certaines normes et conformes à un certain discours. Or, comme la performance ESG est impossible à définir, ils sont parfois tentés de réintégrer leur réflexivité, même si cela provoque une **opacité** qui entrave leur reconnaissabilité aux yeux de leurs collègues ou clients.

### 1.2. Judith Butler et la reconnaissance de l’analyste

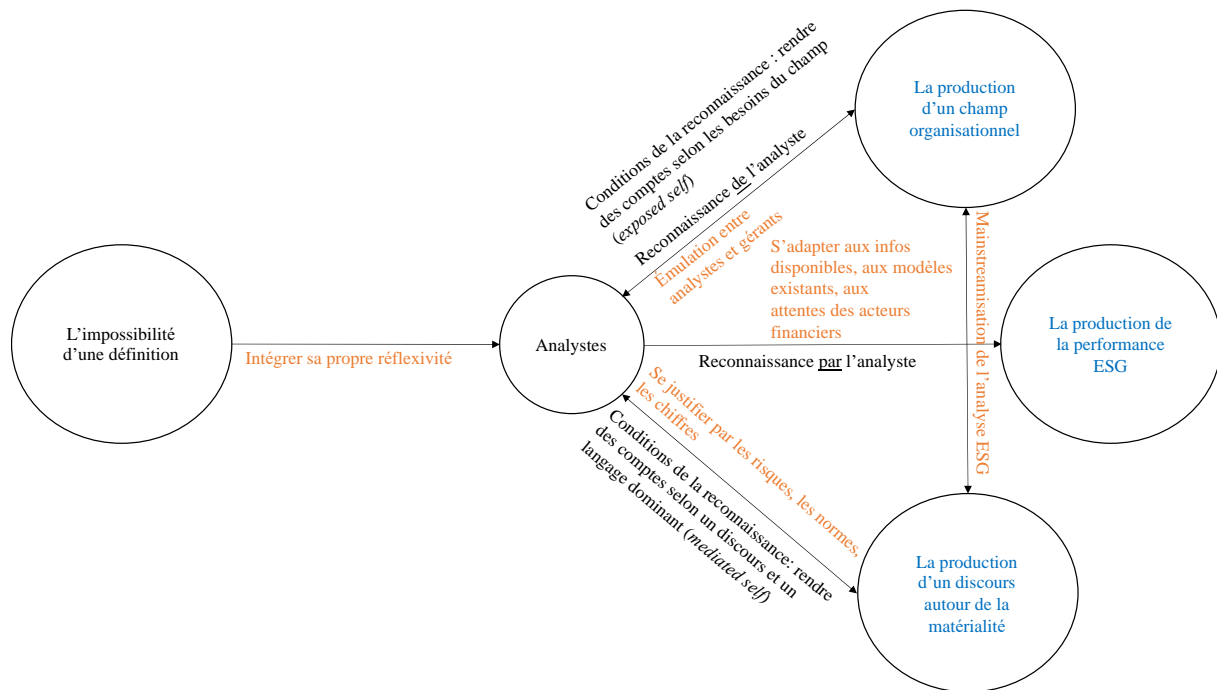
Les analystes tirent leur raison d’être d’une demande qui leur est adressée par les investisseurs, émanant du champ organisationnel. Ils sont donc **exposés** à des sollicitations formulées par le

marché. Cette exposition est constitutive de leur identité professionnelle : c'est l'explosion de la demande d'analyses intégrées qui provoque une émulation entre analystes et gérants et créé de nouveaux profils intégrés. Afin d'être reconnus, les analystes doivent donc rendre des comptes selon les besoins du marché.



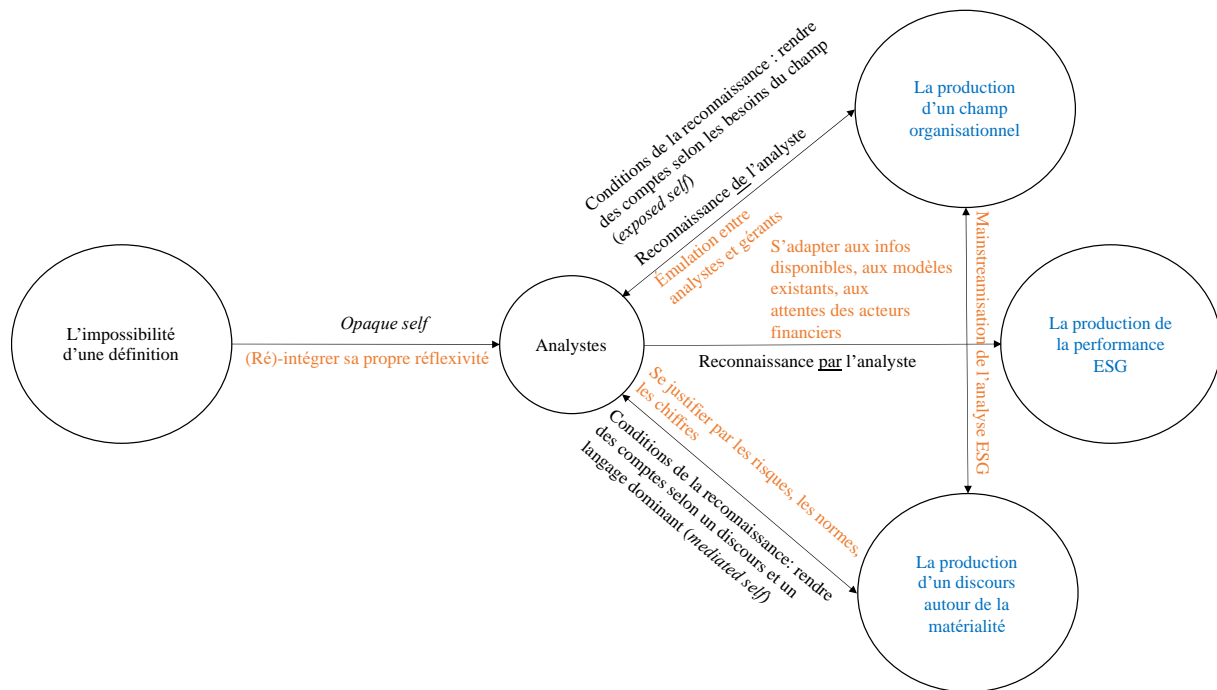
## 6. Exposition de l'analyste à une demande qui vient du champ organisationnel

Or, cette demande peut devenir invasive lorsqu'elle n'accepte d'être honorée que dans certaines formes. Pour être considérés comme des membres légitimes de cette communauté et paraître professionnel, les analystes doivent se justifier en référence au discours autour de la matérialité. Ils sont **médiés** par ce discours les incitant à se justifier par les risques, les normes et les chiffres. Ce langage concerne également les analyses produites : pour se rendre intelligibles pour les acteurs financiers, les analystes ESG doivent se conformer à leurs attentes concernant la forme et le contenu des analyses proposées. C'est pourquoi ils s'adaptent aux informations disponibles, aux modèles existants et aux attentes des acteurs financiers quand ils produisent la performance.



## 7. Médiation de l'analyste par un langage et un discours dominant

En revanche, comme le montrent mes résultats, les analystes ne font pas que s'adapter aux injonctions du champ et du discours. Ils sont tous conscients de la complexité associée à la production de la performance ESG et certains ont ou prennent la marge de manœuvre pour la rendre plus visible. Malgré la rigueur affichée de leur méthodologie, ils ajustent manuellement le score automatiquement calculé quand celui-ci ne correspond pas à leur ressenti. Ils intègrent des thématiques qui les intéressent personnellement, même si le lien avec la matérialité est tenu. Ils assument leur subjectivité en désactivant des critères automatiques pour mieux pouvoir contextualiser. Ils réintègrent donc leur réflexivité et acceptent l'opacité qui s'associe nécessairement à la production de la performance ESG, dont il est impossible de produire une définition unique.



8. Figure dynamique complète : la production de la performance ESG en acceptant son opacité

L'interprétation de mes résultats à la lumière du cadre théorique tiré de Butler et de Honneth me permet deux choses. Premièrement, elle me permet de mieux comprendre l'origine des tensions auxquelles sont soumis les analystes quand ils analysent la performance ESG et donc de reboucler avec ma motivation initiale pour me lancer dans cette thèse. Mais elle me permet également d'aller plus loin, et d'introduire la notion de reconnaissance, afin d'expliquer en quoi elle est centrale dans le travail des analystes et constitutive de leurs pratiques. D'abord, la reconnaissance par l'analyste qui, en mobilisant son intuition en interaction avec les grilles méthodologiques à sa disposition, reconnaît ce qui fait partie de la performance ESG. Il s'agit ici d'une conceptualisation de reconnaissance inspirée de la pensée d'Axel Honneth, pour qui la reconnaissance précède la connaissance. Le caractère mouvant, multiforme et contradictoire de l'ESG rend difficile la traduction de ce processus dans des analyses cohérentes. Mais l'analyste n'est pas libre dans ses pratiques ; sa situation exposée et médiée ne lui autorise pas l'opacité qui est y est nécessairement associée. Il y a un autre processus de reconnaissance à l'œuvre ici ; il s'agit de la reconnaissance de l'analyste. Cette reconnaissance conditionne son acceptation comme professionnel au sein du champ organisationnel dont il fait partie et est accordée par celui-ci. Il y a un certain nombre de conditions à cette reconnaissance, qui sont *in fine* les normes auxquelles l'analyste doit se conformer pour paraître professionnel et se rendre

intelligible au sein du champ financier. Ces normes émanent à la fois du champ est du discours qui y règne et concernent la forme et le contenu des analyses qu'il produit. Celles-ci doivent être compatibles avec le discours autour de la matérialité, mais également correspondre aux normes de présentation propres aux analyses financières. Ces normes sont invasives dans le sens où elles colonisent et transforment les pratiques des analystes.

Maintenant que j'ai expliqué la vue d'ensemble, je propose de commenter plus en détail mon interprétation des résultats à la lumière du cadre théorique choisi. J'expliquerai d'abord en quoi l'analyste peut être considéré comme un acteur exposé à une demande qui vient coloniser ses pratiques, même si cette demande peut être plus ou moins invasive et prend des formes différentes selon le profil de l'analyste. Je décrirai ensuite comment l'analyste est médié par un certain discours et certaines normes quand il produit la performance ESG. La reconnaissance de l'analyste comme membre légitime d'un champ donné est conditionnée à sa capacité à répondre à cette demande dans des termes considérés adéquats. Enfin, je montrerai en quoi la reconnaissance par l'analyste peut être appréhendée comme une entreprise opaque, difficile à rendre intelligible dans le langage des marchés financiers. Parfois, la réflexivité introduite par l'analyste crée une opacité qui va compromettre sa reconnaissabilité au sein du champ.

### *1.2.1. Exposed self*

*On ne commence à « exister » qu'en vertu de cette dépendance fondamentale à l'égard de l'adresse de l'Autre. On « existe » non seulement parce que l'on est reconnu, mais, plus fondamentalement, parce que l'on est reconnaissable. (Butler, 2017, p. 26)*

Le sujet selon Butler n'est pas autonome ; il se développe en réponse à une demande formulée par un autre en articulation avec des normes qui le rendent reconnaissable. Il tire son identité de ces deux éléments qui précèdent sa genèse. C'est pareil pour les analystes ESG ou intégrés : ils existent pour répondre à une demande qui leur est adressée. Car l'explosion de la demande pour des analyses extra-financières a permis une nouvelle reconnaissance des analystes ESG, qui sont désormais considérés sur un pied d'égalité avec les gérants, alors qu'il y a dix ans, ils étaient encore « les hippies de la finance » (directeur méthodologique, agence de notation ESG, voir résultats p. 201). Mais cette demande a également transformé le profil et les pratiques de l'analyste extra-financier, même si elle s'exprime de différentes manières pour les analystes qui travaillent pour des clients externes (sell-side) et pour ceux qui produisent des analyses pour des gérants de leur propre structure (buy-side).

Pour les analystes sell-side, cette demande vient du « marché » et la réponse doit être rendue dans une forme dictée par des normes qui déterminent son utilité pour ce marché, c'est-à-dire comparable, agrégée, voire monétisée et prédictive. Des agences de notation ESG comme Vigeo-Eiris ont ainsi créé de nombreux dispositifs pour garantir l'homogénéité des analyses : des instructions très détaillées sur comment noter, différentes phases de contrôle, des formations (voir résultats, p. 300). D'autres, comme Carbone 4, ont dû traduire des enjeux non-financiers en termes monétaires pour que ça parle aux acteurs financiers, « qui aiment voir des euros ou des dollars » (Jean-Yves Wilmotte, manager pôle finance, voir résultats p. 302). Il s'agit donc de produire des analyses dans une forme dictée par la demande extérieure.

Pour les analystes buy-side qui travaillent pour des sociétés de gestion, la demande vient indirectement également du « marché ». Les sociétés de gestion gèrent des actifs pour des clients institutionnels ; ce sont eux qui sont à l'origine de la demande pour des portefeuilles estampillés « ESG ». La demande trouve donc bien sa source à l'extérieur de la société. Mais les investisseurs institutionnels paient un forfait qui inclut analyse et gestion de ces portefeuilles ; ils n'ont pas toujours droit de regard sur le détail des analyses. L'analyste qui travaille pour une société de gestion doit donc en premier lieu rendre des comptes à sa propre organisation. C'est pour cette raison que les analystes buy-side ont généralement plus de liberté dans leurs pratiques et peuvent se permettre de produire des analyses moins standardisées (et donc moins comparables). S'ils n'échappent pas à la demande pour une offre incluant une composante « ESG », l'injonction concerne moins la forme des analyses que son contenu, qui se veut de plus en plus « intégré ». Cette demande a transformé les pratiques et profils des analystes, qui se forment à l'analyse intégrée ou se convertissent en analystes-gérants intégrés. Certains analystes que j'ai rencontrés affirment se sentir « analyste intégré » plutôt qu'analyste financier ou ESG. Leur exposition à une demande concernant le contenu des analyses provoque donc une émulation entre analystes et gérants qui transforme les profils<sup>111</sup>.

La demande n'influe pas uniquement sur la forme et sur le contenu des analyses produites ; elle conditionne également leur quantité. Car pour les analystes qui travaillent dans les agences de notation, la mainstreamisation de l'analyse ESG a fait naître une demande pour une

---

<sup>111</sup> Les analystes sell-side sont également concernés par des transformations de profil, surtout les analystes qui étaient auparavant spécialisés sur l'analyse financière pure, par exemple dans le domaine des obligations.

« couverture » large, afin de pouvoir satisfaire les besoins d'investissement importants des grands gérants d'actifs ou des investisseurs institutionnels. La demande pour des analyses couvrant des univers larges a accéléré les pratiques d'analyse ; certains n'ont pas hésité à parler d'une « industrialisation » de l'analyse ESG et déplorent une perte de qualité. Cette industrialisation n'a pas seulement transformé les pratiques d'analyse mais également la structure même des premières agences de notation qui peuplaient le champ de l'ISR qui a précédé la constitution du champ de l'ESG. L'ISR était (surtout) motivé par une volonté d'investir dans les entreprises considérées vertueuses ; il s'agissait donc surtout de démontrer que les méthodologies étaient capables de sélectionner ces entreprises-là ; c'était un « sujet méthodologique ». Depuis que c'est devenu « un marché », ce qui détermine l'utilité des analyses pour les investisseurs, c'est surtout leur couverture : « Je pense que des acteurs comme Vigeo, comme Oekom, à une époque où le sujet était un sujet méthodologique, où il fallait convaincre des gens de l'importance de ces sujets-là, ouais, Vigeo et Oekom étaient les bons acteurs. Et puis quand c'est devenu un marché, je pense qu'il n'y a plus rien à faire, c'est MSCI et Sustain, enfin ou alors il faut aller plus vite » (directeur des méthodes, voir résultats p. 217). Afin de pouvoir « aller plus vite », les agences se consolident dans l'espoir de faire des économies d'échelle ; certaines sont absorbées par les mastodontes de l'analyse financière.

Le corollaire de la demande pour des analyses intégrées est une injonction à la justification par l'argument matériel. En effet, la raison pour laquelle on cherche désormais à intégrer des aspects non-financiers dans des analyses financières est que l'on croit que ceux-ci auront un impact sur la performance financière des entreprises. Les analystes buy-side, qui défendent leurs analyses devant les gérants de leur structure, doivent donc se justifier en fonction de cet argument-là. S'ils ont une relative liberté sur les thématiques qu'ils souhaitent mettre en avant, les analystes semblent privilégier les enjeux les plus clairement assimilables à des risques financiers, voire s'estiment « chanceux » quand ils suivent un secteur à haut risque ESG. Les analystes sell-side, qui vendent leurs analyses à des clients externes, adaptent leur discours aux sensibilités du client qu'ils ont en face d'eux. L'analyste climat qui sait bien que l'investisseur d'un hedge fund n'en a « rien à battre » du climat ne va « pas du tout faire le même pitch à un mec dont [il] sai[t] qu'il est SRI impact et un mec qui est mainstream » (voir résultats, p. 244). Le profil et la demande du client façonne le discours des analystes ; mais nous avons également vu que certains d'entre eux privilégient le discours autour de la matérialité même face à des clients qu'ils savent sensibles à l'argument éthique. Par peur de « braquer les gens », les analystes se gardent ainsi d'exposer leurs « opinions très personnelles sur comment le monde



devrait être » (analyste ESG sell-side, voir résultats, p. 246). Si, pour les premiers acteurs de l'ISR, l'argument était que la finance « devait maintenant être un peu plus vertueuse » (pionnier 1, voir résultats, p. 194), aujourd'hui, même les analystes qui travaillent pour des clients qu'ils savent intéressés par les dimensions éthiques de l'ESG semblent se retenir d'en parler.

Comme le notent Dumas & Louche (2015), l'intensification de la demande a permis la professionnalisation du marché mais également la transformation de ce que les auteurs appellent sa « croyance collective » : « [...] as the discourse shifted from ethics to market logics, RI [responsible investment] matured and attained greater professionalization, but also became less critical of mainstream finance. The collective beliefs in the fifth, "ESG years", period show no sign of RI altering the financial order, but point rather to RI *being modified by conventional finance as it is slowly co-opted by the financial community* » (c'est moi qui souligne) (p. 26-27).

L'interprétation de mes résultats à travers le prisme inspiré de la pensée de Butler, qui insiste sur notre exposition à une demande qui peut devenir invasive, me permet de compléter l'analyse de Dumas & Louche. En effet, la montée en puissance de l'ESG n'a pas seulement provoqué une transformation du discours mais également une transformation des pratiques et des identités. Elle a colonisé les méthodologies, et par extension la performance qu'elles sont censées mesurer : du côté sell-side, il ne s'agit plus de trouver la meilleure méthodologie pour évaluer la « véritable » performance extra-financière des entreprises, il s'agit surtout de répondre à la demande du marché pour plus de couverture. L'« ESG » semble devenu une étiquette, une case à cocher. Du côté buy-side, lorsque des analystes cherchent à intégrer des risques et opportunités extra-financiers à leurs analyses financières, il ne semble plus y avoir de sous-jacent normatif à ces méthodologies, car ce qui compte, c'est l'ESG au prisme de ses répercussions financières. La performance ESG devient ainsi totalement tautologique et le projet de l'analyse extra-financière est vidé de son contenu.

Beaucoup de mes interlocuteurs ont pourtant salué l'intensification de la demande comme un moyen de diffuser la pratique de l'analyse ESG auprès d'acteurs qui n'y étaient auparavant pas intéressés : « Quelque part, on pourrait peut-être se féliciter que finalement ça devient des thématiques mainstream et qu'on n'est plus les seuls à pouvoir promouvoir ces sujets-là et que ce soit devenu un mouvement global, et qui dit global dit forcément changement d'échelle. » (chargée des affaires institutionnelles, Vigeo-Eiris, voir résultats p. 208) Mais force est de

constater que ce changement d'échelle signifie également un changement de nature, que la demande est devenue invasive et transforme le projet même de l'analyse extra-financière, selon le schéma décrit par Chiapello & Boltanski (1999) : le capitalisme se renforce par la récupération de ses critiques.

La reconnaissance de l'analyste se fait donc au prix d'une acceptation des normes méthodologiques et discursives qu'il internalise pour mieux répondre à une demande qui vient de l'extérieur. Ainsi, les analystes étudiés produisent la performance ESG en s'adaptant aux besoins des acteurs financiers, aux outils et méthodes existants, aux informations disponibles. Car pour répondre à la demande dans des termes reconnaissables par l'autre, il faut adopter son langage : « If I give an account, I give it to you, then my narrative depends upon a structure of address. But if I can address you, it must be that I was first addressed, brought into the structure of address as a possibility of language before I was able to find my own way to make use of it. [...] [T]he very possibility of linguistic agency is derived from the situation in which one finds oneself addressed by a language one never chose. » (Butler, 2001, p. 32-33)

Les analystes se conforment pour rester reconnaissable au sein de leur champ. Ils sont médiés par les normes qui rendent cette reconnaissance possible.

### *1.2.2. Mediated self*

*The norms by which I make myself recognizable are not precisely mine. [...] To some degree, I have to make myself substitutable in order to make myself recognizable. The narrative authority of the "I" must give way to the perspective and temporality of a set of norms that contest the singularity of my story. (Butler, 2001, p. 26)*

La demande formulée par un autre l'est dans un langage qui lui appartient. La demande pour l'ESG, après sa mainstreamisation, est exprimée dans le langage des marchés financiers. La nouvelle reconnaissance dont bénéficie l'analyste extra-financier après la mainstreamisation de l'ESG n'est pas inconditionnelle. Paradoxalement, l'acceptation désormais massive de l'ESG comme pertinent pour l'analyse financière fait naître de nouveaux problèmes de reconnaissance pour les analystes. Car les raisons pour lesquelles l'ESG est adopté ne sont pas intrinsèques mais instrumentalistes (l'ESG est un moyen pour mieux percevoir les risques financiers), et l'intégration progressive de l'ESG dans la logique financière expose l'analyste ESG non seulement à une demande du marché à laquelle il faut répondre, mais également au regard des

gérants et des analystes financiers, qui le jugent selon leurs propres critères. La légitimation de l'analyse extra-financière s'est faite grâce à son adaptation aux attentes de ces acteurs (Déjean et al., 2004) ; avec pour conséquence, comme le remarque Penalva Icher (2016), que l'analyste extra-financier s'est financiarisé en se professionnalisant. Ce que l'analyse extra-financière gagne en reconnaissance, elle le perd en caractère subversif ; il s'agit de se conformer aux codes et gages de légitimité de l'analyse financière. Ce sont donc les attributs de reconnaissance de l'analyste financier qui s'appliquent désormais également aux analystes ESG.

Cette tendance a déjà commencé il y a plus de dix ans, au moment de l'apparition de l'analyse extra-financière dans les sociétés de courtage étudiée par Chambost & Benchemam (2010). Les auteurs constatent que les analystes extra-financiers, pour se faire accepter au sein de ce nouveau champ, sont exposés à ses critères de reconnaissance : « Nous constatons une diversité de situations, liées aux politiques des sociétés de courtage, à leur taille ainsi qu'aux représentations qu'ont les analystes ISR de leur métier. Cependant, des évolutions se dessinent en termes de positionnement, d'intégration, voire d'intériorisation par l'analyste ISR des différents dispositifs de gestion. *Ce dernier est clairement invité à s'inscrire dans un processus de conquête des attributs de reconnaissance de l'analyste financier classique*, qu'il s'agisse de raisonnements financiers, d'horizons temporels ou de recherche d'une traduction financière risques-opportunités orientant le contenu de l'analyse (c'est moi qui souligne) » (p. 25-26) Malgré les obstacles auxquels l'analyste extra-financier est confronté, que ce soit en termes de diversité des informations, de difficulté de traduction en termes de risques-opportunités ou encore de difficulté d'alignement des horizons temporels, l'analyste extra-financier est évalué selon les mêmes dispositifs que ses collègues financiers.

