

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

ANALYSE MULTINIVEAU DE L'ADAPTATION DES STRATÉGIES DE GOUVERNANCE ET DE GESTION
DES RISQUES ESG DES GRANDS INVESTISSEURS EN IMMOBILIER AUX ENJEUX CLIMATIQUES ET
DE BIODIVERSITÉ

THÈSE

PRÉSENTÉE

COMME EXIGENCE PARTIELLE

DOCTORAT EN ADMINISTRATION

PAR

SYLLA MALDINI

MAI 2026

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de cette thèse se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.12-2023). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENTS

L'aboutissement d'une thèse ne se fait jamais seul. C'est une épreuve qui, bien que plaisante, peut parfois s'avérer longue et fastidieuse, au point de soulever certains doutes. Comme dans la vie en général, j'ai la chance d'être bien entouré quand tout va bien et encore plus lorsque les choses deviennent difficiles. Il est donc important d'honorer ces personnes envers qui j'éprouve une immense gratitude.

Ma première pensée va à mes parents, qui m'ont inculqué des valeurs essentielles du quotidien telles que la persévérance ou le dépassement de soi, indispensables pour mener à bien un tel projet. Avec ma sœur, mes beaux-parents et le reste de ma famille, ils n'ont cessé de m'encourager dans cette entreprise.

Je tiens ensuite à remercier ma directrice de thèse, la professeure Andrée De Serres, qui m'a fait découvrir et aimer la recherche. Je ne serais certainement pas en train d'écrire ces mots si je n'avais pas croisé son chemin quelques années plus tôt. Je tiens à lui dire MERCI pour m'avoir offert l'opportunité de poursuivre mes études dans le meilleur environnement possible et de m'avoir formé comme elle l'a fait. Je souhaite aussi remercier les membres de mes comités de thèse et d'évaluation, les professeurs Marie-France Turcotte, Linda Rouleau et David Talbot, qui, aux côtés de ma directrice, ont pris le temps de réviser avec soin les rapports liés aux diverses étapes ayant abouti à ce travail en vue de le rendre meilleur.

Un grand merci à tous les membres de la Chaire la Caisse en immobilier, avec qui j'ai eu des échanges stimulants qui ont, sans aucun doute, influencé ce travail. Je remercie également tous mes professeurs, mes collègues doctorants et mes étudiants, auprès desquels j'ai beaucoup appris. J'ai une pensée pour les communautés académiques de l'ASAC, de l'Acfas et de l'ERES, où j'ai eu le plaisir, à plusieurs reprises, d'assister et de présenter l'avancée de mes travaux. Ces échanges ont grandement contribué à enrichir mes perspectives. De plus, divers stages de recherche ont jalonné ce parcours. Je tiens à exprimer toute ma gratitude à mes collaborateurs, qui m'ont permis de mieux saisir la réalité du terrain, tant en matière de développement durable en investissement immobilier que celle du bâtiment durable.

Enfin, pour clore ces remerciements, je veux accorder une place toute particulière à ma conjointe, qui m'a soutenu dès la première heure, à travers vents et marées, et m'a accompagné au quotidien dans l'aboutissement de ce travail. Au-delà de ce soutien indéfectible, elle m'a beaucoup aidé à améliorer ce travail par l'entremise de longues discussions et par le soin qu'elle y a apporté lors de la relecture.

DÉDICACE

Patience et longueur de temps font plus que force ni que rage
— Jean de La Fontaine

À mes parents, qui m’ont tout donné.

À ma sœur, qui m’a encouragé.

À mes beaux-parents, qui m’ont écouté.

À ma directrice, qui m’a guidé.

À ma conjointe, qui m’a transcendé.

TABLE DES MATIÈRES

REMERCIEMENTS	ii
DÉDICACE	iii
LISTE DES FIGURES.....	x
LISTE DES TABLEAUX	xii
LISTE DES ABRÉVIATIONS, DES SIGLES ET DES ACRONYMES.....	xiii
LISTE DES SYMBOLES ET DES UNITÉS	xx
RÉSUMÉ	xxi
ABSTRACT	xxiii
INTRODUCTION GÉNÉRALE	1
CHAPITRE 1 PROBLÉMATISATION DE LA RECHERCHE	8
1.1 Enjeux contextuels mondiaux en matière de développement durable.....	8
1.1.1 Le développement durable.....	9
1.1.2 Les changements climatiques et la biodiversité	11
1.1.3 Illustration des impacts systémiques des changements climatiques et de la perte de biodiversité.....	13
1.2 L’immobilier, pilier du contexte international en développement durable	15
1.2.1 L’immobilier et les Objectifs de développement durable (ODD).....	15
1.2.2 Les grands investisseurs en immobilier	17
1.2.3 Les sciences de l’immobilier	22
1.3 Question de recherche et sous-questions	29
1.3.1 Étude du niveau macro : le cadre institutionnel international et national	30
1.3.2 Étude du niveau méso : le champ organisationnel de l’investissement en immobilier	31
1.3.3 Étude du niveau micro : les organisations des grands investisseurs en immobilier.....	32
CHAPITRE 2 FONDEMENTS CONCEPTUELS ET THÉORIQUES.....	34
2.1 Bâtiment durable	34
2.1.1 Énergie	35
2.1.2 Émissions de gaz à effet de serre et bilan carbone	38
2.1.3 Environnement physique.....	39
2.1.4 Gestion des eaux.....	40
2.1.5 Gestion des déchets.....	41
2.2 Gestion des enjeux ESG.....	42
2.2.1 Les enjeux environnementaux.....	43

2.2.2	Les enjeux sociaux.....	45
2.2.3	Les enjeux de gouvernance.....	46
2.2.4	Les enjeux ESG holistiques spécifiques à l’immobilier.....	47
2.3	Innovation managériale	49
2.3.1	De l’innovation organisationnelle à l’innovation managériale.....	49
2.3.2	L’innovation managériale et la gouvernance d’entreprise.....	50
2.3.3	L’innovation managériale et les institutions.....	52
2.3.4	L’innovation et la nouveauté	53
2.4	Gouvernance d’entreprise	53
2.4.1	Émergence de la gouvernance d’entreprise	53
2.4.2	Les fondements théoriques de la gouvernance d’entreprise	55
2.4.3	La théorie des coûts de transaction.....	58
2.4.4	La théorie des droits de propriété	59
2.4.5	La théorie de l’agence.....	60
2.5	Théories institutionnelles.....	66
2.5.1	Fondements théoriques institutionnels.....	67
2.5.2	Le néo-institutionnalisme	68
2.5.3	Le changement institutionnel	72
2.5.4	L’institutionnalisme renouvelé	74
2.6	Interactions entre les théories institutionnelles et la gouvernance d’entreprise	79
2.6.1	La théorie de l’agence comme levier analytique pour enrichir les théories institutionnelles	79
2.6.2	La gouvernance d’entreprise dans la diversité des contextes institutionnels : vers une approche élargie des relations d’agence.....	80
2.6.3	L’influence du contexte institutionnel sur les modes de gouvernance des organisations.....	81
2.6.4	La gouvernance comparative pour intégrer la diversité des contextes institutionnels	82
2.6.5	Le double rôle de la gouvernance d’entreprise : performance et adaptation institutionnelle...	84
2.6.6	Synthèse de l’articulation du cadre conceptuel et théorique	85
2.7	Conclusion	88
	CHAPITRE 3 CADRE MÉTHODOLOGIQUE.....	90
3.1	Paradigme scientifique de la recherche.....	90
3.1.1	Positionnement ontologique	90
3.1.2	Positionnement épistémologique.....	91
3.1.3	Philosophie des sciences.....	92
3.2	Approche méthodologique	93
3.2.1	Principes méthodologiques	93
3.2.2	Méthodologie qualitative	95
3.2.3	L’étude de cas	96
3.3	Démarche de recherche.....	97
3.3.1	Question principale et sous-questions de recherche	97
3.3.2	Définition de l’étude de cas et délimitation de l’unité d’analyse	102
3.3.3	Analyse du cas.....	107
3.3.4	Opérationnalisation de la démarche de recherche	115