Mes résultats, obtenus dix ans plus tard, confirment cette financiarisation de l'analyste ESG. Celui-ci ne s'est pas émancipé en se professionnalisant ; il a gagné en reconnaissance en s'adaptant toujours mieux à la logique financière. Dans certaines entreprises à la culture très financière, qui s'engagent dans l'ESG pour répondre à une demande de marché, il vaut mieux ne pas être trop « expert » en ESG pour paraître légitime aux yeux des collègues, comme en témoigne l'exemple de l'analyste quantitative qui s'était reconvertie en analyste ESG pour piloter l'intégration au sein de sa structure. La légitimation en interne avait pris beaucoup de temps, mais elle avait pour elle de venir du champ de l'analyse financière plutôt que de l'extra-financier, ce qui a permis de gagner la confiance des gérants.

D'autres analystes qui, eux, viennent du domaine de l'extra-financier, peuvent avoir plus de mal à se faire accepter en interne. Leur reconnaissance professionnelle dépend de la plus-value financière qu'ils sont susceptibles d'apporter. Or, étant donné que l'intégration ESG demande d'abord un effort supplémentaire sans que le gain soit tout de suite visible, ces analystes ont tendance à insister sur cette logique instrumentaliste de l'ESG « matériel », en expliquant par exemple que « c'est une logique business et non pas contre le business » (analyste ESG, voir résultats p. 246). Ils se justifient donc en se conformant au discours autour de la matérialité, en expliquant que l'ESG permet de détecter de nouveaux risques ou normes qui pourraient se traduire en pertes financières pour une entreprise. C'est ce discours qui est devenu dominant et qui structure la demande commerciale, reléguant complètement en arrière-plan la connotation éthique qu'avait l'analyse extra-financière à ses débuts (Capelle-Blancard & Monjon, 2012).

Pourtant, comme exposé dans l'avant-propos qui a ouvert mon chapitre « résultats », les analystes venant d'un horizon extra-financier sont souvent motivés par des raisons non-financières, par exemple liées à la volonté de mettre la finance au service d'une transition écologique ou sociale (« moi, tout ce qui m'intéresse c'est qu'on sauve la planète et qu'on fasse moins de mal, tu vois », voir résultats, p. 242). Ces impressions sont d'ailleurs corroborées par la littérature (Arjaliès & Bansal, 2018; Penalva Icher, 2016). Or, maintenant que le discours autour de la matérialité de l'ESG est devenu dominant, les références à l'éthique deviennent marginales. Afin de paraître « professionnel », les analystes doivent donc s'exprimer d'une certaine manière et éviter d'emprunter un ton trop personnel. Car pour rester reconnaissable pour celui à qui il s'adresse, l'analyste ne peut pas se permettre de trop s'éloigner de la norme : la personne qui se retient de parler des enjeux de long terme à ses collègues (« enfin, moi, ce que j'ai envie de leur répondre, oui, mais même si c'est long terme, vous avez des enfants et voilà. Mais je ne peux pas répondre ça, ce n'est pas professionnel », résultats, p. 252) le fait par peur de ne pas être reconnue comme professionnelle au sein du champ des activités financières. Même les analystes qui savent que leurs clients partagent leur sensibilité pour certaines thématiques (« les investisseurs avec des filles en âge d'entrer sur le marché du travail, quand tu leur parle d'égalité salariale, ça les touche », résultats, p. 245) privilégient le discours autour des risques, car ils ont internalisé la norme d'objectivité et de prise de distance, s'efforçant à « oublier » leurs propres rapports émotionnels avec certains sujets (Honneth, 2007). Les comptes qu'ils produisent doivent rester reconnaissables pour leurs collègues et clients, donc ils insistent sur la dynamique instrumentaliste en défendant l'ESG. L'autocensure (*foreclosure*, Butler, 1977) que ces analystes pratiquent s'inscrit dans un effort pour préserver leur crédibilité

et légitimité en tant que professionnel. C'est quand les analystes oublient qu'ils pratiquent l'autocensure que leurs efforts d'adaptation sont le plus fructueux : ils se confondent avec le champ et ne se rendent même plus compte que par réflexe, ils mobilisent un discours dont les présuppositions ne sont pas en accord avec leurs propres valeurs.

L'analyste se conforme donc au discours dominant pour être reconnu en tant que professionnel. Mais l'analyste, surtout sell-side, doit également faire en sorte que ses analyses soient reconnues comme utilisables par ses clients. Les clients doivent pouvoir utiliser ses analyses comme base pour la décision d'investissement. Elles doivent donc être comparables, homogènes, permettre la discrimination au sein d'un portefeuille. Les critères doivent donc pouvoir s'appliquer sur l'ensemble de l'univers d'investissement, ce qui fait que certains critères sont écartés par manque d'information. Les analyses doivent également pouvoir être intégrées dans une logique financière, donc de préférence monétisées. Il faut « mettre des euros », y compris sur le risque climatique, phénomène pour lequel « les euros » ne veulent rien dire (Jean-Yves Wilmotte, manager pôle finance, Carbone 4, résultats p. 303). L'analyse financière propose une évaluation prédictive de la performance des entreprises ; certains analystes ESG essaient donc de faire des modèles prédictifs sur la base d'informations extra-financières, par exemple en cherchant à déduire des règles, sur la base de données historiques, sur la probabilité qu'un scandale de gouvernance touche une entreprise. Mais comment faire des modèles prédictifs sur des phénomènes de grande incertitude sur lesquels nous ne disposons pas de données historiques, comme le changement climatique ? La tendance à utiliser « des outils qui existent » peut être expliquée par une médiation par les normes et habitudes de l'analyse financière.

A côté de l'utilité, la crédibilité des analyses produites est un enjeu important. Car l'autre aspect de l'exposition de l'analyste ESG au regard de ses clients et collègues financiers concerne une suspicion de subjectivité, une légitimité cognitive qui semble encore à conquérir (Arvidsson & Johansson, 2019). Malgré la conviction partagée par l'ensemble de mes interviewés que l'analyse financière est subjective (également confirmée par la littérature, voir par exemple Olsen, 2008; Wu & Lin, 2009), l'analyste ESG « a plus à prouver par rapport à ça » (analyste ESG sell-side, résultats p. 266). Il doit prouver qu'il ne juge pas et que son analyse est rationnelle. Il a donc tendance à se justifier par les chiffres. Certains analystes cherchent des corrélations entre les critères retenus et la performance financière des entreprises, afin de « creuser les arguments » (analyste ESG sell-side, résultats p. 275), d'autres sont en quête

d'outils pour apporter un « vernis » quantitatif, car « il est extrêmement difficile d'argumenter en l'absence d'outils » (analyste ESG buy-side, résultats p. 267). L'analyste ESG doit parfois faire un travail sur la mise en forme de ses analyses, qui doivent être présentées de manière la plus « froide » possible (analyste ESG sell-side, résultats p. 271). Certains font des collaborations avec des équipes d'ingénierie financière pour « dé-biaisier » leurs analyses (analyste ESG buy-side, résultats p. 269). Et pour des thématiques trop difficiles à légitimer avec un recours aux chiffres, comme la biodiversité, il n'y a parfois pas d'autre choix que de « laisser tomber » (analyste ESG buy-side, résultats p. 269).

La rationalité et l'objectivité de l'analyse financière sont des mythes depuis longtemps déconstruits (voir par exemple les études sur la construction de l'expertise calculatoire en finance et audit : Power, 1996, 1997 ; Tan, 2014). Il n'en reste pas moins que ces normes semblent toujours dicter les efforts d'adaptation et de légitimation de l'analyste extra-financier. La performance qu'il produit est donc médiée par ces normes. Ce n'est pas anodin, car comme l'écrit Messner (2009) : « having to account in a particular way in order to be considered a legitimate member of a community means that other ways of justifying one's behavior are marginalized » (p. 930).

Les analystes ESG sont donc exposés à une demande qui transforme leur identité et leurs pratiques, ainsi qu'au jugement des autres qui détermine leur reconnaissance professionnelle. Pour s'y conformer, ils s'assujettissent aux normes épistémiques financières qui privilégient les données rationnelles et neutres et « oublie » leur attachement personnel à certaines thématiques. L'assujettissement des analystes produit donc une représentation « froide », réifiée, du monde analysé. Mais certains analystes réintègrent leur propre réflexivité et assument leur subjectivité ou leur éthique personnelle, acceptant ainsi l'opacité qui caractérise leur identité et pratiques.

### *1.2.3. Opaque self*

*My account of myself is partial, haunted by that for which I have no definitive story. I cannot explain exactly why I have emerged in this way, and my efforts at narrative reconstruction are always undergoing revision. (Butler, 2001, p. 27)*

Pour Judith Butler, l'opacité du sujet est due à la difficulté de rendre des comptes sur son histoire et son identité de manière cohérente, étant donné qu'il s'est constitué en interaction avec les autres et avec des normes qui précèdent son existence, qu'il n'est pas en mesure de complètement récupérer. Messner (2009) applique cette idée aux pratiques comptables : « the accountable self cannot fully recall the situations in which she has been involved and she cannot fully justify her decisions and judgments, which go beyond the realm of the calculable » (p. 932). Comme le montre Messner, l'opacité que Butler associe au sujet n'est pas seulement propre aux individus et leur genèse mais également aux processus comptables de reddition des comptes : « the active component of agency, in the form of a decision or a judgment, is likewise subject to limits of rationalization that challenge the possibilities of accountability » (Messner, 2009, p. 925).

Les analystes spécialisés dans l'évaluation de la performance ESG sont assez familiers avec les limites de la rationalisation et des jugements qui vont « au-delà du calculable ». Car comment calculer une performance qui n'existe pas, du moins pas dans une forme prédéfinie (Boiral & Henri, 2015) ? Avant de pouvoir mesurer et calculer, il faut d'abord identifier ce qu'il faut mesurer et calculer. Les deux étapes de la production intellectuelle selon Honneth (2007), l'engagement primaire avec les composants du monde qui nous entoure et dont nous faisons partie, suivi par une prise de distance nécessaire à son traitement intellectuel, se reflètent ainsi, dans le domaine de l'analyse ESG, dans l'identification d'un objet épistémique (Du Rietz, 2014), suivi par la création et l'application de méthodologies pour le mesurer. Ainsi, les analystes responsables du développement d'une méthodologie d'analyse intégrée interrogés affirment se sentir « assez libre » de créer des « critères, des ratios, des manières d'analyser » (analyste intégré, voir résultats p. 314).

Mais leur exposition à une demande qui ne peut être honorée que dans un certain langage et qui crée une médiation par les normes et le discours financiers crée plusieurs difficultés pour les analystes. La première est liée à l'identification d'enjeux qui peuvent être calculables. Car même si l'analyste peut créer des critères et des ratios, il faut que ceux-ci puissent être analysés dans des notes uniques. Or, la production d'une note unique sur la performance ESG réduit la pertinence de l'information, car elle résume des éléments qui ne sont pas forcément commensurables. Mais c'est uniquement sous cette forme-là que les informations peuvent être comparées et combinées, et c'est la comparaison des notes qui rend possible la discrimination entre titres. La croissance rapide du marché de l'ESG a fait exploser la quantité de données à

traiter et à comparer, les portefeuilles pouvant être composés de plusieurs dizaines voire centaines de titres et évoluent rapidement. Souvent, la production d'analyses en grande quantité et l'écrémage des univers sur la base de critères superficiels cachent une complexité et une incommensurabilité des enjeux extra-financiers qui peuvent être contradictoires. La diversité radicale des informations extra-financières semble ainsi constituer un frein à leur intégration dans des analyses financières, car, « ESG data, [...] simply does not add up like financial data » (Roberts & Young-Ferris, 2018, p. 26).

C'est pourquoi certains analystes décident de séparer le E, le S et le G de leurs analyses, afin d'éviter que ceux-ci perdent leur sens dans une note unique qui mélange tout. Une analyste ESG sell-side m'a ainsi confié, en insistant sur la confidentialité de cette information, vouloir développer des lignes de recherche distinctes et modulables par le client, qui pourra alors composer sa propre note « ESG » en sélectionnant des thématiques spécifiques, comme les énergies renouvelables (résultats p. 320). Le but de cette innovation méthodologique serait alors de rendre visible les enjeux qui se cachent habituellement derrière une note agrégée, afin de permettre un retour sur leur « qualité sous-jacente » (Dewey). Il s'agit ici d'un premier effort de réintégration de sa réflexivité face aux normes qui régissent la présentation des informations financières, afin de produire des analyses qui soient plus proche de la « réalité » extra-financière derrière les traitements méthodologiques.

La deuxième difficulté est liée au caractère évolutif des enjeux extra-financiers. Comme le sujet décrit par Butler et qui peut être assimilé à l'analyste qui n'arrive pas toujours à expliquer ses choix en termes cohérents, la performance ESG n'est pas une entité définitive. L'opacité du processus de reconnaissance par l'analyste est en fait une conséquence logique de l'opacité de son objet d'analyse. Cette performance ESG est toujours partielle, étant donné que de nouveaux sujets sont continuellement reconnus comme étant importants, d'un point de vue social ou environnemental, ou comme étant « matériels » (même s'il est souvent impossible d'identifier à l'avance quels indicateurs vont avoir des répercussions financières sur une entreprise, Roberts & Young-Ferris, 2018). L'ESG est toujours en mouvement et difficile à capter dans des indicateurs délimités car composé d'éléments interdépendants et interconnectés. C'est pourquoi l'automatisation de l'analyse ESG ne produit pas de résultats satisfaisants. L'analyste doit pouvoir mettre des choses dans leur contexte, et ce processus de contextualisation ne peut pas être réalisé par une méthodologie automatisée.



C'est pourquoi les analystes choisissent parfois de réintégrer leur propre réflexivité pour contextualiser et interpréter l'ESG. Ils adaptent manuellement un score qui a été automatiquement calculé, parce que ce score ne correspond pas à ce qu'ils « voient » sur l'entreprise (analyste ESG sell-side, résultats, p. 319). L'ajustement manuel des scores quantitatifs produits est une pratique assez répandue dans le domaine de l'analyse financière, notamment dans la notation crédit ; toujours est-il que dans l'analyse extra-financière, la part de subjectivité est réputée plus importante et donc les mesures prises pour la réduire plus nombreuses. On se rappelle Vigeo-Eiris, qui développe des instructions très détaillées à l'attention de ses analystes, les encadrent par le biais d'instructions, de formations et de contrôles (résultats, p. 300). Une autre agence d'analyse extra-financière sell-side a développé sa méthodologie afin de telle manière à « laisser le moins de subjectivité [possible] aux analystes » (analyste ESG sell-side, résultats, p. 300). Or, certains analystes me confient que dans des cas « extrêmes », par exemple lorsqu'une entreprise est impliquée dans un scandale important, ils s'autorisent à mettre certains critères à zéro pour « forcer la note à être basse », parce qu'ils ne « croient » plus aux engagements communiqués par l'entreprise (analyste sell-side, voir résultats, p. 320). Ils sont donc conscients que dans certains cas, un jugement n'a pas besoin d'être traçable dans des indicateurs précis pour être pertinent, et bricolent leurs méthodologies pour pouvoir réunir pertinence et une apparence de traçabilité.

La troisième difficulté relève de ce que l'ESG peut évoquer pour les analystes en tant qu'êtres humains avec des convictions personnelles. Ces convictions, lorsqu'elles sont exprimées, peuvent compromettre la norme de neutralité et d'objectivité. Parfois, les analystes ressentent le besoin d'intégrer leur éthique personnelle, quand ils se sentent touchés, au sens de cet engagement primaire avec le monde dont parle Honneth, par une information donnée. L'analyste italien qui inclue dans ses analyses des informations diffusées par une entreprise sur ses actions pour aider des migrants qui s'échouent sur les côtes italiennes, le fait par « intérêt personnel » et non pas parce qu'il pense cette information « matérielle » selon la norme en vigueur dans le champ financier. Cette norme dicte que l'information transmise, pour être reconnue, doit répondre à des critères d'efficacité. Il le sait d'ailleurs très bien : « Je comprends qu'un gérant dise, OK, mais... » (analyste intégré buy-side, résultats, p. 322). S'il se permet d'inclure des informations qui ne seront pas prises en compte par le gérant, il le fait pour des raisons liées à son histoire personnelle, en tant qu'être humain avec une sensibilité propre. Sa réflexivité est le reflet d'une opacité qui se limite à la sphère privée ; il accepte que celle-ci ne sera pas reconnue dans le cadre du transfert professionnel et restera anecdotique. L'analyste qui

évoque, dans ses rapports « pourquoi le *pricing* des externalités est quelque chose qui est critiquable sur le plan éthique, sur la préférence pour le présent », le fait également pour lui, « parce que ça [lui] fait plaisir ». (analyste climat sell-side, résultats, p. 322). Il sait très bien que ces objections seront sans doute considérées non-recevables par l'investisseur à qui il s'adresse qui, lui aussi, ne peut pas échapper aux normes financières en vigueur, qui ont rendu inaudibles les arguments éthiques. Cela n'empêche que l'analyste écrive « dix pages » sur le sujet (*ibidem*). Il refuse ainsi que son rapport soit le pur reflet des besoins des utilisateurs et il se permet d'ajouter ces pages parce qu'il pense que c'est important. « Tu ne peux pas construire ton modèle si tu n'as pas compris ça, si tu ne prends pas en compte ces limites-là » (*ibidem*). Il s'oppose ainsi explicitement aux modèles en vigueur, les commente et les met en contexte, car il trouve important que celui qui le lit le comprenne.

L'opacité selon Butler naît d'une exposition aux autres et de notre imbrication dans un ensemble de normes sociales que nous ne pouvons reconstituer entièrement : « quand le « je » cherche à se définir, il peut commencer par lui-même, mais il découvrira que ce soi est déjà impliqué dans une temporalité sociale qui excède ses propres capacités de narration ; en effet, lorsque le « je » cherche à donner une définition de lui-même, une définition qui doive inclure les conditions de sa propre émergence, il doit nécessairement se faire sociologue » (Butler, 2005, p. 7) Le sujet se constitue en relation à autrui et n'est pas autonome ni indépendant. Comme le sujet décrit par Butler, « l'ESG » n'est pas une entité aux contours bien délimités, mais plutôt un ensemble de thématiques mouvantes et susceptibles de mouvoir celui qui les regarde. C'est la reconnaissance par l'analyste de ces caractéristiques, l'analyste qui éprouve le besoin d'interpréter, de remettre en contexte et d'ajuster à la main parce qu'il se laisse toucher par ce que l'ESG représente pour lui, qui rend opaque le processus de reddition des comptes aux yeux de l'investisseur. L'opacité naît donc de l'ESG mais également de l'analyste lui-même, quand il intègre des choses par intérêt personnel – qui sont liées à son histoire en tant que sujet situé – ou quand il « voit » quelque chose sur une entreprise qui ne correspond pas à la note calculée, mais son intuition lui dit que c'est pertinent. Les jugements subjectifs ou intuitifs, même s'ils jouent un rôle important dans l'analyse financière et extra-financière, sont à dissimuler dans le champ financier, derrière des modèles au « vernis hyper rationnel » (analyste ESG buy-side, résultats p. 314). Autrement dit, l'analyste sait qu'il doit réduire cette opacité pour se rendre intelligible selon des normes en vigueur. Or, ces normes elles-mêmes ne sont pas absolues ni immobiles : « Même si certains expliqueraient sans doute qu'il faut bien que les normes soient déjà en place pour que la reconnaissance devienne possible – et cette

affirmation comporte une part de vérité -, il est également vrai que certaines pratiques de reconnaissance ou, plus exactement, certaines discontinuités dans la pratique de reconnaissance marquent un lieu de rupture dans l'horizon de normativité et appellent implicitement à l'institution de nouvelles normes, remettant en question le caractère de donné de l'horizon normatif présent » (Butler, 2007, p. 24). Butler (2017) évoque ainsi une « puissance d'agir discursive » qui réside dans la répétition du langage : « la forclusion ne s'exerce en effet pas une fois pour toutes : elle doit être répétée pour que son pouvoir et son efficacité soient consolidés. Une structure ne reste une structure qu'en étant réétablie comme telle » (p. 208). Il y a donc là un paradoxe, car toute possibilité de renégociation des normes est par avance conditionnée par ces mêmes normes : « on ne peut s'opposer aux limites tracées par la forclusion qu'en les retraçant » (*ibidem*). Ce constat ne signifie pourtant pas qu'il ne serait pas possible de reformuler ces normes, car « Ce paradoxe ne démontre pas l'impossibilité de toute décision, il suggère simplement que la puissance d'agir est impliquée dans le pouvoir : la décision n'est possible que dans le cadre d'un champ décidé, mais qui n'est pas décidé une fois pour toutes » (*ibidem*, p. 209). Sans pouvoir complètement s'affranchir des normes qui les constituent, les acteurs ont donc la possibilité de reformuler ces normes dans la répétition des actes discursifs.

Cette répétition des actes discursifs peut être détectée chez les analystes qui réintroduisent leur réflexivité. Tout en restant à l'intérieur des formats qui s'opposent à eux, ils adaptent leurs analyses pour faire passer un message personnel. L'analyste qui refuse de simplement reprendre les modèles de valorisation climatique dans ses rapports mais décide de passer dix pages à en commenter les limites se trouve donc en négociation avec les normes qui le contraignent. L'analyste qui décide de scinder le E, le S et le G des notes « ESG » pour rendre visible des qualités auparavant dissimulées dans des agrégats et proposer aux investisseurs de composer leur propre note va à l'encontre à la tendance à la production de notes agrégées pour favoriser la prise de décision rapide. Tout comme les managers en RSE étudiés par Grisard, Annisette, & Graham (2020), certains analystes semblent ainsi vouloir « reformuler » l'ESG selon leur propre interprétation et mettre en lumière des éléments qui ne rentrent pas strictement dans l'ESG « matériel ». Mais tout comme pour les managers de Grisard et al., ces reformulations semblent pour le moment rester à la marge et ne pas réussir à provoquer de transformation de la performance ESG telle qu'elle est le plus souvent interprétée, car l'analyste doit avant tout répondre à une demande – demande qui est constitutive de son identité et qui transforme ses pratiques.

Je peux maintenant répondre à ma question de recherche : comment les analystes produisent-ils la performance ESG et leur propre identité professionnelle en interaction avec les normes et le discours financiers ? Ils produisent la performance ESG en répondant à une demande qui façonne leur identité et leurs pratiques ; en s’assujettissant aux normes discursives et épistémiques financières qui leur permettent de rester reconnaissable mais qui produisent une représentation réifiée du monde, tout en réintégrant parfois leur propre réflexivité afin de produire une performance ESG qui dévie un peu de ces normes. Ce sont peut-être ces réinterprétations qui finiront par produire une performance ESG moins orientée sur la matérialité financière, déployée sur des univers trop larges pour l’être avec nuance. Peut-être que ces reformulations, ces changements à la marge, produiront des performances ESG plus diversifiées, susceptibles de modifier, un peu, le champ financier. « Si nous analysons [...] les invocations fausses ou erronées comme des réitérations, nous voyons que la forme des institutions sociales subit des changements et des altérations et qu’ainsi l’invocation qui auparavant n’avait pas de légitimité peut mettre en question les formes existantes de la légitimité, et en rendre de nouvelles formes possibles » (Butler, 2017, p. 217). Si « the mainstreaming of SRI in global investment funds has transformed the original goal of “making good” into a quest for profitability » (Revelli, 2017, p. 711), peut-être que les réinterprétations par ceux qui développent et appliquent les méthodologies, les analystes, pourra retransformer la performance ESG en des performances plus nuancées, moins éloignées de leurs qualités sous-jacentes, plus éthiques peut-être.