CHAPITRE 4 ÉTUDE DU CADRE INSTITUTIONNEL, POLITIQUE, LÉGAL ET RÈGLEMENTAIRE.....	130
4.1 Introduction	130
4.2 Région Europe.....	133
4.2.1 Union européenne.....	133
4.2.2 Royaume-Uni	142
4.2.3 Norvège	147
4.3 Région Amérique du Nord	149
4.3.1 États-Unis.....	149
4.3.2 Canada	159
4.4 Région Asie.....	167
4.4.1 Japon	167
4.4.2 Singapour	172
4.5 Région Océanie	176
4.5.1 Australie	176
4.5.2 Nouvelle-Zélande	180
4.6 Synthèse.....	183
4.7 Analyse.....	190
4.8 Conclusion.....	193
CHAPITRE 5 ÉTUDE DE L'ORGANISATION DU SECTEUR	195
5.1 Introduction	195
5.2 Narration des initiatives internationales et transnationales ainsi que de leurs outils impactant les investisseurs en immobilier.....	198
5.2.1 Période : 2015.....	201
5.2.2 Période : 2016-2017.....	203
5.2.3 Période : 2018-2020.....	205
5.2.4 Période : 2021-2022.....	209
5.2.5 Période : 2023	216
5.3 Synthèse.....	218
5.4 Analyse.....	224
5.5 Conclusion.....	228
CHAPITRE 6 ÉTUDE DES INVESTISSEURS EN IMMOBILIER.....	230
6.1 Introduction	230
6.2 Construire la légitimité de l'investisseur.....	233
6.2.1 APG.....	234
6.2.2 NBIM	238
6.2.3 CalSTRS.....	241
6.2.4 NYSCRF	244
6.2.5 CDPQ.....	246

6.2.6	Investissements RPC	249
6.2.7	Bilan des pratiques de l'ensemble des investisseurs pour la thématique « Construire la légitimité de l'investisseur »	252
6.3	Insuffler le changement dans l'organisation.....	252
6.3.1	APG.....	253
6.3.2	NBIM	256
6.3.3	CalSTRS.....	260
6.3.4	NYSCRF	264
6.3.5	CDPQ.....	268
6.3.6	Investissements RPC	272
6.3.7	Bilan des pratiques de l'ensemble des investisseurs pour la thématique « Insuffler le changement dans l'organisation »	276
6.4	Développer les capacités organisationnelles.....	277
6.4.1	APG.....	278
6.4.2	NBIM	281
6.4.3	CalSTRS.....	284
6.4.4	NYSCRF	286
6.4.5	CDPQ.....	289
6.4.6	Investissements RPC	292
6.4.7	Bilan des pratiques de l'ensemble des investisseurs pour la thématique « Développer les capacités organisationnelles »	295
6.5	Développer les capacités d'évaluation et de suivi	296
6.5.1	APG.....	296
6.5.2	NBIM	300
6.5.3	CalSTRS.....	304
6.5.4	NYSCRF	307
6.5.5	CDPQ.....	310
6.5.6	Investissements RPC	313
6.5.7	Bilan des pratiques de l'ensemble des investisseurs pour la thématique « Développer les capacités d'évaluation et de suivi »	318
6.6	Exercer l'influence sur les entreprises	319
6.6.1	APG.....	320
6.6.2	NBIM	324
6.6.3	CalSTRS.....	327
6.6.4	NYSCRF	331
6.6.5	CDPQ.....	334
6.6.6	Investissements RPC	337
6.6.7	Bilan des pratiques de l'ensemble des investisseurs pour la thématique « Exercer l'influence sur les entreprises »	341
6.7	Exercer l'influence sur les institutions	342
6.7.1	APG.....	342
6.7.2	NBIM	346
6.7.3	CalSTRS.....	349
6.7.4	NYSCRF	352
6.7.5	CDPQ.....	356

6.7.6	Investissements RPC	359
6.7.7	Bilan des pratiques de l'ensemble des investisseurs pour la thématique « Exercer l'influence sur les institutions »	363
6.8	Répondre aux pressions institutionnelles	364
6.8.1	APG.....	364
6.8.2	NBIM	368
6.8.3	CalSTRS.....	372
6.8.4	NYSCRF	374
6.8.5	CDPQ.....	377
6.8.6	Investissements RPC	380
6.8.7	Bilan des pratiques de l'ensemble des investisseurs pour la thématique « Répondre aux pressions institutionnelles »	383
6.9	Synthèse d'ensemble des différentes thématiques.....	384
6.9.1	Synthèse de la thématique « Construire la légitimité de l'investisseur »	384
6.9.2	Synthèse de la thématique « Insuffler le changement dans l'organisation »	386
6.9.3	Synthèse de la thématique « Développer les capacités organisationnelles ».....	389
6.9.4	Synthèse de la thématique « Développer les capacités d'évaluation et de suivi ».....	391
6.9.5	Synthèse de la thématique « Exercer l'influence sur les entreprises »	393
6.9.6	Synthèse de la thématique « Exercer l'influence sur les institutions »	395
6.9.7	Synthèse de la thématique « Répondre aux pressions institutionnelles ».....	398
6.10	Analyse.....	399
6.11	Conclusion	405
CHAPITRE 7 ANALYSE ET DISCUSSION DES RÉSULTATS.....		407
7.1	Introduction	407
7.2	Synthèse.....	413
7.3	Analyse.....	420
7.4	Contributions scientifiques, méthodologique et sociale	437
7.4.1	Contribution aux sciences de l'immobilier	437
7.4.2	Contribution à la relation principal-agent interne chez les grands investisseurs dans leur contexte institutionnel.....	438
7.4.3	Contribution à l'entrepreneuriat institutionnel.....	440
7.4.4	Contribution à l'articulation de la théorie de l'agence et de l'entrepreneuriat institutionnel	441
7.4.5	Contribution méthodologique	443
7.4.6	Contribution sociale.....	445
CONCLUSION GÉNÉRALE		447
ANNEXE A TABLEAU DÉTAILLÉ DE SÉLECTION DES JURIDICTIONS ET DES VILLES DU CONTEXTE MACRO		452
ANNEXE B TABLEAU DE SYNTHÈSE DES INITIATIVES INTERNATIONALES ET TRANSNATIONALES ÉTUDIÉES DANS CONTEXTE MÉSO.....		454

ANNEXE C TABLEAU DÉTAILLÉ DE SÉLECTION DES UNITÉS ENCHÂSSÉES (Jusqu'au dernier des six cas sélectionnés)	458
ANNEXE D GUIDES D'ENTREVUE	460
ANNEXE E TABLEAU DU NOMBRE DE MESURES STRUCTURANTES PAR ANNÉE ET PAR JURIDICTION	463
ANNEXE F CERTIFICAT D'ÉTHIQUE ET AVIS FINAL DE CONFORMITÉ.....	466
ANNEXE G DÉCLARATION D'USAGE DE L'IAG.....	468
BIBLIOGRAPHIE.....	469

LISTE DES FIGURES

Figure 1.1 : Les différentes conceptualisations des dimensions du développement durable. Adapté de Purvis <i>et al.</i> (2019) sous licence <i>Creative Commons</i> 4.0 (CC BY 4.0).....	10
Figure 1.2 : The SDG Wedding Cake. Reproduit de Azote for Stockholm Resilience Centre et Stockholm University (2016) sous licence <i>Creative Commons</i> 3.0 (CC BY-ND 3.0.).....	11
Figure 1.3 : Maison de l'économie immobilière. Adapté de <i>House of real estate economics</i> , Schulte (2003) sous licence CCC (https://marketplace.copyright.com/rs-ui-web/mp/license/535cdda3-12c3-4075-8997-9f84ed67997f/d07c6b4f-8dfd-4dd9-8257-43f88da30e97).	23
Figure 1.4 : Niveaux d'étude	31
Figure 2.1 : Visualisation des concepts de firme et d'entreprise	56
Figure 2.2 : Cartographies des théories utilisées en gouvernance d'entreprise inspirée de Mallin, 2019.	57
Figure 2.3 : Étapes du changement institutionnel (Greenwood <i>et al.</i> , 2002).....	73
Figure 2.4 : Champs des théories institutionnelles, inspiré de Glynn et D'Aunno, 2023 et Greenwood <i>et al.</i> , 2017	79
Figure 2.5 : Modèle conceptuel du changement institutionnel multi-niveaux : relation principal-agent et entrepreneuriat institutionnel.....	87
Figure 3.1 : Étude de cas unique enchâssée et échantillonnage.....	107
Figure 3.2 : Structure du processus de codage de l'analyse de documents	111
Figure 3.3 : Approche adoptée vis-à-vis de l'inclusion dans la démarche de codage.....	125
Figure 3.4 : Visualisation de la structure de la thèse	129
Figure 4.1 : Visualisation chronologique de la synthèse des évolutions des cadres institutionnels, politiques, légales et réglementaires	189
Figure 4.2 : Visualisation conceptuelle de l'évolution du cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire	192
Figure 4.3 : Visualisation simplifiée de la conceptualisation des étapes de l'évolution du cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire	194
Figure 5.1 : Approche adoptée pour la dynamique des initiatives internationales et transnationales des secteurs étudiés.....	197
Figure 5.2 : Visualisation chronologique de la synthèse des évolutions des initiatives internationales et transnationales	223