## 2. Luites de pouvoir autour de la vision du monde

La sociologie de la quantification étudie – entre autres – comment les chiffres sont utilisés pour affirmer ou pour renégocier des rapports de pouvoir (Didier & Tasset, 2013; Mennicken & Espeland, 2019; Pochic & Chappe, 2019). Ma thèse en fournit une illustration. Les acteurs européens de la notation extra-financière, ceux qui ont contribué à l’émergence de l’ISR et qui ont développé les innovations méthodologiques censées refléter, de la manière la plus « profonde » possible, toutes les facettes de la performance des entreprises, sont finalement victimes de leur propre succès. Au moment où leur activité n’est plus une activité de niche et où l’ensemble des acteurs d’un marché ont été convaincus de son intérêt, il ne s’agit plus de trouver la meilleure représentation comptable possible, il s’agit simplement de pouvoir vendre

des fonds d'investissement labellisés « ESG », sans que leur constitution soit d'une grande importance. « Une fois que c'est devenu un marché, il n'y avait plus rien à faire » (directeur méthodologique, agence de notation ESG, résultats p. 216). On pourrait avoir l'impression que ces développements sont simplement le résultat de la maturation d'un secteur et son intégration dans les dynamiques globales de son marché. Comme le disait une personne interrogée chez Vigeo-Eiris : l'absorption d'une agence par une plus grosse peut être interprétée comme une étape normale dans le développement d'une start-up (résultats, p. 208). Mais ma thèse montre que ce n'est pas vrai. Ce sont bien des luttes de pouvoir qui sont à l'œuvre ici, des visions du monde qui s'opposent et qui s'expriment par des choix méthodologiques, par des façons de noter.

Ma thèse montre la futilité des chiffres et le bricolage derrière les notations ; ainsi, le « vernis quantitatif » recherché par les analystes pour paraître plus sérieux cache parfois des manipulations statistiques douteuses (voir 2.3.1 *Quantifier pour « dé-biaiser »*). Mais les pragmatistes nous apprennent que dès que ces chiffres, même fallacieux ou trompeurs, sont créés et adoptés, ils ont des effets réels et structurants sur les rapports de pouvoir et la vision du monde à promouvoir (Chelli & Gendron, 2013 ; Mennicken & Espeland, 2019). Comme le décrivent Chelli & Gendron, les agences de notation extra-financière promeuvent, par leur discours, une idéologie des chiffres qui reflète une vision étroite de la responsabilité sociale des entreprises. Aujourd'hui, le discours autour de la performance ESG insiste sur sa matérialité financière et les analystes y adaptent leurs pratiques d'évaluation. La définition de cette performance s'en trouve rétrécie encore, car se limite désormais à ce qui semble avoir un lien suffisamment crédible avec cette matérialité pour convaincre les investisseurs. Si elle n'existe pas en dehors de ses représentations, les manières dont cette performance est mesurée a bien des conséquences réelles sur comment seront sélectionnées les titres des entreprises pour des portefeuilles d'investissement « ESG » et donc sur l'économie réelle qui sera financée par la finance « durable ». Les enjeux des batailles méthodologiques autour de la façon de noter sont donc considérables. Les acteurs interrogés opposent la tradition européenne, qui s'est développée autour d'une conception diversifiée des valeurs, des motivations et des parties prenantes à prendre en compte dans l'analyse, à l'approche anglo-saxonne, qui met l'investisseur et ses besoins au centre et privilégie des méthodologies articulées autour de la seule perspective des risques. Si c'est cette dernière vision qui est en train de gagner, c'est en partie à cause des développements décrits sous la section 2.1.1. de la revue de littérature (p. 88) : l'adoption massive de l'ESG s'est faite au prix de sa redéfinition (Dumas & Louche,

2015 ; Revelli, 2017 ; Capelle-Blancard & Monjon, 2012). Les valeurs écologiques, sociales et éthiques, au pluriel, ont été remplacées par la valeur, au singulier, qui renvoie à la seule valeur économique. Tout cela a une dimension discursive importante : comme je l'ai décrit sous 2.1. L'émergence d'un nouveau consensus au sein d'un champ (revue de littérature, p. 87), la mainstreamisation de l'ESG a fait disparaître les références à l'éthique dans les articles de presse et académiques (Capelle-Blancard & Monjon, 2012). Mais cette « lutte » entre une interprétation diversifiée de l'ESG et sa forme financiarisée se déroule aussi de manière plus directe, notamment par les rachats d'agences de notation européennes (voir 1.1.2. *Restructurations de marché*, résultats p. 205). Les agences qui sont rachetées voient leur méthodologies transformées pour mieux les assortir aux besoins et opportunités du marché : Sustainalytics annonce « une revue majeure » de sa méthodologie pour se concentrer sur l'analyse du risque après avoir été rachetée par Morningstar (résultats p. 217), Beyond Ratings est contrainte de se distancier de la méthodologie de notation crédit intégrée qu'elle avait développée pour se concentrer sur les indices, plus rentables et moins compliqués à vendre d'un point de vue réglementaire, après avoir été rachetée par la London Stock Exchange (résultats p. 213). Et même sans passer officiellement « sous pavillon américain » (Ladislav Smia, directeur de la recherche ESG chez Mirova, résultats p. 215), les acteurs européens sont obligés d'adapter leurs pratiques de notation à l'influence américaine et de faire des concessions sur la profondeur de leurs méthodologies pour pouvoir face aux concurrents américains, dont l'approche plus superficielle à l'analyse permet de proposer des couvertures plus larges (directeur méthodologique d'Ethifinance, résultats, p. 217).

« La façon de noter, c'est aussi une façon de voir le monde » (Jean-Yves Wilmotte, manager pôle finance, Carbone 4, résultats p. 219) ; avec l'absorption des agences européennes de notation extra-financière par les grandes agences financières anglo-saxonnes, c'est une vision du monde financiarisée qui s'impose au détriment d'autres qui ont été défendues par les acteurs historiques. Les acteurs américains ont tendance à voir la performance ESG uniquement à travers le prisme de sa matérialité financière, ce qui fait qu'il existe un risque que la notion d'impact soit reléguée au second plan (Ladislav Smia, directeur de la recherche ESG, Mirova, p. 216). La vision du monde dominante qui se dessine aujourd'hui est pensée pour mieux servir les marchés financiers devenus globaux, où tout est organisé pour optimiser la fluidité et l'efficacité des échanges. Plus les normes de représentation sont homogènes, plus ces échanges sont fluides ; c'est pour cette raison qu'il n'est pas utile de développer plus de standards de l'ESG ; l'enjeu est d'aligner des standards existants (chargée des affaires institutionnelles,

Moody's Investors Service, p. 207). Moody's et d'autres acteurs dominants travaillent activement avec le régulateur et divers organismes de normalisation pour proposer des métriques destinées à alimenter un standard de marché, car le choix des métriques va ensuite orienter l'offre et la demande sur les marchés financiers. Plus les métriques sont simplifiées et homogènes, plus les volumes peuvent être importants et plus ça peut intéresser des gros investisseurs institutionnels : ainsi, l'industrialisation de l'analyse extra-financière est la conséquence logique de sa récupération par les acteurs dominants de la finance.

On voit des développements similaires pour les normes comptables, qui sont également progressivement harmonisées au niveau international pour avoir un langage commun à l'ensemble des investisseurs, même si cela se fait au détriment des normes comptables nationales, développées pour le compte d'une plus grande diversité de parties prenantes ou plus susceptibles de refléter des enjeux locaux. Même dans des comptabilités avec un langage et des principes propres comme celle de la France, l'influence anglo-saxonne est de plus en plus présente, et envahit progressivement les pratiques comptables françaises (Hoarau, 2003). Ma thèse montre que le domaine de l'analyse extra-financière n'est pas différent, et confirme ainsi les conclusions de la littérature sur la quantification comme arène de luttes de pouvoir (Pochic & Chappe, 2019 ; Didier & Tasset, 2013 ; Gond & Nyberg, 2017) : ce sont les acteurs dominants qui peuvent façonner la production des chiffres, et ce sont ceux qui maîtrisent la production des chiffres qui peuvent consolider leur position de pouvoir.

### 3. Contributions théoriques : les apports de la philosophie critique à la recherche en comptabilité

Les philosophies critiques d'Axel Honneth et de Judith Butler ont été développées en premier lieu pour penser des mouvements sociaux, des luttes pour la reconnaissance sociale par des individus marginalisés ou dominés (Butler, 2019; Honneth, 1996). Leur mobilisation actuelle dans la recherche en comptabilité s'inscrit dans cette tradition et explore en premier lieu les effets de la comptabilité sur ceux qui y sont soumis. Ainsi, Tweedie (2018) met en lumière l'intérêt de la philosophie d'Axel Honneth pour la recherche critique en comptabilité, pour théoriser par exemple comment certaines pratiques comptables, telles que celles issues du New Public Management (NPM), impactent l'individu. Roberts (2009) utilise Butler pour rendre visible la violence subie par les acteurs soumis à une injonction à la transparence parfaite comme forme de reddition de comptes. Messner (2009) continue sur cette lignée et mobilise Butler pour mettre en lumière les limites inhérentes au processus de reddition de comptes. Ces auteurs insistent donc sur les processus de domination par la comptabilité exercée sur ceux dont le comportement est évalué par des techniques comptables ou sur ceux qui sont appelés à se justifier en fonction d'ordres de grandeur comptables.

Mon utilisation de Honneth et de Butler rend visible un processus de domination à l'œuvre dans le processus de *production* des mesures comptables d'évaluation. Malgré leur rôle central dans la détermination des contours d'une performance non-préexistante (reconnaissance par l'analyste), les analystes internalisent des normes épistémiques et discursives qui rendent possible leur reconnaissance au sein d'un champ social (reconnaissance de l'analyste). Les deux conceptions de la reconnaissance se complètent : ce sont les conditions de la reconnaissance sociale (ici professionnelle) qui influencent sur le processus de reconnaissance cognitive. Ma thèse montre que ceux qui produisent et appliquent des systèmes comptables (ici les méthodologies d'analyse extra-financière) sont, tout comme leurs objets, soumis à une domination émanant des normes épistémiques et discursives en vigueur dans un champ social (ici le champ financier). Il semble important de se rendre compte de ces dynamiques, car elles façonnent le design même des systèmes comptables qui peuvent perpétuer les discours et les épistémologies dominants sans permettre de véritable transformation.



Car les normes et le discours financiers poussent les analystes, sans le vouloir et sans toujours s'en rendre compte, à produire une performance ESG « réifiée », c'est-à-dire déconnectée de sa valeur intrinsèque et réduite à sa valeur financière. Cela engendre une souffrance pour eux, mais pas de manière aussi directe que pour les infirmières dont la dimension affective de leur travail n'est plus reconnue après leur soumission aux indicateurs quantifiés du NPM (Tweedie, 2018). Il s'agit plutôt d'une souffrance latente, un malaise à l'idée de faire partie d'une population censée être « lanceurs d'alertes sur les problématiques du monde de la finance » (analyste ESG sell-side, voir résultats p. 185) mais qui se découvre relativement impuissante à cause de leur dépendance du monde financier et de ses injonctions.

L'application du cadre théorique inspiré de Butler et de Honneth me permet d'insister sur l'influence des normes et du discours, qui produisent une injonction à se justifier selon un régime d'accountability particulier. Les trois parties de ma revue de littérature sont donc interconnectés : la production d'un discours autour de la matérialité financière de l'ESG (deuxième partie de la revue de littérature), comme symptôme de l'expansion d'un régime particulier d'accountability (troisième partie), renforce la reconnaissance professionnelle des analystes ESG, mais au prix d'une reformulation du projet de l'ISR et d'une très forte adaptation aux normes discursives et épistémiques financières dans leurs pratiques qui produisent la performance ESG (première partie). Pour être reconnu socialement au sein de leur champ, les analystes doivent justifier leurs analyses en référence à la matérialité financière de la performance produite. La domination du discours autour de la matérialité rend d'autres justifications inaudibles et d'autres valeurs invisibles. C'est le discours qui produit, par l'intermédiaire des analystes qui sont médiés par les conditions de leur propre reconnaissance professionnelle et de la reconnaissabilité de leurs analyses, la performance ESG. Mais le discours produit également les analystes, dont les identités se transforment pour mieux répondre à la demande pour des analyses intégrées. Enfin, il produit leurs discours et leurs idées. Car forcés à toujours se justifier en référence à l'argument de matérialité, ils finissent par croire que c'est le meilleur discours pour éviter de « braquer des gens » (analyste ESG, résultats p. 242), ou qu'il vaut mieux « rester sur le court terme parce que de toute façon le long terme c'est trop loin » (chargée de mission finance durable, résultats p. 248). Dans la pensée de Butler, la norme ne s'affirme que dans sa répétition. Selon Honneth, c'est la routinisation d'actions qui conduit à « oublier » la valeur intrinsèque des autres hommes ou de la nature qui installe la réification. Sans le vouloir, les analystes extra-financiers contribuent donc à la financiarisation et la réification des valeurs extra-financières.

Après avoir commenté en détail comment j'interprète mes résultats à la lumière du cadre théorique tiré de la pensée de Honneth et Butler, je présente ci-dessous les contributions théoriques de ma thèse à la littérature en comptabilité. Ces contributions sont au nombre de deux : d'abord, je montre comment l'injonction à produire des comptes selon une norme réifiante peut provoquer une violence éthique non seulement pour ceux qui sont soumis à l'évaluation de la performance, mais également pour ceux qui la produisent. Ce constat contribue à la littérature sur l'accountability, en dévoilant les effets des injonctions de l'expansion d'un certain régime d'accountability sur les professions qui en sont le produit. Ensuite, mon analyse des micro-résistances des analystes à cette norme réifiante et leurs traductions matérielles me permet de proposer une articulation entre la littérature sur la performativité des outils et celle sur la performativité critique.

### 3.1. Violence éthique dans l'assujettissement à une norme réifiante

La littérature sur l'accountability a documenté l'expansion d'un régime particulier d'accountability, caractérisé par la multiplication des techniques comptables destinées à évaluer la performance des organisations et individus dans des catégories prédéfinies et en fonction d'un principe unique, celui de l'efficacité économique (Almquist et al., 2013; Gray et al., 2006; Humphrey et al., 1993; Roberts, 1996; Rose & Miller, 1992). Dans ce paradigme, la performance se confond avec les indicateurs censés la mesurer à travers des mécanismes comme la réactivité (Espeland & Sauder, 2007) et la performativité (Callon, 1998b), car les acteurs adaptent leur comportement aux catégories dans lesquelles ils sont évalués, et ces adaptations peuvent confirmer les attentes ou prévisions sur lesquelles ces catégories ont été constituées. Quand ces attentes ou prévisions s'articulent autour de l'efficacité économique, comme c'est le cas dans le NPM, la performance des acteurs se mesurera en fonction de leur efficacité économique.

La littérature décrit également comment la montée en puissance de ce nouveau paradigme d'accountability a participé à une redistribution de l'expertise. Ainsi, Humphrey, Miller & Scapens (1993) décrivent comment l'émergence du New Public Management en Grande Bretagne dans les années 80 a entraîné le déplacement de la confiance des organisations elles-mêmes vers des experts distants, qui évaluent la performance de ces dernières à l'aide de techniques comptables. Ma thèse contribue à la littérature sur l'accountability en rendant visible

la manière dont les nouvelles professions qui naissent avec l'expansion du régime d'accountability, dont c'est le métier de demander des comptes aux autres, sont elles-mêmes soumises à une norme qu'elles doivent internaliser, souvent contre leur gré, parce que leur crédibilité aux yeux de leurs pairs y est conditionnée. Cette crédibilité est acquise et maintenue au prix d'une adaptation à un discours qu'ils n'ont pas choisi, mais qu'ils sont obligés d'intégrer dans leurs outils et pratiques. En effet, l'analyste doit s'exprimer en fonction des normes discursives et épistémiques financières pour être reconnaissable au niveau du champ, en d'autres termes, il doit internaliser un *habitus* particulier (Honneth, 2007). Ce n'est donc pas tant que ces professionnels sont devenus « particularly powerful » (Rose & Miller, 1992, p. 200), car ils ne peuvent pas choisir les critères de leurs propres évaluations. Malgré leur volonté à construire leur carrière en fonction de leurs valeurs personnelles et de transformer la machine financière, les analystes sont obligés de reproduire des normes qui vont contraindre leur marge de manœuvre et parfois leur autonomie en tant que professionnels. Ma thèse dévoile les émotions associées à la domination par un régime particulier d'accountability, non pas uniquement chez ceux à qui on demande de produire des comptes (Messner, 2009 ; Roberts, 2009), mais également chez ceux qui produisent les catégories des comptes à rendre.

Pour Butler, la violence éthique s'exprime lorsqu'on nie l'opacité de l'autre et exige de celui-ci qu'il se dévoile et qu'il maintienne une identité cohérente et parfaitement transparente (Butler, 2001 ; 2005). Cette violence éthique se manifeste d'autant plus lorsque l'identité qu'on exige de l'autre doit être conforme à un ensemble de normes prédéfinies qui s'inscrivent dans une certaine conception du monde social. Pour les analystes, il s'agit de modeler leur discours et identité en fonction d'un monde où l'efficacité économique est placée au centre de la performance des entreprises, et où on leur demande d'aider des investisseurs à optimiser leur rendement, souvent sur le court terme. Cela peut être dur pour certains d'entre eux, qui arrivent avec leurs idées, leurs idéaux et leur espoir de « changer le monde » (analyste ESG sell-side, p. 322), ou encore « en tant que virus, [de] transformer la finance » (analyste-gérante intégrée buy-side, résultats p. 185). Tout ce qui les intéresse, est de « sauver la planète et [de faire] moins de mal » (analyste ESG sell-side, résultats p. 246). Ils étaient convaincus de pouvoir construire leur carrière comme ils pensaient construire leur identité (« ta carrière, c'est toi qui la choisit », analyste ESG sell-side, résultats p. 329). Mais ils découvrent que leur construction identitaire en tant qu'analyste est moins un processus linéaire dont ils auraient la maîtrise qu'un auto-assujettissement aux normes financières. Car si, à la suite de la mainstreamisation de l'analyse ESG, les analystes financiers doivent se transformer en analystes intégrés, les analystes ESG

doivent également se conformer aux normes discursives et épistémiques financières. Pour être reconnu au sein de leur champ, ils doivent s'exprimer en fonction d'une définition financiarisée du monde qu'ils analysent. Les critères extra-financiers, dès lors qu'ils sont intégrés par la logique financière traditionnelle, ne peuvent plus faire référence à ce qui est considéré comme bien ou mal de faire, mais doivent nécessairement avoir un lien démontré avec la performance économique. C'est pourquoi les analystes ne peuvent justifier leurs jugements qu'en termes de risques et opportunités pour l'investisseur, et le discours qu'ils doivent mobiliser pour convaincre leurs collègues et clients est celui de la matérialité financière, en expliquant que leur démarche « est une démarche business, et non pas contre le business » (analyste ESG sell-side, résultats p. 250), même si personnellement, ils ne s'intéressent pas aux aspects « business » de la performance ESG. Ils doivent adapter leur identité et leurs pratiques à la demande pour des analyses intégrées, qui dictent une focalisation sur les seuls aspects financièrement matériels de l'ESG. Ils doivent produire des analyses agrégées et comparables, monétisées et prédictives, pour que celles-ci soient jugées utiles par les investisseurs. Ils pensaient transformer le monde et s'en trouvent transformés eux-mêmes. La conscience d'avoir des convictions qui vont à contre-courant des grandes tendances engendre une souffrance : le « syndrome de l'analyste ESG » serait ainsi comparable à celui des climatologues, qui passent leurs temps à analyser des modèles « absolument cataclysmiques » alors que « tout le monde s'en fout » (analyste climat sell-side, résultats p. 244). Les réactions des analystes à cette souffrance divergent. Certains renoncent, certains se font une raison (« rien n'est jamais parfait », analyste-gérante intégrée, résultats p. 332), certains oublient qu'ils doivent internaliser un discours qui n'est pas le leur pour exister au sein du champ. Ils ne se rendent pas compte qu'en privilégiant le discours autour de la matérialité pour « éviter de braquer les gens » (analyse ESG sell-side, résultats p. 247), ils contribuent à renforcer celui-ci au détriment d'autres justifications qui auraient été possibles. Comme dans la réification décrite par Axel Honneth, l'oubli de la reconnaissance s'exprime lorsqu'un but s'autonomise au détriment d'autres motifs.

Martineau & Lafontaine (2019) font référence au concept de réification selon Honneth pour commenter les effets de la comptabilité carbone sur notre rapport à la nature. Ils expliquent comment la comptabilité carbone implique l'objectivation ainsi que l'application du raisonnement économique à la protection du climat, à l'origine d'une « fausse conscience environnementale » chez des individus, menant à un « oubli » de la nature. Mes résultats montrent comment le discours autour de la matérialité de l'ESG conduit à son instrumentalisation progressive au service de la performance financière plutôt qu'à sa prise en

compte pour des raisons intrinsèques. Historiquement, l'analyse extra-financière était utilisée pour appeler à plus d'accountability de la part des entreprises et investisseurs, une accountability qui s'exprimait vis-à-vis de parties prenantes diverses et qui portait sur les impacts de leur comportement et décisions sur la société et l'environnement (Sparkes, 2001 ; Schueth, 2003 ; Sparkes & Cowton, 2004). Les premiers investisseurs qui pratiquaient l'analyse extra-financière étaient ainsi des communautés religieuses, ensuite, des mouvements sociaux l'utilisaient comme outil pour protester contre des pratiques sociales jugées inacceptables. Leur projet était de demander plus d'accountability aux gouvernements et aux entreprises, par exemple sur leur rôle dans la guerre de Vietnam ou dans la perpétuation du régime de l'apartheid en Afrique du Sud (Schueth, 2003). Aujourd'hui, l'analyse extra-financière se base toujours sur l'idée d'accountability, mais les principes sous-jacents à cette accountability se sont rétrécis pour se résumer à la seule accountability économique.

La violence éthique s'exprime dans le sens où on force les analystes à traiter le monde de manière réifiée : la réification, pour Honneth, décrit une attitude vis-à-vis du monde qui nie l'intérêt existentiel que les sujets entretiennent à son égard. Il s'agit après tout d'envisager les effets du comportement des entreprises sur le monde uniquement à la lumière d'un seul but autonomisé, qui est la maximisation des profits et la minimisation des risques. L'autre définition qu'avance Honneth de la réification est la dénégation des qualités intrinsèques des hommes et du monde. En étant forcés à définir et à évaluer la performance ESG uniquement dans sa forme « matérielle », les analystes sont contraints de nier les qualités intrinsèques des thématiques sociales et environnementales qu'ils prennent en compte. On retrouve donc les deux formes de la réification mises en avant par Honneth. Le croisement avec la pensée de Judith Butler permet de mettre en garde contre les effets de la répétition des normes réifiantes : à chaque fois qu'on produit des comptes conformes aux normes qui imposent une certaine vision du monde, cela contribue à leur renforcement (Butler, 2005, 2017). Pour Honneth, la motivation première de vouloir revisiter le concept de réification était de trouver une explication théorique aux massacres du XXème siècle (Honneth & Haber, 2008). Même si les effets déshumanisants de la production de la performance ESG par les analystes sont moins évidents que ceux des génocides du siècle dernier, la répétition (routinisation) d'une représentation purement financière du monde peut conduire à oublier ou à nier les autres caractéristiques de notre rapport à ce monde, et de notre connexion existentielle avec ce monde (Lehman, 2017). « La façon de noter, c'est une façon de voir le monde » (Jean-Yves Wilmotte, Carbone 4, résultats p. 219), et la mainstreamisation de l'ESG dans sa forme matérielle peut conduire à « oublier » les autres

façons qu'il existe de le considérer, et les autres raisons, notamment éthiques, qu'on peut avoir à vouloir évaluer la performance extra-financière des entreprises.

Cette avancée de la raison instrumentaliste au détriment de la connotation éthique que l'analyse extra-financière comportait historiquement peut donc être qualifiée comme processus de réification au sens de Honneth, menant à un oubli de la relation primaire, qualitative et affective que les acteurs (analystes, investisseurs, entreprises) pourraient entretenir avec des thématiques comme la préservation de la nature et la solidarité entre humains. Il s'agit d'un phénomène qui s'affirme dans d'autres domaines aussi : Emily Barman a ainsi décrit comment le programme néolibéral qui consiste à laisser le marché résoudre les problèmes sociaux et économiques nécessite une reformulation de ces problèmes dans un langage adapté aux acteurs de marché (Barman, 2015 ; 2016). Le corollaire est la financiarisation comme colonisation des outils et du langage financiers sur des sphères non-financières (Chiapello, 2015 ; 2020 ; Tjordman & Boisevert, 2012), ce qui signifie que la valeur des enjeux comme le climat, la biodiversité, la culture ou l'éducation est désormais décrite et justifiée en termes économiques. Dans le domaine des arts, Jeacle & Miller (2016) montrent comment la colonisation du secteur culturel par le NPM et ses mesures quantifiées et standardisées de la performance change la perception des valeurs culturelles par les autorités, ce qui peut avoir des effets vitaux sur leurs décisions de financement. Ellwood & Greenwood (2016) en donnent un exemple parlant, en décrivant comment la valorisation comptable et économique de son patrimoine culturel a poussé une institution culturelle publique britannique à vendre une statue emblématique pour faire des économies. Étant donné que le langage comptable ne peut jamais refléter la valeur d'une entité dans toutes ses dimensions, privilégier une certaine manière de valoriser se fait nécessairement au détriment d'autres. Ma thèse offre un exemple parmi d'autres de l'expansion de la rationalité économique comme mode de valorisation unique pour un très grand nombre d'objets, d'entités et d'activités, mais est originale dans le sens où elle dévoile la violence éthique que cela provoque pour les acteurs qui doivent se constituer en fonction de cette rationalité. Souvent, cette violence est refoulée pour pouvoir continuer à exister et à être un membre productif et reconnu d'un champ social donné. En effet, dans le cas décrit par Ellwood & Greenwood ou dans le cas des analystes étudiés dans cette thèse qui, par réflexe, adoptent le discours sur la matérialité financière de l'ESG, les acteurs « oublient » qu'il existe d'autres façons d'exprimer la valeur. La réification comme attitude à l'égard du monde dont on fait partie semble de plus en plus devenir, pour reprendre les termes de Honneth, une « seconde nature » (Honneth & Haber, 2008).

### 3.2. La réflexivité comme itération performative face à la performativité contraignante des outils

Comment en sortir ? Ce n'est pas si simple, car les théories sous-jacentes aux principes de valorisation se matérialisent dans les outils que les acteurs utilisent pour effectuer des actes de calcul ou d'évaluation. Une fois ces outils constitués, ils continuent à renforcer ces principes à chaque application. MacKenzie & Milo (2013) décrivent comment des mouvements de prix sur les marchés de produits dérivés étaient correctement prédits par la théorie Black & Scholes, non pas parce qu'elle avait réussi à dévoiler une quelconque structure de prix préexistante, mais parce que les acteurs de marché adaptaient leur comportement d'une manière qui rendait les prévisions du modèle plus adéquate. La théorie comportait des notions qui étaient entièrement autoréférentielles, comme la volatilité implicite, mais qui, parce que les acteurs de marché commençaient à en parler d'une certaine manière, devenaient visibles et commençaient à se comporter de la manière dont la théorie l'avait décrite. Leur papier montre la force de la performativité des outils à façonner leurs utilisateurs, et à créer le fameux homo economicus qui est certes une réalité historique, mais une réalité historique située, produit par les théories contenues dans les outils avec lesquelles les acteurs travaillent (ici la théorie Black & Scholes) : « instead of showing how market participants are more complex and more embedded than economics assumes, show how economics and its associated practices simplify and disembed them to the extent that economics becomes applicable » (p. 141). On pourrait dire la même chose de la théorie selon laquelle la performance ESG aurait un lien avec la performance financière : au lieu de démontrer comment la performance ESG est plus complexe que son interprétation par les investisseurs mainstream (et donc par les analystes qui façonnent leurs analyses en fonction des besoins de ces derniers), on pourrait démontrer comment ces interprétations simplifient et déracinent la performance ESG jusqu'à ce qu'elle se confond avec la performance financière.

Mais la matérialité financière de la performance ESG n'est pas une simple prophétie auto-réalisatrice qui se réaliserait mécaniquement, car en réalité, les analystes ne se focalisent pas uniquement sur les facteurs matériels financièrement, et les analyses ne sont pas parfaitement interchangeables car les analystes font aussi confiance à leur intuition. Si les normes épistémiques et discursives financières poussent à l'objectivité mécanique (Mehrpuoya & Samiolo, 2016) et à la matérialité financière, en réalité, comme le montrent mes résultats, il y a

un peu de marge pour la réflexivité des analystes, et à chaque nouvelle analyse ils ont l'opportunité de l'intégrer. Ma thèse montre en effet comment les analystes effectuent parfois des reformulations de ces normes quand ils l'estiment nécessaire pour la qualité de leurs analyses. Les résultats reflètent deux manières dont les analystes mobilisent leur réflexivité. La première est d'adopter d'autres manières de mesurer. Ainsi, les analystes-gérants d'une petite société de gestion privilégient une approche artisanale à l'analyse, contrôlée par leurs pairs, dans laquelle la discussion sur la meilleure interprétation des indicateurs est toujours ouverte. A rebours de la tendance à la standardisation du contrôle pour plus d'homogénéité à moindre coût (tendance que j'ai détectée chez la plupart des agences de notation), cette petite société préfère un système où chacun a accès aux fiches des autres, que chacun peut annoter et commenter, et dans lequel des analystes à profils variés mettent en commun leurs compétences et prismes analytiques différents (voir résultats, 1.2.4. *Intégrer analyse et gestion*, p. 235). Cette petite équipe d'analystes est également consciente des limites des indicateurs, et a pris la décision de désactiver certains critères automatiques et de désagréger certaines catégories (voir résultats, 3.4.1. *Assumer sa subjectivité et sa responsabilité*, p. 312). Ils savent que les chiffres sont limités pour produire une représentation de la performance des entreprises et utilisent leur méthodologie pour amorcer des échanges de points de vue<sup>112</sup>. Des analystes dans d'autres structures partagent ces constats et utilisent la flexibilité à leur disposition pour qualitativement ajuster des scores automatiquement calculés (voir résultats, 3.4.2. *Ajuster qualitativement le score calculé ou scinder des notes agrégées*, p. 317) ou essaient de négocier avec leur hiérarchie pour donner plus de marge de manœuvre à l'analyste dans la conception des méthodologies à développer (voir « introduire des critères subjectifs pour 'tirer le meilleur de ça', résultats p. 304). L'usage que font ces analystes de leurs méthodologies se rapproche de la comptabilité comme pratique sociale décrite par Martin Messner (2007) : plutôt que d'évaluer des entités selon des catégories prédéfinies qui deviennent indiscutables, il s'agit de rediscuter à chaque fois les principes sous-jacents à ces catégories. La « responsabilité de l'analyste » s'exprime donc par sa capacité à rester vigilant aux manières de noter, de questionner les catégories précédemment établies, et si besoin, de les mettre à jour. Malgré la tendance à l'industrialisation et l'automatisation, pour beaucoup d'analystes interrogés, il s'agit là d'un vrai métier, d'un

---

<sup>112</sup> L'attachement de cette petite société de gestion à une approche artisanale à la gestion est le résultat de son histoire, sa fondation par trois anciens collaborateurs d'une grande banque qui ont voulu créer une structure qui mette la rencontre avec les dirigeants d'entreprise au centre. Or, avec l'accroissement des volumes et l'étendue de l'univers d'investissement aux États-Unis, la société n'est pas sûre de pouvoir garder ce fonctionnement, voir résultats p. 231.



travail qui ne serait pas substituable par des outils automatiques. « Les enjeux de durabilité, ils évoluent » (analyste climat sell-side, résultats p. 317), et pour les détecter, les évaluer et les interpréter, il faut un regard humain.

La deuxième façon dont les analystes intègrent leur réflexivité est d'étendre ou de changer le périmètre des catégories de leurs analyses. C'est typiquement ce qui se passe lorsque les analystes intègrent leur éthique personnelle (résultats section 3.4.3.) et couvrent des thématiques qu'ils savent dérisoires d'un point de vue de la matérialité financière, mais qu'ils trouvent personnellement importants. C'est le cas de l'analyste spécialisé dans le climat qui écrit « dix pages » sur la préférence pour le présent ou sur les aspects éthiques de l'internalisation des externalités (résultats p. 322). Ou de l'analyste italien qui intègre certaines informations qui l'intéressent personnellement dans ses rapports, même en étant conscient « qu'un gérant dise OK, mais... » (résultats, p. 322). Il est possible de construire un autre rapport à la mesure, un rapport plus personnel, moins standardisé, qui accepte la subjectivité de l'analyste et qui va à l'encontre de la recherche de l'objectivité mécanique que les analystes sont souvent exhortés à afficher. Mehrpouya & Samiolo (2016) décrivent comment les analystes extra-financiers qu'ils ont étudiés sont invités à être réflexifs sur leur travail, afin de séparer leurs pratiques de leurs convictions politiques et d'analyser « comme un robot » (p. 22). Les analystes que j'ai rencontrés sont également réflexifs, mais leur réflexivité est d'un autre niveau. Ils savent que pour que leurs analyses soient considérées utiles par leur entourage, il faut insister sur des critères matériels, et ils sont parfaitement conscients que leurs convictions politiques personnelles ne convaincront probablement pas leurs clients ou collègues à changer leurs décisions d'investissements. Mais cela ne les empêche pas de les intégrer à leurs analyses. Ils ont donc déjà internalisé cette norme qui détermine leur reconnaissabilité au sein de leur champ ; la séparation des convictions personnelles et pratiques professionnelles ne suit plus un travail réflexif conscient mais est plutôt devenue une « seconde nature » (Honneth & Haber, 2008, p. 102). Mais ils sont capables de s'en distancier en réalisant que les modèles qui sont habituellement utilisés ont des fondements critiquables, ou que les arguments purement financiers en faveur l'ESG sont limités et rendent aveugles pour certaines informations. Le deuxième niveau de réflexivité est donc la conscience de sa propre médiation par les normes et le choix d'aller à leur rencontre, mais en réalisant, et c'est là le troisième niveau de réflexivité, la futilité de cette « résistance ». Car face à l'évolution du champ, où la maîtrise des risques s'affirme désormais comme motivation unique des investisseurs mainstream à faire de l'ESG, la tentative d'étendre le périmètre des analyses en intégrant des éléments sans lien aucun avec

la matérialité financière ne peut rester qu'une pratique de niche. Donc les analystes qui ont atteint le troisième niveau de réflexivité et qui, malgré leur rôle de « lanceurs d'alertes de la finance » (analyste ESG, résultats, p. 185), qualifient leur propre travail d'un « jeu de dupes » ou d'une « hypocrisie générale » (analyste ESG, résultats, p. 332), ont compris qu'il n'est pas possible de déconstruire la maison du maître avec les outils du maître.

Cela n'empêche pas que ces micro-résistances peuvent avoir des effets à plus long terme. Butler appelle « itérations performatives » les reformulations de « formules conventionnelles de façon non conventionnelle » (Butler, 2017, p. 217). Elle est critique de Bourdieu, pour qui l'habitus social prend une forme trop totalisante et enferme les individus et les groupes sociaux de manière déterministe dans leurs comportements et attitudes. Pour elle, il reste toujours la possibilité, dans la répétition du discours, de légèrement reformuler la norme qui le sous-tend. La performativité critique (Butler, 1997 ; Cabantous et al., 2016) décrit comment ces reformulations peuvent ensuite produire des effets qui permettent de transformer l'habitus social. Grisard et ses coauteurs (2020) mobilisent la pensée de Butler pour étudier comment des managers en RSE peuvent effectuer des changements incrémentaux dans la définition de la RSE mise en avant par leur entreprise. Cette définition, basée sur une vision financiarisée du développement durable, était contraire aux convictions personnelles des personnes étudiées, qui souhaitaient également lancer des initiatives dont les retombées financières étaient moins claires. Ils réussissent, en combinant prudemment des références au discours dominant avec leurs propres propositions, à légèrement changer le narratif dominant, sans pour autant en transformer la logique globale. Prudemment, parce qu'il faut trouver le juste milieu entre conformisme et réformes dans l'utilisation du discours. Ainsi, l'une des managers étudiées témoigne s'être heurtée sur la non-compréhension de ses collègues lors d'une réunion où elle s'était trop détachée de la norme. Elle reconnaît immédiatement l'erreur, et craint avoir perdu en crédibilité aux yeux de ses collègues. Elle se promet donc de faire plus attention la prochaine fois (p. 17).

Les analystes qui reformulent la norme, soit en adoptant d'autres manières d'analyser, soit en cherchant à étendre le périmètre de ce qui est pris en compte, participent également à des reformulations qui peuvent créer des espaces à l'intérieur de la norme. Or, comme pour les managers étudiés par Grisard et ses coauteurs, les analystes doivent faire attention à ce que ces reformulations ne soient pas trop radicales, au risque qu'elles soient rejetées par leurs pairs. L'opacité du sujet théorisée par Butler peut ainsi se transformer en une opacité par le sujet

lorsqu'il dévie trop des normes qui déterminent sa reconnaissabilité. Mais petit à petit, les reformulations peuvent constituer une alternative qui pourrait être reprise par d'autres acteurs au sein du champ. Ma thèse répond à l'appel lancé par Grisard et ses coauteurs à étudier ces dynamiques dans des contextes où la puissance de la norme financière est plus puissante que dans la multinationale qu'elle a étudiée (« It would be of interest to study this phenomenon in other business contexts where the pressure for financial conformity is likely to be more intense », p. 20). Il est difficile d'imaginer des contextes où la norme financière est plus puissante que celui de l'analyse financière et extra-financière. Les résultats de ma thèse montrent que même si d'un point de vue discursif, la marge de manœuvre des analystes semble encore plus limitée que celle des managers étudiés par Grisard et ses coauteurs, d'un point de vue matériel, ils ont la possibilité de transformer les pratiques, car même des petites évolutions peuvent laisser des traces durables dans les outils et façonner les analyses qui seront produites dans le futur.

Ma contribution est ainsi de jeter un pont entre la littérature sur la performativité des théories au sens de MacKenzie & Milo (2013) et la performativité critique telle que Butler l'entend. Ces deux conceptions de la théorie sont très différentes : l'une décrit comment les théories, enfermées dans des outils, contribuent à produire le monde qu'elles sont censées décrire, l'autre comment les individus peuvent utiliser le pouvoir de leurs mots et leurs actes pour effectuer des changements des normes dominantes. L'analyse de la performance ESG par les analystes réunit les deux aspects de la performativité. Certes, les analystes travaillent avec des méthodologies qui sont le résultat de choix plus ou moins arbitraires mais qui continuent d'avoir des effets sur la performance produite. Cette stabilité est une condition à leur utilisabilité : sans « calculative frames » partagés, les analystes ne peuvent pas faire les comparaisons et classements qui sont le cœur de leur métier (Beunza & Garud, 2007). Il est difficile pour les analystes de s'affranchir de l'inertie de leurs modèles, mais ce n'est impossible. Après tout, chaque analyse effectuée est une réinterprétation de la performance ESG telle qu'elle s'exprime dans un cas précis. A chaque analyse, les analystes ont donc la possibilité de revisiter la définition de la performance, et ces réinterprétations sont parfois intégrées dans les outils avec lesquels ils travaillent.

Les analystes qui adoptent d'autres manières d'analyser et choisissent, par exemple, de manuellement ajuster des notes produites par leur méthodologie, produisent une performance ESG un peu différente. Ces reformulations laissent des traces durables dans les outils quand ils désactivent des critères automatiques pour laisser plus de marge à l'interprétation, ou lorsqu'ils

décident de scinder l'ESG en E, S et G pour proposer une alternative aux notes agrégées. Dans ce dernier, cas, la réflexivité de l'analyste a produit une reformulation de la théorie à l'origine de l'analyse extra-financière, qui est qu'il est possible de créer des indicateurs pour capturer et évaluer la performance ESG des entreprises. La reformulation énonce qu'il reste possible de créer des indicateurs pour capturer et évaluer la performance ESG, mais que pour que cette évaluation ait un sens, il faut que les indicateurs soient évalués séparément (« si tu veux avoir une information propre il faut prendre les choses de façon séparée », analyste ESG sell-side, résultats p. 317). Cette reformulation conduit ainsi à la création de nouveaux outils, qui comportent certes toujours des traces des anciens outils mais qui produisent quand-même une performance ESG différente, et qui ouvrent la voie pour d'autres reformulations et expérimentations. La performativité critique de Butler peut donc être connectée à la performativité des outils de MacKenzie & Milo, dans le sens où des reformulations de la norme (la performance ESG doit être évaluée par des critères synthétiques, permettant la prise de décision rapide) peuvent transformer les théories contenues dans les outils (la performance ESG doit certes être évaluée par des critères synthétiques, mais une désagrégation de la note produit des informations plus « propres » et permet la prise de décisions plus pertinentes). L'originalité de ma thèse, par rapport aux discussions qui ont eu lieu entre chercheurs en gestion sur la performativité critique (Cabantous et al., 2016; Spicer et al., 2009, 2016), est liée aux caractéristiques du terrain : les analystes, en tant que producteurs des normes qui les contraignent et traducteurs de ces normes dans les outils d'analyse, se trouvent au cœur de la tension entre performativité des outils et performativité critique. Je contribue ainsi à ces débats en montrant comment les analystes sont à la fois contraints par les outils mais peuvent aussi les utiliser pour transformer la définition de la performance produite. Je peux ainsi répondre à la demande de Grisard et al., qui se sont demandés comment la performativité critique peut s'exprimer dans des milieux où la puissance du discours financier est très importante : dans les contextes où les normes financières semblent difficiles à transformer, leur reformulation et matérialisation dans des outils censés les reproduire peut quand-même effectuer des changements incrémentaux.

Afin de vérifier si ces reformulations de la norme et du discours sont ensuite reprises par les utilisateurs, ici les investisseurs, il faudrait mener des enquêtes plus approfondies sur la vie d'un outil spécifique, afin de vérifier comment les reformulations de certaines normes s'y

matérialisent, et quels effets ces reformulations peuvent produire dans le monde social<sup>113</sup>. Pour cela, il serait également nécessaire d'étudier les perceptions des utilisateurs, leurs croyances et les transformations éventuelles de leurs pratiques.

Ma thèse apporte une contribution empirique et deux contributions théoriques. La contribution empirique est à la sociologie de la quantification. Mes résultats illustrent comment les acteurs qui accaparent la production des chiffres peuvent consolider leur position dominante : l'invasion par les acteurs anglo-saxons du marché européen de la notation extra-financière est l'affirmation de leur manière de noter comme manière dominante. Les luttes de pouvoir autour de la vision du monde s'expriment ainsi par des batailles méthodologiques, et ceux qui peuvent imposer leur façon de noter comme la norme du marché, sont également capables de consolider leur position dominante sur ce marché. Les contributions théoriques sont au nombre de deux, et peuvent être reliées entre elles. La première est à la littérature sur l'accountability. Je montre que la domination par la rationalité économique comme seul principe accepté pour justifier son comportement crée des souffrances non seulement chez ceux à qui on demande de rendre des comptes, mais également chez ceux dont c'est le métier de demander des comptes aux autres. Les analystes n'ont d'autre choix que d'intégrer les injonctions du marché, et ces injonctions participent à un resserrement de la norme qui encadre leurs pratiques et leur réflexivité. Les analystes sont donc les producteurs des normes qui les contraignent. Mais ces normes ne sont pas totales, et certains analystes réintègrent leur réflexivité pour les assouplir. La deuxième contribution propose de relier la performativité des outils à la performativité critique, et montre comment, malgré l'inertie des outils et des théories qui s'y trouvent, les acteurs peuvent effectuer des reformulations de ces théories à chaque fois qu'ils appliquent les outils, et ainsi effectuer des changements incrémentaux. Mon terrain affiche donc deux mouvements opposés : un qui renforce la norme, un autre qui l'assouplit. Ce sont les caractéristiques particulières de la population étudiée qui me permettent de les détecter. Les analystes utilisent la mesure de la performance pour deux raisons : d'abord, pour utiliser leurs idées, leurs convictions et leur

---

<sup>113</sup> Il serait par exemple intéressant d'étudier la NEC (Net Environmental Contribution), l'outil d'évaluation des impacts environnementaux des entreprises développé par un consortium d'acteurs de la finance durable. Il s'agit d'un outil qui « comporte plein de biais » (résultats p. 318), mais qui a été développé sur la base d'une reformulation de la norme discursive financière qui insiste que la performance ESG doit nécessairement avoir un lien avec la matérialité financière. Les risques financiers associés à la transition environnementale sont certes évoqués, mais le premier objectif affiché de la NEC est de permettre aux investisseurs d'être des acteurs de cette transition environnementale. Les effets de ce discours sur les clients, sur leur perception de la performance ESG et sur leurs pratiques pourraient faire l'objet de futures études. <https://nec-initiative.org/>

intuition pour transformer la réalité telle qu'ils l'entendent : ils ajustent des notes à leur intuition, désagrègent des informations pour plus de pertinence, intègrent leur éthique personnelle. Ensuite, pour répondre aux injonctions des marchés financiers, qui demandent des informations transparentes, standardisées, matérielles financièrement. Le changement s'effectue dans la tension entre ces deux tendances : en répétant et reformulant les normes, les analystes peuvent, dans certains cas seulement et souvent de manière très marginale, les transformer.

La théorie n'est pas l'unique ressource qui m'a aidée à produire cette thèse, loin de là. D'un point de vue théorique, c'est la mobilisation de la philosophie de Judith Butler qui me permet d'identifier la violence éthique associée à l'expansion du régime dominant d'accountability, exercée sur des professionnels qui n'auraient pas existé sans cette expansion, et la pensée d'Axel Honneth de diagnostiquer les effets réifiant de ce régime. D'un point de vue méthodologique, c'est l'utilisation de l'auto-ethnographie et d'une approche personnelle et interprétative à l'enquête de terrain qui m'a permis d'en détecter les manifestations empiriques – les émotions – comme source de production de connaissances.