Figure 5.3 : Visualisation conceptuelle de l'évolution des initiatives internationales et transnationales	227
Figure 5.4 : Visualisation conceptuelle simplifiée des étapes de l'évolution des initiatives internationales et transnationales.....	229
Figure 6.1 : Graphique utilisé pour naviguer à travers les données	233
Figure 6.2 : Cartographie visuelle « Construire la légitimité de l'investisseur »	386
Figure 6.3 : Cartographie visuelle « Insuffler le changement dans l'organisation »	389
Figure 6.4 : Cartographie visuelle « Développer les capacités organisationnelles »	391
Figure 6.5 : Cartographie visuelle « Développer les capacités d'évaluation et de suivi »	393
Figure 6.6 : Cartographie visuelle « Exercer l'influence sur les entreprises ».....	394
Figure 6.7 : Cartographie visuelle « Exercer l'influence sur les institutions ».....	397
Figure 6.8 : Cartographie visuelle « Répondre aux pressions institutionnelles »	399
Figure 6.9 : Visualisation conceptuelle du déroulement temporel des codes thématiques	401
Figure 6.10 : Visualisation conceptuelle du changement au niveau micro.....	404
Figure 6.11 : Visualisation conceptuelle simplifiée des étapes de l'évolution de l'adaptation organisationnelle au changement des grands investisseurs en immobilier	405
Figure 7.1 : Récapitulatif des cartographies visuelles du processus simplifié de chaque sous-question .	412
Figure 7.2 : Cartographie visuelle du processus tiré de la synthèse des niveaux macro, méso et micro .	419
Figure 7.3 : Cartographie visuelle du processus d'innovation des grands propriétaires immobiliers pour adapter leur gouvernance face aux enjeux du changement climatique et de protection de la biodiversité	435
Figure 7.4 : Cartographie visuelle du processus simplifié des innovations des grands propriétaires immobiliers pour adapter leur gouvernance face aux enjeux du changement climatique et de protection de la biodiversité	436
Figure 7.5 : Positionnement des contributions théoriques sur le cadre conceptuel et théorique de la thèse	444

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 2.1 : Critères ESG. Adapté de Park, S. R. et Jang (2021)	44
Tableau 2.2 : Exemples d’innovations managériales en matière de changement climatique et de protection de la biodiversité	51
Tableau 3.1 : Positionnements épistémologiques (adapté de Guba et Lincoln, 1994).....	92
Tableau 3.2 : Paradigmes scientifiques (Van de Ven, 2007)	93
Tableau 3.3 : Quelques méthodologies qualitatives (basé sur Bowen (2009); Langley (1999))	96
Tableau 3.4 : Processus de choix d’une cartographie visuelle (questions de Eppler et Burkhard, 2007). 108	
Tableau 3.5 : Synthèse de la démarche de recherche employée	114
Tableau 3.6 : Caractéristiques des juridictions et villes étudiées	116
Tableau 3.7 : Caractéristiques des investisseurs leaders sélectionnés.....	120
Tableau 3.8 : Étendue et proportion des documents étudiés pour les unités enchâssées	122
Tableau 4.1 : Catégories d’entreprises et de groupes.....	139
Tableau 6.1 : Structure et caractéristiques des codes thématiques et focal/pattern	231
Tableau 6.2 : Tableau synthèse des pratiques de construction de la légitimité des investisseurs.....	252
Tableau 6.3 : Tableau de synthèse des pratiques pour insuffler le changement dans l’organisation.....	277
Tableau 6.4 : Tableau de synthèse des pratiques de développement des capacités organisationnelles. 296	
Tableau 6.5 : Tableau de synthèse des pratiques de développement des capacités d’évaluation et de suivi	319
Tableau 6.6 : Tableau synthèse des pratiques d’exercice de l’influence sur les entreprises.....	341
Tableau 6.7 : Tableau de synthèse des pratiques d’exercice de l’influence sur les institutions.....	363
Tableau 6.8 : Tableau de synthèse des pratiques de réponse aux pressions institutionnelles	384