#### 4. Produire des connaissances à partir de sa subjectivité par l'immersion et l'exploration

Ma subjectivité a joué un rôle central dans le processus de production des connaissances dans le cadre de cette thèse. Comme expliqué dans le chapitre méthodologique, malgré certaines tentatives de me distancier d'elle, elle m'a guidée au long de toutes les étapes de ma recherche, et je pense maintenant qu'elle l'a enrichie plutôt que décrédibilisée. Ce n'est pas une contribution méthodologique en tant que telle, car l'auto-ethnographie est une méthode de plus en plus utilisée dans le champ de la recherche en gestion et en comptabilité (Moriceau, 2019 ; Haynes, 2017). Mais elle est indissociable du reste de ma démarche et de ce que je présenterai ici comme une contribution méthodologique : la combinaison d'une démarche immersive, personnelle, où l'on constate un phénomène « surprenant » qu'on creuse et qu'on étudie en profondeur, avec une démarche d'ouverture, afin d'explorer les formes que ce phénomène peut prendre chez d'autres personnes et dans d'autres contextes.

### *Produire des connaissances à partir de sa subjectivité*

A l'image des analystes qui réintègrent leur propre réflexivité et leur éthique personnelle, j'ai écrit cette thèse à partir de mon vécu. Le premier chapitre est le reflet de mes expériences personnelles, d'un malaise et des doutes. Les résultats ont été produits après avoir effectué un codage ascendant, c'est-à-dire sans codes issus de la littérature. Plutôt que de me distancier de mon vécu et de ma subjectivité, ce codage a permis de structurer mes idées. Je n'ai pas vu « émerger » une structure de données, mais je l'ai créée en croisant ce que j'avais tiré de mes trois années d'analyste avec ce que les analystes rencontrés dans le cadre de mon enquête de terrain ont pu me dire. Ce qui est vrai pour les analystes qui produisent la performance ESG est vrai pour la production d'une thèse : il n'y a pas de création ex nihilo, toute production épistémique est toujours le résultat d'interprétations et de réinterprétations.

Mon interprétation est nécessairement colorée par ma subjectivité. C'est mon expérience personnelle qui m'a donné envie de faire une thèse sur ce sujet, et elle m'a accompagnée tout au long du processus. Comme décrit dans le chapitre méthodologique, et malgré ce que je pensais devoir faire au début, je n'ai pas vraiment réussi à me distancier de ma subjectivité par certaines démarches comme la volonté de m'intéresser de manière « neutre » à l'expérience des autres, la tentative de prendre de la hauteur par le travail théorique, ou encore le codage « inductif » comme approche de l'analyse des retranscriptions d'entretien. Pendant toutes ces étapes, ma subjectivité a toujours été là, et elle a toujours influencé mon regard et mes idées. Mes états d'âme personnels, de la satisfaction à avoir trouvé un levier puissant de changement dans le secteur financier, l'espoir de pouvoir en faire un outil de transformation et d'y trouver ma place, à la désillusion qu'était la réalisation que l'analyse extra-financière change peut-être le périmètre de l'analyse qu'on effectue pour les investisseurs, mais nullement la logique sous-jacente à leurs décisions, aux moments de déprime que j'ai pu vivre, ont contribué à produire cette thèse, et non seulement le chapitre auto-ethnographique. J'ai utilisé mes émotions à la fois dans la phase de collecte de données, par leur partage avec les analystes rencontrés, et dans la phase d'analyse, par exemple par la rédaction de mémos sur les émotions des analystes (dont est issu l'épilogue au chapitre résultats, p. 328). Dans les deux cas, elles m'ont permis d'introduire de la réflexivité, pour les analystes qui étaient incités à réfléchir sur leurs propres pratiques par rapport à leurs convictions, et pour moi, lorsque je réfléchissais à comment donner une place aux miennes dans ma recherche. Ce n'était pas toujours facile, et comme déjà évoqué, au début je pensais devoir me distancier de ces émotions et convictions pour pouvoir faire une thèse. Mais je me suis rendu compte, grâce à certaines rencontres et certaines lectures (Bochner,

2000; Haynes, 2017; Moriceau, 2019; Yousfi & Abdallah, 2020), qu'elles pouvaient enrichir ma recherche.

### *Combiner deux perspectives d'analyse*

Par rapport aux travaux cités, qui ont privilégié soit l'auto-ethnographie comme manière de produire des connaissances sur des phénomènes sociaux à partir de son propre vécu (Bochner, 2000 ; Haynes, 2017, Moriceau, 2019), soit l'utilisation des émotions dans un travail ethnographique (Yousfi & Abdallah, 2020), ma thèse réunit les deux approches et combine l'auto-ethnographie avec un travail plus classique d'enquête de terrain qualitative, dans lequel le rôle des émotions est accepté et spécifiquement étudié. Cela m'a permis de combiner une vue très précise et très personnelle, qui apporte une connaissance fine des phénomènes sous étude mais qui se limite aux développements dans une seule organisations tels qu'ils sont perçus par un seul individu (même si les perceptions de mes collègues ont également été étudiées dans un article qui a été écrit à côté de cette thèse, voir Bluntz & van Weeren, 2020), avec une vue plus large sur les formes que prend ce phénomène dans d'autres organisations et leurs perceptions par d'autres individus. Car il s'est toujours agi du même phénomène, même si au départ de ma thèse, je ne savais pas encore le décrire avec précision : comment les analystes produisent la performance ESG en interaction avec les normes et le discours financiers. Après avoir pu personnellement constater les tensions que ce processus provoque, j'ai voulu les explorer chez d'autres. Pour ce faire, j'ai combiné plusieurs approches méthodologiques, auto-ethnographiques et qualitatives, qui m'ont permis d'étudier ce phénomène d'abord en profondeur, ensuite en largeur. La première perspective m'a permis d'acquérir une connaissance fine, détaillée et personnelle du phénomène, mais mal contextualisée et isolée du champ. La deuxième m'a aidée à obtenir une connaissance certes moins détaillée, mais plus complète du phénomène et des diverses formes qu'il peut prendre selon les profils d'analyste et les particularités de leurs structures. Sans la combinaison des deux approches méthodologiques, cette double perspective n'aurait pas été possible d'obtenir<sup>114</sup>. Ma contribution méthodologique est donc de combiner différentes approches à l'étude qualitative d'un phénomène, de l'immersion totale dans une organisation à l'étude du champ dont cette organisation fait partie, pour d'abord identifier un phénomène « surprenant » qu'il vaut le coup d'étudier (Alvesson & Sköldbberg, 2009 ; Brinkmann, 2014), et ensuite d'en explorer les formes

---

<sup>114</sup> On peut considérer l'approche méthodologique insider-outsider (Gioia, 2010), effectuée avec Clarence à mon ancienne agence, comme une étape intermédiaire dans le processus d'ouverture et de contextualisation.



possibles au sein d'un champ : les « réponses possibles aux problématiques qui se répètent » (Moriceau, 2004).

## 5. Commentaire sur le projet de mettre la finance au service de la transition

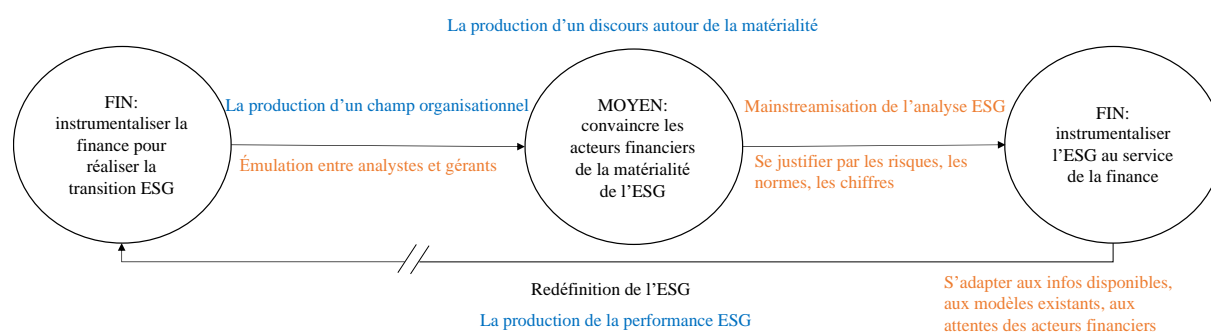
Les analystes qui s'adaptent au discours et langage dominant procèdent à une espèce d'autocensure, ce que Butler appelle *foreclosure* : ce qui ne peut pas être dit et qui défait le sujet (Butler, 1977; Grisard et al., 2020). Ils le font pour rester reconnaissable en tant que professionnels et produire des analyses dans une forme utile et crédible aux yeux de leurs clients et collègues financiers. Le résultat est que certains arguments ne sont pas avancés pour rester « professionnel », certains critères sont écartés car jugés « sans justification économique » ou non-traduisibles dans un langage quantifié, certaines évaluations sont reformulées dans un langage « froid » pour ne pas être accusé de subjectivité.

Consciemment ou non, ces analystes qui se conforment aux attentes des acteurs financiers sur la performance ESG et s'adaptent, dans les arguments mis en avant pour convaincre leurs collègues ou clients, participent à l'inversion des fins et des moyens qui est au cœur de la montée en puissance de la performance ESG dans sa dimension « matérielle ». La fin officiellement avancée, sur laquelle insiste d'ailleurs la Commission européenne dans ses travaux sur l'ESG<sup>115</sup>, qui est d'utiliser les marchés financiers pour financer la transition écologique et sociale, est occultée au profit du moyen, qui est de convaincre les acteurs financiers, avec des arguments qui parlent à leur logique instrumentaliste, de se lancer dans l'ESG. Le discours autour de la matérialité qui a convaincu tant d'acteurs était un moyen en non une fin en soi. Ma thèse montre que ce discours a fini par dominer non seulement la rhétorique mais également la pratique, avec des conséquences réelles sur la définition de la performance ESG. La figure ci-dessous visualise, à la lumière de mes résultats, comment le moyen (convaincre les acteurs financiers de la matérialité de l'ESG) a fini par dominer la fin

---

<sup>115</sup> « Sustainable finance refers to the process of taking environmental, social and governance (ESG) considerations into account when making investment decisions in the financial sector, leading to more long-term investments in sustainable economic activities and projects », Commission européenne, « Overview of sustainable finance », consulté le 24 février 2021 : [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en)

initiale de l'analyse extra-financière, qui était d'instrumentaliser la finance pour réaliser la transition écologique et sociale. Comme le dit Ladislav Smia, directeur de la recherche ESG chez Mirova : « le plan d'action de la Commission européenne revient sur ce côté matérialité financière mais insiste aussi beaucoup sur la question de l'impact, i.e. dans quelle mesure la finance peut jouer un rôle sur l'émergence d'une économie plus durable. J'ai d'ailleurs tendance à penser que pour les régulateurs européens, le principal enjeu est sur ce deuxième pilier, afin d'encourager la finance à participer à l'émergence d'un monde plus durable » (résultats p. 218) Mais la production d'un champ organisationnel autour de l'analyse intégrée et la production et diffusion d'un discours autour de la matérialité ont eu pour conséquence une mainstreamisation de l'analyse ESG qui l'a redéfinie : l'ESG se trouve maintenant instrumentalisé au service de la finance. En justifiant leur travail par des arguments insistant sur ses avantages financiers (mieux maîtriser les répercussions financières des risques et des normes), les analystes contribuent à la puissance du discours dominant. Ce discours dominant attire toujours plus d'investisseurs mainstream, qui ont des attentes sur la forme et le contenu des informations que les analystes doivent satisfaire. Le résultat est un cercle vicieux dans lequel la performance ESG se trouve redéfinie, reposant principalement sur des critères avec une « justification économique » (analyste ESG sell-side, voir résultats p. 369).



### *La redéfinition de la performance ESG en conséquence d'une inversion des fins et des moyens dans l'analyse ESG*

Il ne faut donc pas s'étonner des critiques qui sont émises dans la littérature grise sur la composition d'univers d'investissement dits « ESG »<sup>116</sup>. La composition de critères, reflétant une conception de l'ESG basée sur ses liens avec les risques et opportunités financiers, favorise des entreprises spécialisées dans le numérique, effectivement sorties grands gagnants de la

<sup>116</sup> Johnson, S. (2021, février 22). « ESG investment favors tax-avoiding companies ». *Financial Times*, consulté le 24 février 2021 : <https://www.ft.com/content/486afe00-5347-4f23-ab30-fb2ab901b2cb?shareType=nongift>

pandémie due au Covid-19. Mais ce sont également ces entreprises qui investissent massivement dans l'automatisation au détriment du capital humain et qui pratiquent l'arbitrage entre différents régimes fiscaux pour minimiser l'impôt qu'elles paient. Ainsi, une étude réalisée par la société de brokerage new-yorkaise Stone X a relevé que les entreprises les mieux notées par des agences de notation comme MSCI paient en moyenne neuf points de pourcentage en moins d'impôt (par rapport à leur chiffre d'affaires) que les entreprises les moins bien notées, ce qui s'explique par la faible représentation de la thématique fiscale dans les méthodologies d'analyse. Étant donné que l'argumentaire de la matérialité ne s'applique guère à la fiscalité (payer des impôts coûte de l'argent à l'entreprise, faire de l'optimisation fiscale, tant que c'est légal, lui rapporte de l'argent), il s'agit là d'une thématique qui a été « oubliée » dans les méthodologies.

Ma thèse montre que cet oubli suit logiquement des dynamiques de reconnaissance auxquelles sont soumis les analystes lorsqu'ils produisent la performance ESG, et qui les incite à traiter les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance de manière réifiée. Cette réification se reflète dans l'autonomisation d'un seul but au détriment des autres, et dans la dénégation de la valeur intrinsèque de l'environnement et la société. Car l'incitation au rapport instrumentaliste par des systèmes comptables que détectent Martineau & Lafontaine (2019) semble également s'appliquer aux méthodologies d'analyse extra-financière. Quand les analystes confient vouloir inclure des critères sociaux ou environnementaux par intérêt personnel mais s'en abstiennent à cause du manque de « justification économique » de ces critères, ne sont-ils pas incités à appréhender la « nature » (ici, l'environnement, les relations sociales) uniquement de manière instrumentaliste ? Comment ces analystes pourraient-ils guider les investisseurs à opérer la transition écologique et sociale, comme le souhaite la Commission européenne ?

Aux origines du développement du marché de l'ISR, les premiers analystes construisaient ensemble avec les investisseurs des projets de financement autour d'une thématique sociale ou écologique concrète. La performance financière n'était pas centrale, c'était « la cerise sur le gâteau » (pionnier<sup>1</sup>, résultats p. 194). Bien sûr, l'ISR de l'époque était une pratique de niche, et pour jouer un rôle déterminant dans la transition, il faut que la finance durable dépasse ce statut et soit adoptée par l'ensemble des acteurs de marché. Aujourd'hui, l'ESG est dans toutes les bouches. Mais l'intensification de la demande pour l'ESG dans sa dimension matérielle a transformé le projet et le sens même de l'analyse extra-financière. Il est vital de se rendre compte des dynamiques sous-jacentes à cette transformation et de ses répercussions, car comme

l'a récemment écrit Tariq Fancy, ancien directeur ESG chez Blackrock, le plus grand gérant d'actifs au monde, notre obsession avec l'ESG matériel constitue une « distraction mortelle » qui nous empêche de prendre des vraies mesures, par exemple dans le domaine du changement climatique<sup>117</sup>. Les analystes, malgré les reformulations marginales qu'ils peuvent parfois effectuer, n'ont pas la possibilité d'être proactif sur l'ESG, car leur rôle est d'accompagner leurs clients (voir résultats, p. 307). Ce sont ces clients qui devraient prendre la décision de mettre leurs fonds au service de la transition, mais s'ils n'y sont pas incités par des régulations fortes qui diminuent la rentabilité des actifs « bruns » ou augmentent celle des actifs « verts », la transition ne se fera pas en laissant les marchés agir librement. Car les investisseurs mainstream privilégieront toujours la rentabilité à la durabilité, dans la mesure où cette durabilité ne leur profitera probablement pas directement et personnellement, mais demandera un sacrifice financier maintenant pour préserver un monde viable plus tard. L'injonction à la rentabilité est maintenant incluse dans la définition même de l'ESG. Cette redéfinition permettra peut-être une mobilisation massive des investisseurs, mais celle-ci restera sans effet notable sur la transition écologique et sociale dont nous avons besoin pour garder notre monde commun viable.

---

<sup>117</sup> Fancy, T. (2021, 16 mars). « Financial world greenwashing the public with deadly distraction in sustainable investing practices », *USA Today opinion*, consulté le 17 mars 2021 : <https://eu.usatoday.com/story/opinion/2021/03/16/wall-street-esg-sustainable-investing-greenwashing-column/6948923002/>



# Conclusion

Partant d'une expérience personnelle de trois ans en tant qu'analyste extra-financière dans une petite agence de notation, je me suis intéressée dans cette thèse aux façons dont les analystes produisent la performance ESG en interaction avec les normes et le discours financiers. L'enquête initiale, réalisée avant l'inscription en thèse, a débouché sur un chapitre auto-ethnographique écrit sur la base d'impressions notées pendant mes années d'analyste. Ce chapitre explique mon positionnement et ma motivation personnelle à étudier ce sujet. L'analyse et l'interprétation des données récoltées pendant l'enquête principale, après l'inscription en thèse (41 entretiens ainsi que des sources secondaires), a mis en évidence la forte influence du champ financier, où prévalent des normes épistémiques particulières, ainsi que du discours sur la matérialité financière de l'ESG, sur les pratiques des analystes. Il se trouve que ces derniers se conforment aux injonctions émanant du champ et du discours dans les choix méthodologiques qui produisent la performance ESG. J'ai mobilisé un cadre théorique inspiré des philosophies critiques d'Axel Honneth et de Judith Butler pour mettre en évidence l'importance de la reconnaissance (comme première étape d'un processus de production de connaissances, mais également en termes de reconnaissance sociale au sein d'un champ donné) pour la façon dont les analystes produisent la performance ESG. Cette performance est médiée par les conditions de reconnaissance des analystes comme membres légitimes du champ financier, capables de rendre des comptes selon les normes discursives et épistémiques qui y règnent.

La thèse propose plusieurs contributions : d'abord une contribution empirique à la sociologie de la quantification, illustrant à quel point la production des chiffres est centrale à la distribution du pouvoir au sein d'un marché et comment des méthodologies d'analyse peuvent constituer un champ de bataille autour de la vision du monde à promouvoir. Ensuite deux contributions théoriques, à la littérature sur l'accountability et à la littérature sur la performativité (critique). La littérature sur l'accountability a documenté comment un régime particulier d'accountability, dans lequel la performance se confond avec les multiples indicateurs produits pour les mesurer et où l'efficacité économique est devenue le principe conducteur, s'étend progressivement sur l'ensemble des sphères de la société. Par rapport à cette littérature, je propose une réflexion sur la perception des professionnels qui sont directement issus de l'expansion de ce régime. Les analystes extra-financiers, dont le métier est de produire des indicateurs pour évaluer la performance des autres, sont aussi bien soumis aux injonctions de ce régime que les entreprises

qu'ils évaluent. En mobilisant la pensée de Butler, je montre la violence éthique éprouvée par ces professionnels quand ils reproduisent des normes discursives et épistémiques qui vont parfois à l'encontre de leurs propres convictions et de leur espoir de mettre la finance au service d'un monde meilleur. Ces normes, et c'est la pensée de Honneth qui m'en a fourni le terme, matérialisent une vision réifiée du monde, dans laquelle la performance ESG est évaluée uniquement par rapport à ce qu'elle rapporte à la performance financière. Pour Axel Honneth, la réification s'exprime lorsque les acteurs oublient le rapport primaire engagé qu'ils entretiennent avec autrui et le monde, rapport qu'il qualifie de « reconnaissance ». Cette reconnaissance se définit comme un « intérêt existentiel » : la conscience qu'on est lié aux autres et au monde dont on fait partie. Les analystes qui, en l'absence de standard prédéfini, doivent d'abord reconnaître en quoi la performance ESG consiste avant de pouvoir l'évaluer, sont poussés à « oublier » cet intérêt existentiel. C'est leur reconnaissance comme membre légitime du champ financier qui est en jeu, car ils sont exposés à une demande qui vient de ce champ et qui colonise leurs pratiques. Mais, et c'est là où j'apporte une deuxième contribution théorique : parfois, les analystes réintègrent leur propre réflexivité et dévient des normes financières, même si cela crée une opacité qui peut compromettre la reconnaissabilité de leurs analyses. Quand ils en ont la possibilité et quand ils l'estiment nécessaire pour produire des analyses de meilleure qualité, ils adoptent d'autres manières d'analyser, moins traçables peut-être, mais avec plus d'attention pour le contexte et la nuance. Quand ils voient des informations qui les touchent personnellement, ils les intègrent parfois à leurs analyses, élargissant ainsi leur périmètre. La majorité de ces « résistances » sont futiles et marginales, mais parfois, elles sont traduites dans les outils d'analyse, par exemple lorsque des critères automatiques sont désactivés ou lorsqu'une désagrégation de la performance ESG est proposée pour plus de pertinence. A ces moments-là, la performativité des outils, qui a tendance à devenir autoréférentielle et fermée dans le monde de la finance, est redirigée par un processus de performativité critique, dans lequel des théories sous-jacentes aux outils sont reformulées et matériellement traduites, ce qui impactera la production de la performance ESG dans le futur. Ma deuxième contribution théorique montre donc comment il est possible de lier la performativité des outils avec la performativité critique. Ce sont les caractéristiques de mon terrain qui m'ont permis de dévoiler la tension entre ces deux formes de performativité, car les analystes sont eux-mêmes les producteurs des normes qui les contraignent mais ils sont également réflexifs sur leur travail. Parfois, ils peuvent intégrer cette réflexivité afin de reformuler les normes. Ces moments réflexifs sont bien entendu plus nombreux quand la marge d'interprétation laissée à l'analyse est plus grande. Dans mon ancienne agence, cette marge était

tellement importante que les analyses produites n'étaient pas jugées utiles par les entreprises et clients. Il n'y avait pas assez de critères traçables ; les analyses n'étaient pas reconnaissables et ne fournissaient pas d'information utilisable. Il fallait donc s'adapter aux normes de reconnaissabilité du secteur financier par la standardisation de la méthodologie. Mais dans ce processus, mes collègues et moi se sont toujours battus pour défendre des espaces de réflexion dans nos pratiques, par exemple en refusant un calcul automatique du score, voire en adaptant des lignes directrices d'évaluation ex post pour mieux correspondre au score donné. Ces actes de résistance s'inscrivaient dans une tentative de défendre une réflexivité qu'on jugeait indispensable à l'évaluation d'une performance non-définie. Les analystes interrogés pour cette thèse semblent partager cet avis : ils considèrent que pour produire des analyses extra-financières de qualité, des calculs automatiques ne pourront jamais être satisfaisants. Mais ils doivent en même temps s'adapter aux contraintes épistémiques du secteur financier, méfiant à l'égard de connaissances « subjectives ». Malgré la tendance actuelle à l'automatisation et au big data, les analystes sont toujours dans une position particulière, travaillant dans une sorte de schizophrénie réflexive où ils doivent reproduire une norme pour être reconnaissable mais voudraient en même temps l'assouplir pour produire des analyses plus en accord avec leurs convictions ou regard personnels. C'est cette tension qui permet des changements incrémentaux, changements qui ne permettront pas de transformation de la logique financière dominante.