LISTE DES ABRÉVIATIONS, DES SIGLES ET DES ACRONYMES

ABP : Stichting Pensioenfond

ACSI : Australian Council of Superannuation Investors

ACVM : Autorités canadiennes des valeurs mobilières

AEEE : Accord sur l'espace économique européen

AIGCC : Asia Investor Group on Climate Change

AMF : Autorité des marchés financiers (Québec)

AODP : Asset Owners Disclosure Project

APG : Algemene Pensioen Groep

APRA : Australian Prudential Regulation Authority

ASIC : Australian Securities and Investment Commission

BA : Breakthrough Agenda

BGFRS : Board of Governors of the Federal Reserve System

BOMA : Building Owners and Managers Association

BOMA BESt : BOMA Building Environmental Standards

BREEAM : Building Research Establishment Environmental Assessment Method

CA100+ : Climate Action 100+

CAD : Dollar canadien

CAFD : Conseil d'action en matière de finance durable

CAGBC : Conseil du bâtiment durable du Canada

CalSTRS : California State Teachers' Retirement System

CCNID : Conseil canadien des normes d'information sur la durabilité

CDP : Carbon Disclosure Project

CDPQ : Caisse de dépôt et de placement du Québec

CDSB : Climate Disclosure Standards Board

CE : Commission européenne

CEO : Chief Executive Officer

Ceres : Coalition for Environmentally Responsible Economies

CHRB : Corporate Human Rights Benchmark

CIO : Chief Investment Officer

COO : Chief Operation Officer

COP : Conference of Parties

COSO : Committee of Sponsoring Organizations

CRREM : Carbon Risk Real Estate Monitor

CSDDD : Corporate Sustainability Due Diligence Directive

CSO : Chief Sustainability Officer

CSRD : Corporate Sustainability Reporting Directive

D2I : 2° Investing Initiative

DGNB : Deutsche Gesellschaft für Nachhaltiges Bauen

DOL : Department of Labour

EDCI : ESG Data Convergence Initiative

EFRAG : European Financial Reporting Advisory Group

ENCORE : Exploring Natural Capital Opportunities, Risks and Exposure

EPM : External Portfolio Manager

EPRA : European Real Estate Association

ESG : Environnemental, social et gouvernance

ESRS : European Sustainability Reporting Standards

ETCC : Energy transition and climate change

ÉU : États-Unis

EUR : Euro

FBF : Finance for Biodiversity Foundation

FCA : Financial Conduct Authority

FSA : Financial Services Agency

FSB : Financial Stability Board

FSC : Financial Services Council

FSOC : Financial Stability Oversight Council

FTSE : Financial Times Stock Exchange

GES : Gaz à effet de serre

GFANZ : Glasgow Financial Alliance for Net Zero

GFIT : Green Finance Industry Taskforce

GHG Protocol : Greenhouse Gas Protocol

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

GP : Associés commandités

GREEN : Global Real Estate Engagement Network

GRESB : Global Real Estate Sustainability Benchmark

GRI : Global Reporting Initiative

GRIG : Global Responsible Investment and Governance team

GSR : Governance, Sustainability and Resilience

HQE : Haute Qualité Énergétique

IASB : International Accounting Standards Board

ICI : Initiative Climat International

IFRS : International Financial Reporting Standards

IGCC : Investor Group on Climate Change

IIGCC : Institutional Investors Group on Climate Change

IIRC : International Integrated Reporting Council

ILN : Investor Leadership Network

IPE : Investment & Pensions Europe

IRA : Inflation Reduction Act

ISO : International Standard Association

ISRC : Investment Strategy and Risk Committee

ISSB : International Sustainability Standards Board

ITP : Integrated Thinking Principles

LEAP : Locate, Evaluate, Assess and Prepare

LEED : Leadership in Energy and Environmental Design

LL : Local Law

MAS : Monetary Authority of Singapore

MEES : Minimum Energy Efficiency Standards

METI : Ministry of Economy, Trade and Industry

MOEJ : Ministry of Environment of Japan

NA100 : Nature Action 100

NABERS : National Australian Built Environment Rating System

NBIM : Norges Bank Investment Management

NGFS : Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System