L'originalité de cette thèse vient également de la manière dont elle a été menée. Méthodologiquement, j'ai combiné une approche auto-ethnographique avec une approche plus classique d'enquête qualitative par entretiens, ce qui m'a permis d'étudier un même phénomène d'abord de l'intérieur, ensuite de l'extérieur. La connaissance fine et intime mais très personnelle et limitée à une seule organisation que m'a apportée la première démarche a été complétée par une connaissance moins détaillée mais plus globale au niveau du champ. Dans ces deux étapes, ma subjectivité a été centrale. Étant donné que ma propre frustration a été le point de départ de cette thèse, il m'a été impossible d'adopter une posture « neutre » et mes émotions ont joué un rôle à la fois dans la phase de conduite d'entretiens que dans la phase d'analyse. Comme pour l'analyste qui a écrit un article sur les paradoxes de son travail pour leur donner une place (résultats p. 237), l'écriture de cette thèse a été pour moi une manière de donner une place à des expériences vécues. L'enquête de terrain qualitative et la rencontre d'autres analystes aux profils variés, l'analyse des données de manière ascendante, et enfin l'ouverture théorique, m'ont permis d'obtenir une vision nuancée de ce phénomène vécu. La



contribution méthodologique que je propose est donc de combiner immersion et exploration, sans chercher à se distancier de sa subjectivité mais en restant réflexif sur son rôle dans le processus de production de connaissances.

Ma démarche méthodologique a donc été abductive (Alvesson & Kärreman, 2011) dans le sens où elle était inspirée de mon propre étonnement à une situation vécue (les tensions dans l'analyse extra-financière) dont j'ai voulu comprendre les causes. L'intuition avec laquelle je suis sortie de mes trois ans d'analyste, qui me disait que la pratique d'analyse extra-financière est hantée par des tensions qui y sont inhérentes et qui sont causées par sa relation paradoxale aux normes financières, a été confirmée par l'enquête de terrain menée pendant la thèse. Cette enquête a également permis de comprendre que ces tensions ne sont pas la fin de l'histoire, que les analystes continuent de travailler malgré elles, et que leurs choix méthodologiques, qui sont le produit d'une médiation par les normes discursives et épistémiques financières, ont des effets réels sur la performance ESG produite et la vision du monde qui y est associée.

Ce constat me conduit à faire un commentaire sur le projet de mettre la finance au service de la transition écologique et sociale. La Commission européenne a identifié la « finance durable » comme un levier important pour réaliser ses engagements de réduction de gaz à effet de serre et pour atteindre les objectifs du Green Deal Européen, qui vise à faire de l'Europe le premier continent neutre en carbone<sup>118</sup> : « Sustainable finance has a key role to play in delivering on the policy objectives under the European green deal as well as the EU's international commitments on climate and sustainability objectives. It does this by channelling private investment into the transition to a climate-neutral, climate-resilient, resource-efficient, and fair economy, as a complement to public money<sup>119</sup> ». Malgré cet objectif ambitieux, la Commission européenne préfère ne pas trop intervenir par des régulations qui pèseraient directement sur la rentabilité des actifs émis par des entreprises polluantes, telles des taxes carbone. La philosophie de la finance durable telle qu'elle est promue par la Commission européenne consiste plutôt à donner aux investisseurs des informations « complètes » sur l'impact de leurs investissements pour qu'ils prennent les décisions nécessaires à la transition. Ainsi, la Stratégie pour financer

---

<sup>118</sup> Commission européenne, A European Green Deal, site internet officiel, consulté le 26 juillet 2021 : [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_en](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en)

<sup>119</sup> Commission européenne, Overview of sustainable finance, site internet officiel, consulté le 26 juillet 2021 : [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en)

l'économie de transition, publiée le 6 juillet 2021<sup>120</sup>, continue sur la lignée des initiatives précédentes, qui cherchaient à augmenter la transparence sur le caractère « vert » ou « brun » des investissements, à travers des taxonomies, des standards et des labels. Pour la constitution de ces standards, la Commission lance des consultations publiques auxquelles répondent les acteurs de marché. Mais mes résultats montrent que ces acteurs de marché sont de plus en plus orientés vers l'ESG « matériel », qui considère les impacts environnementaux, sociaux et de gouvernance sous le prisme des risques financiers, qui ont tendance à se « matérialiser » bien après qu'il aurait fallu intervenir pour empêcher des impacts irréversibles. Le projet initial de l'analyse extra-financière, qui était de mettre la finance au service d'une amélioration réelle des pratiques, se trouve ainsi vidé de son contenu : dans l'ESG « matériel », il s'agit plutôt d'instrumentaliser l'extra-financier pour mieux servir la finance. Il me semble urgent de s'interroger sur les conséquences concrètes de cette inversion des fins et des moyens sur la capacité de l'analyse extra-financière à participer à la transition écologique et sociale. Ma thèse montre que les acteurs de marché sont eux-mêmes victimes des normes financières qui dominent leur champ, même quand ils sont de bonne volonté. Ces normes se résument *in fine* au calcul risques-opportunités pour la maximisation de rendements à court terme comme seul indicateur pour chaque décision d'investissement, ce qui n'est pas compatible avec les sacrifices financiers à court terme qu'il faut accepter afin de garder le monde habitable à long terme<sup>121</sup>.

Imaginer à quoi ressemblerait une analyse extra-financière qui mettrait véritablement l'extra-financier au centre est complexe. En cause est sa relation avec le monde de la finance, qu'elle sert et sans lequel elle n'aurait pas de raison d'être. La finance est déconnectée du monde réel et a tendance à représenter les entités de ce monde comme des abstractions, des risques ou des opportunités pour l'investisseur. Les actifs financiers, traduits en couples risques-rendement, sont ensuite évalués et comparés, soit au niveau individuel, soit au niveau d'un portefeuille, pour en trouver l'arbitrage optimal. Cette façon de voir le monde se reflète dans l'analyse extra-financière effectuée pour le compte d'un investisseur : la performance ESG produite par les analystes est déconnectée de sa « réalité » empirique et individualisée au niveau d'une entreprise. Car il s'agit de produire des performances qu'on puisse mettre en compétition les

---

<sup>120</sup> Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy COM/2021/390. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021DC0390>

<sup>121</sup> Voir pour une discussion très pédagogique des limites de la finance durable : Grandjean & Lefournier, 2021

unes contre les autres, pour choisir l'entreprise la moins risquée ou présentant le plus d'opportunités par rapport aux transitions à venir. Il ne s'agit pas d'évaluer la résilience au niveau d'une région, ou d'une ville, ou d'évaluer la coopération entre entités en progression vers un état de durabilité à atteindre. Comme le remarquait déjà Gray (2010) : il est impossible de produire des comptes sur la durabilité au niveau d'une organisation, car la durabilité est un état partagé et ne peut pas être accomplie par une seule organisation. Notre interdépendance existentielle rend impossible de valoriser la durabilité comme un objectif unique à atteindre, une performance individuelle à perfectionner. La performance ESG telle qu'elle est évaluée maintenant ne reflète pas cette interdépendance existentielle. Roberts (1996) écrivait déjà que l'injonction à l'optimisation de la performance individuelle par la transparence ou l'accountability pouvait avoir des effets pervers. Pour les entreprises, l'injonction à rendre des comptes les plus transparents possibles selon un régime d'accountability financiarisé les poussent à optimiser leur comportement uniquement dans les catégories qui leur sont demandées, les catégories « matérielles ». Mais à la vitesse à laquelle le contexte change et des crises imprévues peuvent faire irruption, il est très difficile de déterminer ces catégories à l'avance (aucun analyste n'avait prédit la pandémie due au Covid-19, par exemple). Plus fondamentalement, l'obsession avec la performance ESG matérielle et individualisée nous rend aveugle à l'interdépendance fondamentale et existentielle qui nous lie, et également à notre dépendance fondamentale à une terre que nous partageons.

Dans ce contexte, je pense qu'il ne suffit pas d'imaginer comment une analyse extra-financière pourrait s'affranchir des normes financières, car elle ne le pourrait pas (complètement) tant qu'elle sert les acteurs de la finance. Ce sont donc les normes financières qu'il faudrait revoir. Sans prétendre pouvoir esquisser ici un agenda de transformation opérationnalisable, je me permets de brièvement mentionner trois aspects sur lesquels je pense qu'il faudrait que les normes changent. Le premier concerne l'hypothèse sous-jacente à la finance et aux outils financiers, qui est que les acteurs sont toujours à la recherche d'une optimisation de leur bien-être économique individuel. Malgré les critiques qui ont été émises sur ce postulat de « l'homo economicus » (voir par exemple Fleming, 2017), il est toujours fermement ancré dans le fonctionnement de la finance et ses outils. Les outils ont tendance à produire les hypothèses qui y sont contenues ; homo economicus est produit et reproduit par ses pratiques sur les marchés et par les outils qui permettent ces pratiques (Callon, 1998 ; MacKenzie & Millo, 2003). Il s'agit donc de changer ces pratiques et outils, les ramener au projet initial de l'ISR, qui était de sélectionner ou d'exclure certains investissements pour des raisons éthiques. Les premiers

analystes « ISR » mobilisaient des arguments éthiques pour convaincre les investisseurs ; l'hypothèse sous-jacente à leurs pratiques était que ces investisseurs pourraient être intéressés à financer des projets sociaux ou environnementaux, sans trop se soucier de la performance financière qui était « la cerise sur le gâteau » (pionnier 1, résultats p. 191). Plutôt que de chercher à convaincre les investisseurs à s'intéresser à la performance ESG en insistant sur sa matérialité financière, il vaudrait mieux présenter la performance ESG comme un ensemble de valeurs indépendantes de leur valeur économique, des valeurs intrinsèques qu'il faut préserver afin de protéger notre espèce. Mais pour cela, il faudrait que la finance se détache de son objectif premier qui est de maximiser les rendements financiers, ce qui demanderait de changer sa nature et son fonctionnement.

Car naturellement, compte tenu des obligations de rendement qu'ont la plupart des investisseurs institutionnels vis-à-vis de leurs clients, les pratiques ISR étaient réservées à une niche. C'est pourquoi certains qualifient l'engouement pour l'ESG comme quelque chose de positif, qui a permis d'intéresser des investisseurs mainstream aux questions extra-financières. Et en effet, depuis la production du discours autour de sa matérialité financière, la performance ESG est dans toutes les bouches. Mais la manière dont elle est présentée dans les discours et les méthodologies détache les aspects non-financiers de leur ancrage réel et les ramène à l'intérieur de la sphère financière, où ils sont réduits à des abstractions. Il faut donc revenir au réel, « atterrir » (Latour, 2017). La deuxième piste que je souhaiterais proposer est un rapprochement de l'analyste de son objet d'analyse et de l'investisseur et de son investissement. Pour cela, adopter une approche personnelle et artisanale à la recherche sur les entreprises et à la gestion des fonds d'investissement, privilégiant des rencontres directes avec des entreprises et des discussions avec les investisseurs, semble une première étape importante, mais qui va à rebours de la tendance à l'industrialisation de l'ESG.

Enfin, je pense qu'il est important de se distancier du dogme de l'objectivité et de la neutralité de l'analyse. Étant donné le caractère hétérogène, complexe, mouvant et contradictoire de ce qu'on appelle la « performance ESG », il semble vain de vouloir en produire une représentation méthodologique objective et neutre. Accepter la subjectivité de l'analyse et la posture située de l'analyste, qui a lui-même une certaine histoire, certaines convictions et certaines idées sur comment le monde devrait être, pourrait conduire à considérer l'analyse extra-financière comme pratique sociale plutôt que comme représentation, dans laquelle des analystes travaillent ensemble sur une même entreprise, échangent des points de vue, se complètent et se corrigent.

Comme dans la petite société de gestion où chacun regarde les fiches des autres et où il a été décidé de désactiver des critères automatiques pour que les analystes puissent mieux contextualiser, les indicateurs devraient être utilisés comme des outils à la discussion plutôt que comme des outils de représentation. Je pense donc, pour que l'analyse de la performance ESG puisse devenir une pratique éthique et pertinente, il faudrait prendre au sérieux la distinction entre accountability et responsabilité en comptabilité évoquée par Messner, pour qui l'accountability décrit simplement l'ensemble d'attentes explicites ou implicites sur les comptes à rendre, alors que la responsabilité s'exprime lorsque le style d'accountability devient lui-même sujet de réflexion et de critique (Messner, 2007, p. 49-50).

Pour l'analyse extra-financière, les normes discursives et épistémiques qui produisent une représentation réifiée du monde réel sont urgemment à rediscuter : il faut réintroduire l'éthique dans la finance. Pour que ce soit possible, il faudrait que l'analyste se rapproche de son objet d'analyse, qu'il accepte sa subjectivité et l'existence de points de vue contraire aux siens, et qu'il considère ses outils d'analyse comme des outils de discussion et d'exploration plutôt que comme des outils de représentation. Car si l'acte de rendre des comptes est problématique, il ne s'agirait pas de simplement refuser d'en produire (Butler, 2005). Les comptes peuvent être utiles, à condition qu'ils soient utilisés comme base pour la discussion et l'exploration plutôt que comme des représentations d'une performance qu'il s'agit de perfectionner et dont les termes, et les hypothèses sous-jacentes, ne sont jamais renégociés. Cette renégociation, si vitale pour la survie non pas uniquement du système financier mais surtout de la société et l'environnement dont il dépend et dont nous dépendons, ne se fera pas dans les délais acceptables lorsque les marchés financiers sont livrés à eux-mêmes. Car dans l'état actuel du fonctionnement des marchés financiers, la finance ne pourra pas se détacher de son objectif premier de maximisation des rendements. Afin de vraiment mettre la finance au service de la transition, il faut donc une intervention politique et des régulations beaucoup plus fortes que ce que le paradigme néolibéral qui guide nos institutions aujourd'hui permet d'imaginer.

# Bibliographie

- Ahrens, T. (1996). Styles of accountability. *Accounting, Organizations and Society*, 21, 139–173.
- Allard-Poési, F., & Perret, V. (2007). Fondements épistémologiques de la recherche. In R. A. Thietart, *Méthodes de recherche en management*. Paris.
- Almquist, R., Grossi, G., van Helden, G. J., & Reichard, C. (2013). Public sector governance and accountability. *Critical Perspectives on Accounting*, 24, 479–487.
- Alvesson, M. (2011). Views on interviews: A skeptical review. In *Interpreting interviews* (p. 176). New York: Sage Publications Ltd.
- Alvesson, M., & Kärreman, D. (2011). *Qualitative research and theory development: Mystery as method*. London: SAGE.
- Alvesson, M., & Sköldberg, K. (2009). *Reflexive methodology. New vistas for qualitative research*. Los Angeles: SAGE.
- American Accounting Association. (1957). *Accounting & reporting standards for corporate financial statements & preceding statements & supplements*.
- Andersson, M., Bolton, P., & Samama, F. (2016). Hedging Climate Risk. *Financial Analysts Journal*, 72, 13–32.
- Archel, P., Husillos, J., & Spence, C. (2011). The institutionalisation of unaccountability: Loading the dice of Corporate Social Responsibility discourse. *Accounting, Organizations and Society*, 36, 327–343.
- Arjaliès, D.-L. (2010). A Social Movement Perspective on Finance: How Socially Responsible Investment Mattered. *Journal of Business Ethics*, 92, 57–78.
- Arjaliès, D.-L., & Bansal, P. (2018). Beyond Numbers: How Investment Managers Accommodate Societal Issues in Financial Decisions. *Organization Studies*, 39, 691–719.
- Arvidsson, S., & Johansson, J. (2019). Sense-Making and Sense-Giving: Reaching Through the Smokescreen of Sustainability Disclosure in the Stock Market. In S. Arvidsson (Ed.), *Challenges in Managing Sustainable Business* (pp. 77–109). Cham: Springer International Publishing.
- Attia, M., & Edge, J. (2017). Be(com)ing a reflexive researcher: A developmental approach to research methodology. *Open Review of Educational Research*, 4, 33–45.
- Aucoin, P. (1990). Administrative Reform in Public Management: Paradigms, Principles, Paradoxes and Pendulums. *Governance*, 3, 115–137.
- Austin, J. L. (1975). *How to Do Things with Words*. Clarendon Press.

- Avenier, M.-J., & Gavard-Perret, M.-L. (2012). Inscrire son projet de recherche dans un cadre épistémologique. In M.-L. Gavard-Perret, D. Gotteland, A. Jolibert, & C. Haon, *Méthodologie de recherche en sciences de gestion. Réussir son mémoire ou sa thèse*. (pp. 12–62). Montreuil: Pearson.
- Ayache, M., & Dumez, H. (2011). Le codage dans la recherche qualitative : Une nouvelle perspective ? *Le Libellio d’Aegis*, 7, 33–46.
- Bansal, P. (2005). Evolving sustainably: A longitudinal study of corporate sustainable development. *Strategic Management Journal*, 26, 197–218.
- Barman, E. (2015). Of Principle and Principal: Value Plurality in the Market of Impact Investing. *Valuation Studies*, 3, 9–44.
- Barman, E. (2016). *Caring Capitalism: The Meaning and Measure of Social Value*. Cambridge University Press.
- Barnes, B. (1983). Social Life as Bootstrapped Induction. *Sociology*, 17, 524–545.
- Barsoux, J.-L., & Lawrence, P. A. (1990). *Management in France*. London: Cassel.
- Behn, R. (2001). *Rethinking Democratic Accountability*. Washington DC: Brookings Institution Press.
- Bentham, J. (1789). *An introduction to the principles of morals and legislation*. Oxford: Clarendon Press.
- Beunza, D., & Garud, R. (2007). Calculators, Lemmings or Frame-Makers? The Intermediary Role of Securities Analysts. *The Sociological Review*, 55, 13–39.
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 296–343.
- Blanchet, A., & Gotman, A. (2015). *L’entretien*. Malakoff: Armand Colin.
- Blasi, S., Caporin, M., & Fontini, F. (2018). A Multidimensional Analysis of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Firms’ Economic Performance. *Ecological Economics*, 147, 218–229.
- Bluntz, C. (2020). *Comment déterminer ensemble ce à quoi nous tenons? Deux processus comptables de rationalisation entre producteurs et consommateurs au sein de controverses écologiques*. Université Paris-Dauphine.
- Bluntz, C., & van Weeren, M. (2020). “It’s not about manipulating the results; it’s about refining the methodology”. *How sustainability analysts innovate with inscriptions—Yet end up getting corporate sustainability performance entangled with their own performance*. Paris.
- Bochner, A. P. (2000). Criteria Against Ourselves. *Qualitative Inquiry*, 6, 266–272.

- Boiral, O., & Henri, J.-F. (2015). Is Sustainability Performance Comparable? A Study of GRI Reports of Mining Organizations. *Business & Society*, *56*, 283–317.
- Bouchet, V., Dayan, H., & Contoux, C. (2021). Finance and climate science: Worlds apart? *Journal of Risk Research*. (world). Retrieved from <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13669877.2021.1913635>
- Bourdieu, P. (2007). Outline of a Theory of Practice. In *On Violence* (pp. 189–198). Duke University Press.
- Bourguignon, A. (2005). Management accounting and value creation: The profit and loss of reification. *Critical Perspectives on Accounting*, *16*, 335–389.
- Bouton, C. (2009). Les apories de la lutte pour la reconnaissance. Hegel, Kojève, Butler. In F. Brugère & G. Le Blanc (Eds.), *Judith Butler. Trouble dans le sujet, trouble dans les normes*. Paris: Presses universitaires de France.
- Bovens, M. (2007). Public accountability. In E. Ferlie, L. E. L. Jr, & C. Pollitt (Eds.), *The Oxford Handbook of Public Management*. Oxford, New York: Oxford University Press.
- Bradshaw, M., Ertimur, Y., & O'Brien, P. (2017). Financial Analysts and Their Contribution to Well-Functioning Capital Markets. *Foundations and Trends in Accounting*, *11*, 119–191.
- Brennan, N. M., & Gray, S. J. (2005). The Impact of Materiality: Accounting's Best Kept Secret. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, *1*, 1–31.
- Brinkmann, S. (2014). Doing Without Data. *Qualitative Inquiry*, *20*, 720–725.
- Butler, J. (1977). *Excitable Speech: A Politics of the Performative*. New York: Routledge.
- Butler, J. (1990). *Gender Trouble: Feminism and the Subversion of Identity*. New York: Routledge.
- Butler, J. (1993). *Bodies That Matter: On the Discursive Limits of Sex*. New York: Routledge.
- Butler, J. (1997). *The Psychic Life of Power: Theories in Subjection*. Stanford University Press.
- Butler, J. (2001). Giving an Account of Oneself. *Diacritics*, *31*, 22–40.
- Butler, J. (2002). *La Vie psychique du pouvoir. L'assujettissement en théories*. Éditions Léo Scheer.
- Butler, J. (2017). *Le pouvoir des mots*. Éditions Amsterdam.
- Butler, J. (2019). *Trouble dans le genre: Le féminisme et la subversion de l'identité*. La Découverte.
- Byrch, C., Milne, M. J., Morgan, R., & Kearins, K. (2015). Seeds of hope? Exploring business actors' diverse understandings of sustainable development. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, *28*, 671–705.



- Cabantous, L., Gond, J.-P., Harding, N., & Learmonth, M. (2016). Critical Essay: Reconsidering critical performativity. *Human Relations*, *69*, 197–213.
- Caldecott, B., Elizabeth, H., Cojoianu, T., Kok, I., Pfeiffer, A., & Rios, A. R. (2016). *Stranded Assets: A Climate Risk Challenge*. Inter-American Development Bank.
- Çalışkan, K., & Callon, M. (2009). Economization, part 1: Shifting attention from the economy towards processes of economization. *Economy and Society*.  
<https://doi.org/10.1080/03085140903020580>
- Callon, M. (1998a). Introduction: The Embeddedness of Economic Markets in Economics. *The Sociological Review*, *46*, 1–57.
- Callon, M. (1998b). *The Laws of the Markets*. Oxford: Blackwell Pub.
- Callon, M., & Latour, B. (1981). Unscrewing the big Leviathan: How actors macro-structure reality and how sociologists help them to do so. In *Advances in social theory and methodology: Toward an integration of micro-and macro-sociologies*. Routledge and Kegan Paul Boston, MA.
- Campbell, D. (2002). Outcomes Assessment and the Paradox of Nonprofit Accountability. *Nonprofit Management and Leadership*, *12*, 243–259.
- Campiglio, E., Dafermos, Y., Monnin, P., Ryan-Collins, J., Schotten, G., & Tanaka, M. (2018). Climate change challenges for central banks and financial regulators. *Nature Climate Change*, *8*, 462–468.
- Capelle-Blancard, G., & Monjon, S. (2012). Trends in the literature on socially responsible investment: Looking for the keys under the lamppost. *Business Ethics: A European Review*, *21*, 239–250.
- Chambost, I., & Benchemam, F. (2010). Quand l’analyse ISR devient financière: Une analyse des dispositifs cognitifs et organisationnels de légitimation. *Economies et Sociétés*, *44*, 1–28.
- Chambost, Isabelle., Lenglet, M., Tadjeddine, Y. Leila., & Aglietta, M. (2016). *La fabrique de la finance: Pour une approche interdisciplinaire*. Villeneuve d’Ascq: Presses universitaires du Septentrion.
- Chelli, M., & Gendron, Y. (2013). Sustainability Ratings and the Disciplinary Power of the Ideology of Numbers. *Journal of Business Ethics*, *112*, 187–203.
- Chia, R. (1995). From Modern to Postmodern Organizational Analysis. *Organization Studies*, *16*, 579–604.
- Chiapello, È. (2008). Accounting at the heart of the performativity of economics. *Economic Sociology -The European Electronic Newsletter*, *9*.
- Chiapello, È. (2015). Financialisation of Valuation. *Human Studies*, *38*, 13–35.

- Chiapello, È. (2020). Stalemate for the financialization of climate policy. *Economic Sociology*, 22, 10.
- Chiapello, È., & Boltanski, L. (1999). *Le nouvel esprit du capitalisme*. Paris: Gallimard.
- Chua, W. F. (1996). Teaching and learning only the language of numbers—Monolingualism in a multilingual world. *Critical Perspectives on Accounting*, 7, 129–156.
- Clatworthy, M., & Lee, E. (2018). Financial analysts' role in valuation and stewardship. *Accounting and Business Research*, 48, 1–4.
- Clune, C., & O'Dwyer, B. (2020). Organizing dissonance through institutional work: The embedding of social and environmental accountability in an investment field. *Accounting, Organizations and Society*, 85, 101130.
- Coffee Jr., J. C. (2006). *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. OUP Oxford.
- Consolandi, C., Eccles, R. G., & Gabbi, G. (2020). How material is a material issue? Stock returns and the financial relevance and financial intensity Robert G. Eccles & Giampaolo Gabb. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1–25.
- Corbin, J., & Strauss, A. (1990). Grounded Theory Research: Procedures, Canons and Evaluative Criteria. *Zeitschrift Fuer Soziologie*, 19, 418–427.
- Corley, K. G. (2015). A Commentary on “What Grounded Theory Is...”: Engaging a Phenomenon from the Perspective of Those Living it. *Organizational Research Methods*, 18, 600–605.
- Cowton, C. (1999). Playing by the rules: Ethical criteria at an ethical investment fund. *Business Ethics: A European Review*, 8, 60–69.
- Crane, A., Graham, C., & Himick, D. (2015). Financializing Stakeholder Claims: Financializing Stakeholder Claims. *Journal of Management Studies*, 52, 878–906.
- d'Iribarne, P. (1996). The Usefulness of an Ethnographic Approach to the International Comparison of Organizations. *International Studies of Management & Organization*, 26, 30–47.
- Dale, K. (2005). Building a Social Materiality: Spatial and Embodied Politics in Organizational Control. *Organization*, 12, 649–678.
- De Larminat, P. (2013). Entre « quantitatif » et « qualitatif ». Comment les investisseurs professionnels évaluent les gérants d'actifs financiers. *L'Année Sociologique*, 63, 77–105.
- Déjean, F., Giamporcaro, S., Gond, J. P., Leca, B., & Penalva-Icher, E. (2013). Mistaking an Emerging Market for a Social Movement? A Comment on Arjaliès' Social-Movement

- Perspective on Socially Responsible Investment in France. *Journal of Business Ethics*.  
<https://doi.org/10.1007/s10551-012-1241-6>
- Déjean, F., Gond, J. P., & Leca, B. (2004). Measuring the unmeasured: An institutional entrepreneur strategy in an emerging industry. *Human Relations*, 57, 741–764.
- Desrosières, A. (2010). *La politique des grands nombres: Histoire de la raison statistique*. La Découverte.
- Dewey, J. (1931). Qualitative thought. In *Philosophy and Civilization* (Vol. 5, pp. 93–116). New York: Minton, Balch & Company.
- Dewey, J. (1939). *Theory of Valuation*. University of Chicago Press.
- Didier, E., & Tasset, C. (2013). Pour un stactivisme. La quantification comme instrument d’ouverture du possible. *Tracés*, 123–140.
- Dietz, S., Bowen, A., Dixon, C., & Gradwell, P. (2016). ‘Climate value at risk’ of global financial assets. *Nature Climate Change*, 6, 676–679.
- DiMaggio, P. J., & Anheier, H. K. (1990). The Sociology of Nonprofit Organizations and Sectors. *Annual Review of Sociology*, 16, 24.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, 48, 147–160.
- Dixon, R., Ritchie, J., & Siwale, J. (2006). Microfinance: Accountability from the grassroots. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19, 405–427.
- Down, S., Garrety, K., & Badham, R. (2006). Fear and Loathing in the Field: Emotional Dissonance and Identity Work in Ethnographic Research. *M@n@gement*, Vol. 9, 95–115.
- Du Rietz, S. (2014). When accounts become information: A study of investors’ ESG analysis practice. *Scandinavian Journal of Management*, 30, 395–408.
- Dumas, C. (2015). *The Challenges of Responsible Investment Mainstreaming: Beliefs, Tensions and Paradoxes*. Universiteit van Gent, Gent.
- Dumas, C., & Louche, C. (2015). Collective Beliefs on Responsible Investment. *Business & Society*, 55, 427–457.
- Earhart, R. (2011). *Partiality of Responsibility: Ethics in Sustainability Consulting*. Universiteit voor Humanistiek.
- Edgley, C. (2014). A genealogy of accounting materiality. *Critical Perspectives on Accounting*, 17.
- Epstein, G. A. (2005). *Financialization and the World Economy*. Edward Elgar Publishing.

- Espeland, W. N., & Lom, S. E. (2015). Noticing Numbers. How Quantification Changes What We See and What We Don't. In M. Kornberger, J. Mouritsen, A. K. Madsen, & L. Justesen (Eds.), *Making Things Valuable* (pp. 18–37). Oxford: Oxford University Press.
- Espeland, W. N., & Sauder, M. (2007). Rankings and Reactivity: How Public Measures Recreate Social Worlds. *American Journal of Sociology*, *113*, 1–40.
- Espeland, W. N., & Stevens, M. L. (1998). Commensuration as a social process. *Annual Review of Sociology*, *24*, 313–343.
- Fairclough, N., Mulderrig, J., & Wodak, R. (2012). Critical discourse analysis. In *Discourse Studies: A Multidisciplinary Introduction* (Vol. 7, pp. 452–487).
- Festinger, L. (1962). *A Theory of Cognitive Dissonance*. Stanford University Press.
- Fleming, P. (2017). The Death of Homo Economicus. In *University of Chicago Press Economics Books*. University of Chicago Press.
- Fogarty, T. J., & Rogers, R. K. (2005). Financial analysts' reports: An extended institutional theory evaluation. *Accounting, Organizations and Society*, *30*, 331–356.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, *5*, 210–233.
- Gadamer, H.-G. (1975). *Truth and Method*. London: Sheed and Ward Ltd.
- Gaudy, C. (2020). *Espoirs et désillusions des auditeurs financiers dans le champ de la RSE. Une ethnographie en cabinet non-Big*. Université Toulouse 1 Capitole, Toulouse.
- Gely, R., & Caron, P. L. (2004). What Law Schools Can Learn From Billy Beane and the Oakland Athletics. *Texas Law Review*, *82*, 73.
- Giamporcaro, S., & Gond, J. P. (2016). Calculability as Politics in the Construction of Markets: The Case of Socially Responsible Investment in France. *Organization Studies*, *37*, 465–495.
- Gilmore, S., & Kenny, K. (2015). Work-worlds colliding: Self-reflexivity, power and emotion in organizational ethnography. *Human Relations*, *68*, 55–78.
- Gioia, D. A., Corley, K. G., & Hamilton, A. L. (2013). Seeking Qualitative Rigor in Inductive Research: Notes on the Gioia Methodology. *Organizational Research Methods*, *16*, 15–31.
- Gioia, D. A., Price, K. N., Hamilton, A. L., & Thomas, J. B. (2010). Forging an Identity: An Insider-outsider Study of Processes Involved in the Formation of Organizational Identity. *Administrative Science Quarterly*, *55*, 1–46.

- Gladwin, T. N., Kennelly, J. J., & Krause, T.-S. (1995). Shifting Paradigms for Sustainable Development: Implications for Management Theory and Research. *Academy of Management Review*, 20, 874–907.
- Goddard, A., & Juma Assad, M. (2006). Accounting and navigating legitimacy in Tanzanian NGOs. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19, 377–404.
- Gond, J. P., & Nyberg, D. (2017). Materializing Power to Recover Corporate Social Responsibility. *Organization Studies*, 1–22.
- Gond, J.-P., Cabantous, L., Harding, N., & Learmonth, M. (2016). What Do We Mean by Performativity in Organizational and Management Theory? The Uses and Abuses of Performativity: Organizing Performativity. *International Journal of Management Reviews*, 18, 440–463.
- Gond, J.-P., Igalens, J., & Brès, L. (2013). Rendre compte du social. *Revue française de gestion*, N° 237, 201–226.
- Grandjean, A., & Lefournier, J. (2021). *L'illusion de la finance verte*. Ivry-sur-Seine: Les Éditions de l'Atelier.
- Gray, B., Purdy, J. M., & Ansari, S. (Shaz). (2015). From Interactions to Institutions: Microprocesses of Framing and Mechanisms for the Structuring of Institutional Fields. *Academy of Management Review*, 40, 115–143.
- Gray, R. (2010). Is accounting for sustainability actually accounting for sustainability and how would we know? An exploration of narratives of organisations and the planet. *Accounting, Organizations and Society*, 35, 47–62.
- Gray, R., Bebbington, J., & Collison, D. (2006). NGOs, civil society and accountability: Making the people accountable to capital. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19, 319–348.
- Gray, R., & Milne, M. (2002). Sustainability Reporting: Who's Kidding Whom? *Chartered Accountants of New Zealand*, 6, 66–70.
- Grisard, C., Annisette, M., & Graham, C. (2020). Performative agency and incremental change in a CSR context. *Accounting, Organizations and Society*, 82, 101092.
- Guthrie, J., Humphrey, C., & Olson, O. (1998). International experiences with new public financial management reforms: New world? small world? better world? *Global Warming: Debating International Developments in New Public Financial Management*, 17–48.
- Hahn, T., Figge, F., Pinkse, J., & Preuss, L. (2018). A Paradox Perspective on Corporate Sustainability: Descriptive, Instrumental, and Normative Aspects. *Journal of Business Ethics*, 148, 235–248.

- Hardy, C., & Maguire, S. (2010). Discourse, Field-Configuring Events, and Change in Organizations and Institutional Fields: Narratives of DDT and the Stockholm Convention. *Academy of Management Journal*, 53, 1365–1392.
- Haynes, K. (2012). Reflexivity. In C. Cassell & G. Symon, *The Practice of Qualitative Organizational Research: Core Methods and Current Challenges*. London: SAGE.
- Haynes, K. (2017). Autoethnography in accounting research. In *The Routledge Companion in Qualitative Accounting Research* (pp. 215–230). New York: Routledge.
- Hebb, T., & Louche, C. (2014). SRI in the 21st century: Does it make a difference to society? In *Critical Studies on Corporate Responsibility, Governance and Sustainability: Vol. 7. Socially Responsible Investment in the 21st Century: Does it Make a Difference for Society?* (Vol. 7, pp. 275–297). Emerald Group Publishing Limited.
- Hellman, N. (2005). Can we expect institutional investors to improve corporate governance? *Scandinavian Journal of Management*, 21, 293–327.
- Hines, R. (1988). Financial accounting: In communicating reality, we construct reality. *Accounting, Organizations and Society*, 13, 251–261.
- Hirschmann, A. O. (1970). *Exit, voice and loyalty: Responses to decline in organizations, firms and States*. Cambridge, MA, US: Harvard University Press.
- Hofer, R. (2000). Accountability in Action? Program Evaluation in Nonprofit Human Service Agencies. *Nonprofit Management and Leadership*, 11, 167–177.
- Hofstede, G. (1980). *Culture's Consequences*. London: SAGE.
- Honneth, A. (1996). *The Struggle for Recognition: The Moral Grammar of Social Conflicts*. MIT Press.
- Honneth, A. (2007). *La réification: Petit traité de théorie critique*. Gallimard.
- Honneth, A., Butler, J., Geuss, R., & Lear, J. (2008). *Reification: A New Look At An Old Idea*. Oxford University Press, USA.
- Honneth, A., & Haber, S. (2008). Réification, connaissance, reconnaissance: Quelques malentendus. *Esprit, Juillet*, 96–107.
- Hood, C. (1991). A public management for all seasons? *Public Administration*, 69, 3–19.
- Hood, C. (1995). The “new public management” in the 1980s: Variations on a theme. *Accounting, Organizations and Society*, 20, 93–109.
- Hopwood, A. G. (1995). *Accounting and the Domain of the Public: Some Observations on Current Developments*. Presented at the University of Leeds. University of Leeds.
- Hopwood, A. G. (2009). Accounting and the environment. *Accounting, Organizations and Society*, 34, 433–439.

- Huang, A. H., Zang, A. Y., & Zheng, R. (2014). Evidence on the Information Content of Text in Analyst Reports. *The Accounting Review*, 89, 2151–2180.
- Humphrey, C., Miller, P., & Scapens, R. W. (1993). Accountability and accountable management in the UK public sector. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 6.
- Hussenot, A. (2016). Introduction au tournant processuel. In A. Hussenot, F.-X. De Vaujany, & J.-F. Chanlat (Eds.), *Théories des organisations: Nouveaux tournants* (pp. 261–278). Paris: Economica.
- Ilhan, E., Krueger, P., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2020). *Climate Risk Disclosure and Institutional Investors*.
- Jackson, T. (2010). *Prosperité sans croissance. La transition vers une économie durable*. Bruxelles; Namur: De Boeck-Etopia.
- Jeacle, I., & Miller, P. (2016). Accounting, culture, and the state. *Critical Perspectives on Accounting*, 37, 1–4.
- Jemel-Fornetty, H., Louche, C., & Bourghelle, D. (2011). Changing the Dominant Convention: The Role of Emerging Initiatives in Mainstreaming ESG. In C. Louche & R. Perez (Eds.), *Finance and sustainability: Towards a new paradigm? A post-crisis agenda* (pp. 85–117). Emerald Group Publishing Limited.
- Johansson, J. (2007). Sell-side analysts' creation of value – key roles and relational capital. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 11, 30–52.
- Jonas, H. (1979). *Le principe responsabilité*. Éditions CEC.
- Kamat, S. (2004). The privatization of public interest: Theorizing NGO discourse in a neoliberal era. *Review of International Political Economy*, 11, 155–176.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91, 1697–1724.
- King, L., & Gish, E. (2015). Marketizing Social Change: Social Shareholder Activism and Responsible Investing. *Sociological Perspectives*, 58, 711–730.
- Knight, F. H. (1921). *Risk, uncertainty and profit*. Chicago: University of Chicago Press.
- Knorr Cetina, K. (1999). *Epistemic Cultures: How the Sciences Make Knowledge*. Harvard University Press.
- Kohler, E. (1952). *A dictionary for accountants*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Kotsantonis, S., & Bufalari, V. (2019). *Do Sustainable Banks Outperform? Driving Value Creation through ESG Practices*. Report of the Global Alliance for Banking on Values (GABV).

- Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, 3, 173–208.
- Langley, A., & Abdallah, C. (2011). Templates and Turns in Qualitative Studies of Strategy and Management. In D. D. Bergh & D. J. Ketchen (Eds.), *Building Methodological Bridges (Research Methodology in Strategy and Management)* (Vol. 6, pp. 201–235). Bringley: Emerald Group Publishing Limited.
- Lapsley, I. (1999). Accounting and the New Public Management: Instruments of Substantive Efficiency or a Rationalising Modernity? *Financial Accountability & Management*, 15, 201–207.
- Latour, B. (2017). *Où atterrir ?* Paris: Éditions La Découverte.
- Lea, D. R. (2016). *Neoliberalism, the Security State, and the Quantification of Reality*. Lexington Books.
- Lehman, G. (2017). The language of environmental and social accounting research: The expression of beauty and truth. *Critical Perspectives on Accounting*, 44, 30–41.
- Lorino, P. (2001). Le Balanced Scorecard révisité: Dynamique stratégique et pilotage de performance, exemple d'une entreprise énergétique. *Actes du 22e Congrès de l'AFC (Association Francophone de Comptabilité)*. Presented at the AFC, Metz.
- Louche, C., & Dumas, C. (2018). Getting by Tensions in Responsible Investment. In D. C. Poff & A. C. Michalos (Eds.), *Encyclopedia of Business and Professional Ethics* (pp. 1–6). Cham: Springer International Publishing.
- Louche, C., & Lydenberg, S. (2011). *Dilemmas in Responsible Investment*. Routledge.
- Lukász, G. (1960). *Histoire et conscience de classe*. Paris: Les éditions de minuit.
- Lyotard, F. (1979). *La Condition postmoderne. Rapport sur le pouvoir*. Paris: Les éditions de minuit.
- MacKenzie, D. (2006). *An engine, not a camera: How financial models shape markets*. Cambridge: MIT Press.
- MacKenzie, D., & Millo, Y. (2003). Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange. *American Journal of Sociology*, 109, 107–145.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7, 77–91.
- Marti, E., & Gond, J.-P. (2018). When do theories become self-fulfilling? Exploring the boundary conditions of performativity. *Academy of Management Review*, 43, 487–508.



- Martineau, R., & Lafontaine, J.-P. (2019). When carbon accounting systems make us forget nature: From commodification to reification. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, *11*, 487–504.
- McKernan, J. F., & Kosmala MacLulich, K. (2004). Accounting, love and justice. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, *17*, 327–360.
- Mehrpouya, A., & Samiolo, R. (2016). Performance measurement in global governance: Ranking and the politics of variability. *Accounting, Organizations and Society*, *55*, 12–31.
- Menge, T. (2019). Violence and the materiality of power. *Critical Review of International Social and Political Philosophy*, 1–26.
- Mennicken, A., & Espeland, W. N. (2019). What's New with Numbers? Sociological Approaches to the Study of Quantification. *Annual Review of Sociology*, *45*, 223–245.
- Messner, M. (2007). Being accountable and being responsible. In C. Carter, *Business Ethics as Practice: Representation, Reflexivity and Performance*. Edward Elgar Publishing.
- Messner, M. (2009). The limits of accountability. *Accounting, Organizations and Society*, *34*, 918–938.
- Micilotta, F. (Series Ed.). (2018). *European SRI Study 2018*. Eurosif.
- Miller, A. (1992). Green Investment. In D. Owen (Ed.), *Green Reporting: Accountancy and the Challenges of the Nineties* (pp. 242–255). London: Chapman and Hall.
- Miller, P. (1992). Accounting and objectivity: The invention of calculating selves and calculable spaces. *Annals of Scholarship*, *9*, 61–86.
- Morales, Jeremy. (2019). Symbolic categories and the shaping of identity: The categorisation work of management accountants. *Qualitative Research in Accounting & Management*, *16*, 252–278.
- Morales, Jérémy, & Lambert, C. (2013). Dirty work and the construction of identity. An ethnographic study of management accounting practices. *Accounting, Organizations and Society*, *38*, 228–244.
- Moriceau, J.-L. (2004). La répétition du singulier: Pour une reprise du débat sur la généralisation à partir d'études de cas. *Sciences de Gestion*, 113–140.
- Moriceau, J.-L. (2019). L'autoethnographie: Conter soi-même comme un autre. In *Recherche en sciences sociales—S'exposer, cheminer, réfléchir ou l'art de composer sa méthode qualitative*. Paris.
- Moxham, C. (2014). Understanding third sector performance measurement system design: A literature review. *International Journal of Productivity and Performance Management*, *63*, 704–726.

- Moxham, C., & Boaden, R. (2007). The impact of performance measurement in the voluntary sector: Identification of contextual and processual factors. *International Journal of Operations & Production Management*, 27, 826–845.
- Muniesa, F. (2011). A Flank Movement in the Understanding of Valuation. *The Sociological Review*, 59, 24–38.
- Oakes, H., & Oakes, S. (2016). Accounting colonisation and austerity in arts organisations. *Critical Perspectives on Accounting*, 38, 34–53.
- Oakes, L. S., & Young, J. J. (2010). Reconciling conflict: The role of accounting in the American Indian Trust Fund debacle. *Critical Perspectives on Accounting*, 21, 63–75.
- O’Dwyer, B., & Unerman, J. (2008). The paradox of greater NGO accountability: A case study of Amnesty Ireland. *Accounting, Organizations and Society*, 33, 801–824.
- Olsen, R. A. (2008). Cognitive Dissonance: The Problem Facing Behavioral Finance. *Journal of Behavioral Finance*, 9, 1–4.
- Ong-Van-Cung, K. S. (2010). Reconnaissance et vulnérabilité. *Archives de Philosophie*, Tome 73, 119–141.
- Orléan, A. (2004). What is a collective belief? In P. Bourguine & J.-P. Nadal (Eds.), *Cognitive Economis: An Interdisciplinary Approach* (pp. 199–2012). Berlin: Springer.
- Orlitzky, M. (2011). Institutional logics in the study of organizations: The social construction of the relationship between corporate social and financial performance. *Business Ethics Quarterly*, 21, 409–444.
- Orlitzky, M., Louche, C., Gond, J.-P., & Chapple, W. (2017). Unpacking the Drivers of Corporate Social Performance: A Multilevel, Multistakeholder, and Multimethod Analysis. *Journal of Business Ethics*, 144, 21–40.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization Studies*, 24, 403–441.
- Ortiz, H. (2014). *Valeur financière et vérité: Enquête d’anthropologie politique sur l’évaluation des entreprises cotées en bourse*. Presses de Sciences Po.
- Penalva Icher, É. (2016). La professionnalisation dans l’Investissement socialement responsable. Le cas des analystes extra-financiers. *Revue Française de Socio-Économie*, n° 16, 141.
- Penalva-Icher, E. (2007). *Réseaux et Régulation d’un marché financier “socialement responsable” : En attendant la concurrence...* Université des sciences et des technologies de Lille.
- Perin, F., & Quairel, F. (2012). *L’ISR: Valeur financière, valeur éthique?* Paris: Économica.

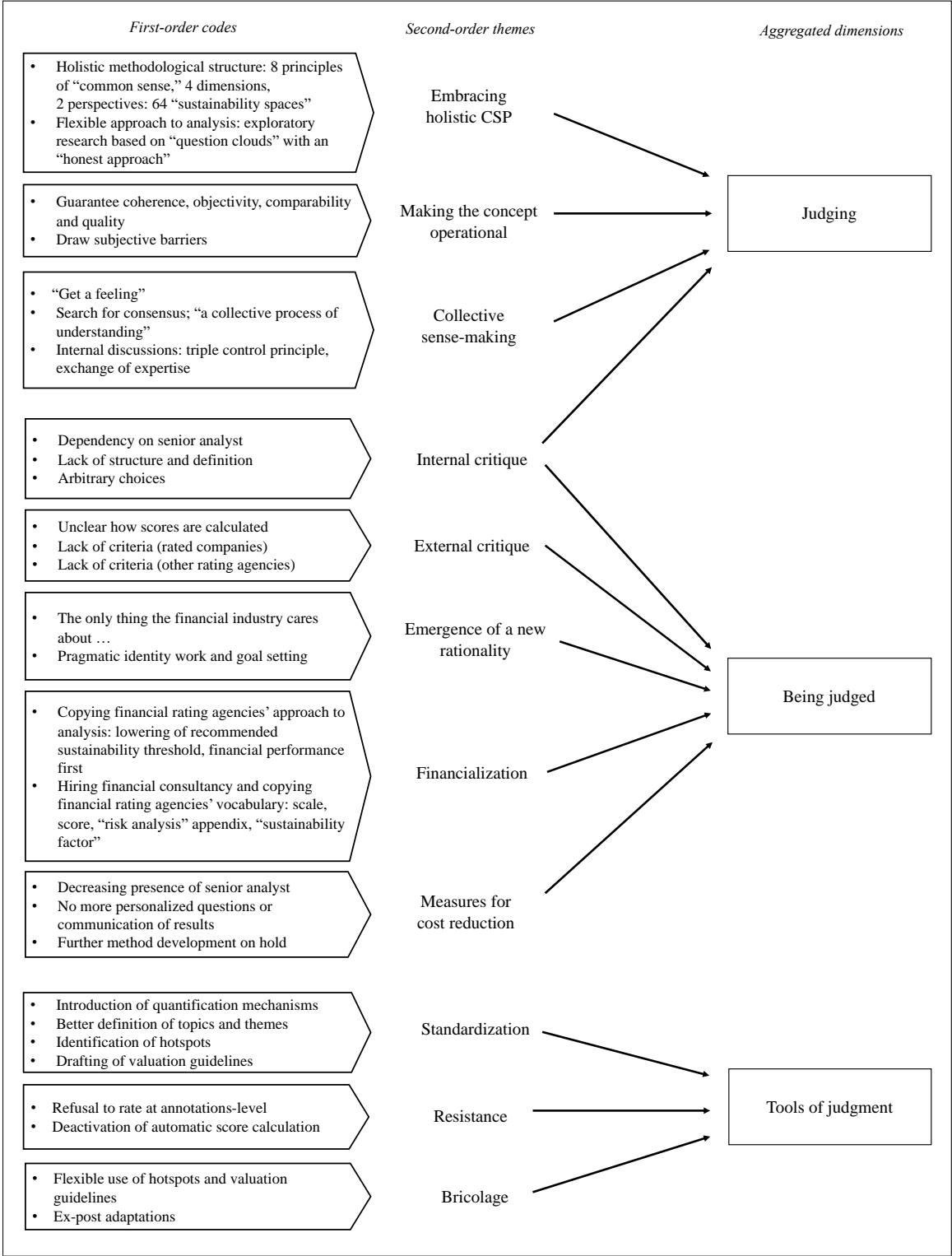
- Pesqueux, Y. (2020). De la performance. *Master*.
- Pirsig, R. (1974). *Zen and the art of motorcycle maintenance*. New York: William Morrow & Company.
- Pochic, S., & Chappe, V. (2019). Battles through and about statistics in French pay equity bargaining: The politics of quantification at workplace level. *Gender, Work & Organization*, 26, 650–667.
- Polanyi, K. (1944). *The Great Transformation*. New York: Farrar & Rinehart.
- Pollitt, C. (1991). *Managerialism and the Public Services: The Anglo-American Experience*. Cambridge, Mass., USA: Blackwell Pub.
- Pollock, N., & D'Adderio, L. (2012). Give me a two-by-two matrix and I will create the market: Rankings, graphic visualisations and sociomateriality. *Accounting, Organizations and Society*.
- Power, M. (1996). Making things auditable. *Accounting, Organizations and Society*, 21, 289–315.
- Power, M. (1997). Expertise and the construction of relevance: Accountants and environmental audit. *Accounting, Organizations and Society*, 22, 123–146.
- Power, M. (1999). The Audit Society: Rituals of Verification. In *The Audit Society*. Oxford: Oxford University Press.
- Power, M. (2007). *Organized uncertainty: Designing a world of risk management*. Oxford University Press.
- Power, M., & Laughlin, R. (1992). Critical theory and accounting. In M. Alvesson & H. Willmott, *Critical Management Studies* (pp. 113–135). London: SAGE.
- Revelli, C. (2016). Re-embedding financial stakes within ethical and social values in socially responsible investing (SRI). *Research in International Business and Finance*, 38, 1–5.
- Revelli, C. (2017). Socially responsible investing (SRI): From mainstream to margin? *Research in International Business and Finance*, 39, 711–717.
- Revelli, C., & Viviani, J.-L. (2015). Financial performance of socially responsible investing (SRI): What have we learned? A meta-analysis. *Business Ethics: A European Review*, 24, 158–185.
- Rob, G., & Milne, M. (2004). Towards reporting on the triple bottom line: Mirages, methods and myths. In A. Henriques & J. Richardson, *The triple bottom line: Does it all add up?* (pp. 70–80). London: Earthscan.
- Roberts, J. (1991). The possibilities of accountability. *Accounting, Organizations and Society*, 16, 355–368.

- Roberts, J. (1996). From discipline to dialogue: Individualizing and socializing forms of accountability. *Accountability: Power, Ethos and the Technologies of Managing*, 40–61.
- Roberts, J. (2003). The Manufacture of Corporate Social Responsibility: Constructing Corporate Sensibility. *Organization*, 10, 249–265.
- Roberts, J. (2009). No one is perfect: The limits of transparency and an ethic for ‘intelligent’ accountability. *Accounting, Organizations and Society*, 34, 957–970.
- Roberts, J., & Young-Ferris, A. (2018). *Immature, Impossible, and Inadequate: Making ESG data calculable for investors?*
- Rockström, J., Steffen, W., Noone, K., Persson, Å., Chapin, F. S., Lambin, E. F., ... Foley, J. A. (2009). A safe operating space for humanity. *Nature*, 461, 472–475.
- Roncoroni, A., Battiston, S., Escobar Farfàn, L. O. L., & Martinez Jaramillo, S. (2019). Climate Risk and Financial Stability in the Network of Banks and Investment Funds. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3356459>
- Rose, N., & Miller, P. (1992). Political Power beyond the State: Problematics of Government. *The British Journal of Sociology*, 43, 173–205.
- Roulet, T. J., Gill, M. J., Stenger, S., & Gill, D. J. (2017). Reconsidering the Value of Covert Research. *Organizational Research Methods*, 20, 487–517.
- Salzedo, C., Young, S., & El-Haj, M. (2018). Does equity analyst research lack rigour and objectivity? Evidence from conference call questions and research notes. *Accounting and Business Research*, 48, 5–36.
- Scalet, S., & Kelly, T. F. (2010). CSR rating agencies: What is their global impact? *Journal of Business Ethics*, 94, 69–88.
- Schaltegger, S., Freund, F. L., & Hansen, E. G. (2012). Business cases for sustainability: The role of business model innovation for corporate sustainability. *International Journal of Innovation and Sustainable Development*, 6, 95.
- Scherer, A. G., & Palazzo, G. (2011). The New Political Role of Business in a Globalized World: A Review of a New Perspective on CSR and its Implications for the Firm, Governance, and Democracy. *Journal of Management Studies*, 48, 899–931.
- Schueth, S. (2003). Socially Responsible Investing in the United States. *Journal of Business Ethics*, 43, 186–194.
- Scott, W. R. (2013). *Institutions and Organizations: Ideas, Interests, and Identities*. SAGE Publications.
- Shearer, T. (2002). Ethics and accountability: From the for-itself to the for-the-other. *Accounting, Organizations and Society*, 27, 541–573.

- Smith, W. K., & Lewis, M. W. (2011). Toward a Theory of Paradox: A Dynamic equilibrium Model of Organizing. *Academy of Management Review*, *36*, 381–403.
- Sparkes, R. (2001). Ethical Investment: Whose Ethics, Which Investment? *Business Ethics: A European Review*, *10*, 194–205.
- Sparkes, R. (2002). *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*. Chichester: Wiley.
- Sparkes, R., & Cowton, C. J. (2004). The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, *52*, 45–57.
- Spicer, A., Alvesson, M., & Kärreman, D. (2009). Critical performativity: The unfinished business of critical management studies. *Human Relations*, *62*, 537–560.
- Spicer, A., Alvesson, M., & Kärreman, D. (2016). Extending critical performativity. *Human Relations*, *69*, 225–249.
- St. Pierre, E. A., & Jackson, A. Y. (2014). Qualitative Data Analysis After Coding. *Qualitative Inquiry*, *20*, 715–719.
- Stark, D. (2009). *The sense of dissonance: Accounts of worth in economic life*. Princeton: Princeton University Press.
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *Academy of Management Review*, *20*, 571–610.
- Taffler, R. J., Spence, C., & Eshraghi, A. (2017). Emotional economic man: Calculation and anxiety in fund management. *Accounting, Organizations and Society*, *61*, 53–67.
- Taleb, N. N. (2007). *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. New York: The Random House Publishing Group.
- Tan, Z. (Simon). (2014). The construction of calculative expertise: The integration of corporate governance into investment analyses by sell-side financial analysts. *Accounting, Organizations and Society*, *39*, 362–384.
- Taylor, C. (2016). *The Language Animal*. Harvard University Press.
- Tjordman, H., & Boisvert, V. (2012). L'idéologie marchande au service de la biodiversité ? *Mouvements*, *2*, 31–41.
- Tsoukas, H. (2009). Craving for generality and small-N studies: A Wittgensteinian approach towards the epistemology of the particular in organization and management studies. In *Philosophical Organization Theory* (pp. 285–301). Oxford University Press.
- Tweedie, D. (2018). After Habermas: Applying Axel Honneth's critical theory in accounting research. *Critical Perspectives on Accounting*, *57*, 39–55.

- Tweedie, D., & Hazelton, J. (2019). Economic inequality: Problems and perspectives for interdisciplinary accounting research. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 32, 1982–2003.
- Unerman, J., & O’Dwyer, B. (2006a). On James Bond and the importance of NGO accountability. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19, 305–318.
- Unerman, J., & O’Dwyer, B. (2006b). Theorising accountability for NGO advocacy. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19, 349–376.
- Van der Byl, C. A., & Slawinski, N. (2015). Embracing Tensions in Corporate Sustainability. *Organization & Environment*, 28, 54–79.
- van Weeren, M. (2019). *Vers une démocratisation du progrès technique*. Paris: Uppr Éditions.
- Vogel, D. (2008). Private Global Business Regulation. *Annual Review of Political Science*, 11, 261–282.
- Wallage, P. (2000). Assurance on Sustainability Reporting: An Auditor’s View. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 19, 53–65.
- Watkins, A. L., & Arrington, C. E. (2007). Accounting, New Public Management and American Politics: Theoretical Insights into the National Performance Review. *Critical Perspectives on Accounting*, 18, 33–58.
- Wu, R.-S., & Lin, H. (2009). Analysts’ Incentive- and Cognitive-Based Processing Biases: Evidence from Recommendation Revisions. *SSRN Electronic Journal*.  
<https://doi.org/10.2139/ssrn.1460657>
- Young, J. J. (2006). Making up users. *Accounting, Organizations and Society*, 31, 579–600.
- Young-Ferris, A. (2013). *On trying to make investment responsible: An analysis of integrating environmental, social and corporate governance issues into institutional investment processes*. University of Sydney Business School.
- Yousfi, H., & Abdallah, C. (2020). Crisis ethnography: Emotions and identify in fieldwork during the Tunisian revolution. In *The Routledge Companion to Anthropology and Business*. Routledge.
- Žižek, S. (1989). *The Sublime Object of Ideology*. New York: Verso Books.

# Annexe 1. Structure de données pour l'étude de cas organisationnelle



## Annexe 2. Exemple de guide d'entretien

### Intro

- Travaillé moi-même en tant qu'analyse ESG *equity* pendant 3 ans
- Retour en France pour commencer une thèse sur l'analyse extra-financière
- Objectif de la thèse : étudier comment les métiers des analystes financiers et extra-financiers évoluent à l'ère de l'intégration de l'analyse financière et extra-financière
- Durée de l'entretien
- Anonymat

### Thèmes

#### Missions

- Analyste/gérante : comment ces deux missions se complètent-elles ? Est-ce que tu fais tout toi-même ou y a-t-il collaboration avec les analystes ESG/financiers ?

#### Méthodologie

- Particularités de la méthodologie ?
- Comment sont agrégés les indicateurs (par exemple : impact business model sur l'environnement/ maîtrise des risques environnementaux à moyen et long terme) ?
- Comment avez-vous déterminé le seuil de ce qui est acceptable, par exemple concernant l'impact du business model sur l'environnement ou la performance sociétale ?

#### Analyse

- Degré d'automatisation ?
- Comment est assuré l'homogénéité des analyses ?
- Comment se complètent analyse quantitative et jugement qualitatif ?
- Part de la recherche externe vs. interne ? Comment utilises-tu la recherche des agences de notation externe ?

#### Intégration analyse financière et extra-financière

- Présence d'analystes financiers et extra-financiers ? Modes de collaboration entre les deux métiers ? Évolution ?

#### Intégration ESG dans la notation crédit

- Origines de la méthodologie ? Motivation ?
- Quelles différences entre la méthodologie pour les actions et l'intégration ESG dans la notation crédit ? Comment avez-vous remédié aux différents obstacles (temporalité, difficultés à déterminer la matérialité financière, disponibilité et qualité des données, quantification des données qualitatives et peu homogènes) ?



## Annexe 3. Tous les entretiens réalisés

	Type de structure	Mission de la personne rencontrée	Catégorie	Date de l'entretien	Durée de l'entretien
1	Agence de notation extra-financière	Directeur de la recherche	Directeur de recherche	05.02.2019	88 min.
2	Agence de notation extra-financière	Analyste ESG	Analyste	22.03.2019	126 min.
3	Agence de notation extra-financière	Chargée des affaires institutionnelles	Autre	11.02.2019	64 min.
4	Agence de notation extra-financière	Analyste ESG senior, responsable du pôle énergie	Analyste	15.04.2019	52 min.
5	Institution financière publique	Investment officer	Analyste	16.02.2019	47 min.
6	Agence de notation crédit	Analyste financier crédit	Analyste	22.02.2019	57 min.
7	Institution financière publique	Doctorant CIFRE	Autre	26.02.2019	85 min.
8	Société de gestion	Directrice de la recherche ISR	Directeur de recherche	19.03.2019	55 min.
9	Agence de notation extra-financière	Analyste ESG	Analyste	01.04.2019	84 min.
10	Agence de notation crédit	Responsable de la "notation crédit augmentée"	Directeur de recherche	15.04.2019	63 min.
11	Association à but non-lucratif	Responsable de différents projets de recherche autour de l'ISR	Pionnier	23.04.2019	61 min.
12	Filiale de gestion d'actifs de BNP Paribas	Analyste ESG senior	Analyste	14.05.2019	65 min.
13	Société de courtage	Analyste climate change & environment	Analyste	17.05.2019	68 min.
14	Société de gestion	Analyste-gérante	Analyste	14.05.2019	77 min.
15	Banque d'investissement	Analyste crédit/ESG apprenti	Analyste	30.04.2019	60 min. environ
16	Agence de notation crédit	Analyste ESG en charge du développement de la méthode	Analyste	10.05.2019	54 min.
17	Société de gestion	Analyste ESG	Analyste	16.05.2019	120 min. environ
18	Agence de notation extra-financière	Fondateur et directeur	Pionnier	11.06.2019	73 min.
19	Société de gestion	Ex-responsable de gestion	Pionnier	20.06.2019	47 min.
20	Société de gestion	Ex-responsable de gestion	Pionnier	21.06.2019	21 min.
21	Think thank spécialisé en ISR	Fondateur	Pionnier	16.07.2019	96 min.
22	Société de gestion	Analyste ESG	Analyste	09.07.2019	90 min. environ
23	Agence de notation crédit	Analyste ESG en charge du développement de la méthode	Analyste	20.07.2019	56 min.
24	Société de gestion	Ancien trader reconverti en chercheur indépendant	Pionnier	12.09.2019	61 min.
25	Société de gestion des fonds externes pour une banque commerciale	Analyste ESG	Analyste	13.09.2019	60 min. environ
26	Société de gestion	Ancien trader reconverti en chercheur indépendant	Pionnier	16.10.2019	69 min.
27	Société de gestion des fonds externes pour une banque commerciale	Analyste ESG	Analyste	15.11.2019	120 min.
28	Société de gestion	Directrice de la recherche ESG	Directeur de recherche	15.01.2020	53 min.
29	Société de gestion	Analyste intégré	Analyste	29.01.2020	37 min.
30	Société de gestion	Analyste intégrée	Analyste	29.01.2020	67 min.
31	Société de gestion	Analyste intégré	Analyste	20.02.2020	65 min.
32	Société de gestion	Analyste intégrée	Analyste	20.02.2020	64 min.
33	Régulateur	Directrice de l'unité "Stratégie et Finance Durable"	Autre	19.03.2020	47 min.
34	Régulateur	Collaboratrices de l'unité "Stratégie et Finance Durable"	Autre	01.04.2020	77 min.
35	Agence de notation crédit	Responsable des affaires institutionnelles en ESG	Autre	16.04.2020	60 min.
36	Agence de notation extra-financière	Présidente	Autre	16.04.2020	60 min.
37	Banque d'investissement	Analyste crédit/ESG apprenti	Analyste	03.04.2020	91 min.
38	Banque d'investissement	Analyste crédit/ESG	Analyste	14.04.2020	62 min.
39	Gérant d'actif spécialisé en ISR	Co-directeur de la recherche	Directeur de recherche	05.05.2020	53 min.
40	Institution financière publique	Gérante d'un fonds d'impact	Pionnier	08.05.2020	69 min.
41	Cabinet de conseil spécialisé en énergie et carbone	Responsable du pôle finance	Directeur de recherche	03.07.2020	93 min.

## Annexe 4. Petit panorama de profils d'analystes

### **Analystes financiers.**

Analyste buy-side. L'analyste buy-side a pour mission de réaliser des recherches pour les gérants d'actifs de la société de gestion pour laquelle il travaille. Souvent, il est spécialiste d'un secteur en particulier et suit l'ensemble des entreprises de ce secteur.

Analyste fondamental. L'analyste fondamental a pour mission de récolter, analyser et interpréter des informations relatives à une entreprise et son environnement macro-économique pour obtenir une vision pertinente de ses principaux risques et opportunités financiers. L'opinion ainsi construite est intégrée à des recommandations sur des opérations boursières à mettre en œuvre, présentées aux clients (lorsque l'analyste travaille pour une structure du type sell-side) ou aux collègues (quand il s'agit d'une structure du type buy-side).

Analyste quantitatif. L'analyste quantitatif, surnommé « quant », a pour mission de créer des modèles mathématiques pour déterminer le prix futur des produits financiers dérivés (instrument financier dont la valeur fluctue en fonction de la valeur d'un autre produit financier, appelé le « sous-jacent ») pour composer des portefeuilles de manière dite « scientifique », afin d'obtenir l'équilibre optimal entre risque et rendement. Ces modèles sont ensuite utilisés par des gérants d'actifs, des traders ou des analystes risques de crédit.

Analyste risques de crédit. L'analyste risque de crédit a pour mission d'évaluer les différents types de risques associés à l'octroi d'un prêt (obligation) à un émetteur (entreprise, collectivité, pays...). Pour cela, il évalue entre autres le profil, la stratégie, la qualité des structures de gouvernance et la solvabilité de l'émetteur ainsi que ses incidents ou défauts dans le passé.

Analyste sell-side. L'analyste sell-side a pour mission de réaliser des études sur le positionnement stratégique d'un émetteur par rapport à son secteur et le contexte macro-économique. Ces études, qui comportent des recommandations sur les opérations boursières à effectuer, sont vendues à des clients extérieurs à la structure pour laquelle il travaille.

### **Analystes extra-financiers.**

Analyste ESG travaillant pour une agence de notation ESG. Les agences de notation ESG vendent des notations sur la performance ESG des entreprises à des clients extérieurs. Afin de créer de telles notations, l'analyste ESG a alors pour mission de se former une opinion sur la

capacité d'une entreprise à gérer et à prévenir des risques et opportunités liés à sa responsabilité sociale.

Analyste ESG travaillant pour une agence de notation crédit. Les agences de notation crédit vendent des notations sur la capacité d'un émetteur à rembourser ses dettes. L'analyste ESG qui participe à l'élaboration d'une telle notation a pour mission de se former une opinion sur les éléments environnementaux, sociaux et de gouvernance qui pourraient compromettre la capacité d'une entreprise à honorer ses obligations de remboursement, et les garanties apportées par l'entreprise en termes de gestion et de prévision de ces éléments.

Analyste spécialisé sur une thématique extra-financière, travaillant pour une structure sell-side (broker). Plutôt que d'être spécialiste d'un secteur économique, l'analyste ESG qui travaille pour un broker est souvent spécialiste d'une thématique extra-financière donnée, comme le climat ou la gouvernance. Il a pour mission de rédiger des rapports thématiques, dans lesquels il étudie les développements récents dans son champ d'expertise, et de formuler des évaluations des risques et opportunités qui en découlent pour les portefeuilles d'investissement de ses clients.

### **Analystes intégrés.**

Analyste intégré fondamental. L'analyste intégré fondamental a pour mission de récolter, analyser et interpréter des informations financières et extra-financières relatives à une entreprise et son environnement macro-économique pour obtenir une vision pertinente de ses principaux risques et opportunités financiers à court, moyen et parfois aussi à plus long terme, en fonction de la stratégie d'investissement du gérant. L'opinion ainsi construite est intégrée à des recommandations sur des opérations boursières à mettre en œuvre, présentées aux clients (lorsque l'analyste travaille pour une structure du type sell-side) ou collègues (quand il s'agit d'une structure du type buy-side).

Analyste-gérant financier / ESG. L'analyste-gérant intégré a pour mission de suivre la performance financière et extra-financière d'un portefeuille qu'il a sous gestion (buy-side).

## Annexe 5. Les principes de PRI<sup>122</sup>

Principle 1: We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes.

Principle 2: We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices.

Principle 3: We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest.

Principle 4: We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry.

Principle 5: We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.

Principle 6: We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.

---

<sup>122</sup> Site internet de PRI, consulté le 5 août 2020 : <https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-are-the-principles-for-responsible-investment>



## RÉSUMÉ

---

En réponse à la demande d'investisseurs, l'analyse de la performance ESG (environnementale, sociale, de gouvernance) des entreprises est pratiquée par de plus en plus d'analystes. Cette performance ne connaît pas de définition juridique ou institutionnelle standardisée et est donc produite par les méthodologies développées pour la mesurer. Ma thèse explore, à partir d'une auto-ethnographie suivie d'une enquête de terrain qualitative, comment les analystes produisent cette performance, mais aussi leur propre identité professionnelle, en interaction avec les normes épistémiques et discursives financières. L'interprétation des données à travers un cadre théorique inspiré d'Axel Honneth et de Judith Butler dévoile comment les analystes s'assujettissent à ces normes qui déterminent leur reconnaissance professionnelle et la reconnaissabilité de leurs analyses, mais qui produisent également une représentation réifiée du monde qui ne permettra pas de mettre la finance au service de la transition écologique et sociale.

## MOTS CLÉS

---

Performance ESG, analystes, reconnaissance, discours, normes, assujettissement, réification

## ABSTRACT

---

More and more analysts strive to measure the environmental, social and governance (ESG) performance of companies for investors. There is no standardised institutional or legal definition of ESG performance, which is thus produced by the methodologies developed for its measurement. Relying on auto-ethnographic and qualitative research, I explore how analysts produce this performance, and their own professional identity, in interaction with epistemic and discursive norms from the financial realm. The interpretation of my data through a theoretical framework inspired by Axel Honneth and Judith Butler reveals how analysts subjugate to these norms that determine their professional recognition and the recognisability of their analyses. But these norms also produce a reified representation of the world. Despite the great expectations that are currently put on ESG performance measurement, my findings cast doubt on its ability to be an effective tool for financing the ecological and social transition.

## KEYWORDS

---

ESG performance, analysts, recognition, discourse, norms, subjugation, reification