NYSCRF : New York State Common Retirement Fund

NZAMI : Net Zero Asset Manager Initiative

NZAOA : Net Zero Asset Owner Alliance

NZIF : Net Zero Investment Framework

OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Économiques

ODD : Objectifs de développement durable

OECM : Other effective area-based conservation measures

ONG : Organisation non gouvernementale

ONU : Organisation des Nations unies

PAAO : Paris Aligned Asset Owners

PACTA : Paris Agreement Capital Transition Assessment

PBAF : Partnership for Biodiversity Accounting Financials

PCAF : Partnership for Carbon Accounting Financials

PE : Parlement européen

PIB : Produit intérieur brut

PME : Petites et moyennes entreprises

PNUE : Programme des Nations Unies pour l'Environnement

PREA : Pension Real Estate Association

PRI : Principes pour l'investissement responsable

R2R : Race to Resilience

R2Z : Race to Zero

RI Americas : Responsible Investor Americas

RPC (CPP) : Régime de pensions du Canada

SASB : Sustainability Accounting Standards Board

SBTi : Science Based Target Initiative

SDI : Sustainable Development Investing

SEC : Securities and Exchange Commission

SFDR : Sustainable Finance Disclosure Regulation

SI : Sustainable Investing

SIC : Sustainable Investing Committee

SICS : Sustainable Investments and Climate Solutions

SIP : Statement of Investment Principles

SISS : Sustainable Investment and Stewardship Strategies

SWF : Sovereign Wealth Fund

TCFD : Taskforce on Climate-related Financial Disclosure

TIA : The Investor Agenda

TNFD : Taskforce on Nature-related Financial Disclosure

TPI : Transition Pathway Initiative

UE : Union européenne

USD : Dollar américain

USGBC : United States Green Building Council

VRF : Value Reporting Foundation

WBG : Groupe de la Banque Mondiale

WBCSD : World Business Council for Sustainable Development

WGBC : World Green Building Council

WRI : World Resources Institute

XRB : External Reporting Board

LISTE DES SYMBOLES ET DES UNITÉS

\$: Dollars

€ : Euro

£ : Livres

CO₂ : Dioxyde de carbone

°C : Degrés Celsius

kWh : Kilowattheure

% : Point de pourcentage

m² : Mètres carrés

pi² : Pieds carrés

RÉSUMÉ

L'immobilier constitue un secteur stratégique dans la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité. Fort consommateur de ressources et générateur d'externalités négatives, il est néanmoins porteur de solutions. Les bâtiments, tangibles et essentiels à nos sociétés, doivent ainsi être intégrés comme une composante incontournable de la transition pour atteindre les objectifs fixés par les grands accords internationaux. Dans ce contexte, les juridictions exercent une pression croissante sur les immeubles en tant qu'actifs, plaçant leurs propriétaires au cœur des responsabilités et des transformations attendues.

Dans l'immobilier commercial, où la valeur des actifs repose sur les loyers et les gains en capital, ces exigences conduisent les acteurs à adapter leurs stratégies de gouvernance. Au-delà de la conformité aux pressions croissantes du contexte dans lequel ils évoluent, les grands investisseurs en immobilier disposent d'une capacité d'entrepreneuriat institutionnel. En étant des acteurs majeurs de leur champ organisationnel, ils peuvent non seulement intégrer les enjeux ESG dans la gestion de leur portefeuille global intégrant des actifs immobiliers, mais aussi contribuer activement à transformer leur environnement institutionnel.

Cette thèse analyse ainsi la manière dont ces investisseurs innovent afin d'adapter leurs stratégies de gouvernance et de gestion des enjeux ESG aux attentes liées au climat et à la biodiversité. Pour ce faire, cette recherche mobilise la théorie de l'agence comme mécanisme d'habilitation de l'entrepreneuriat institutionnel dans une perspective néo-institutionnelle sociologique intégrant les pressions institutionnelles régulatrices, cognitives et normatives. Trois niveaux d'analyse structurent l'étude : le niveau macro (cadre institutionnel, politique et réglementaire), le niveau méso (initiatives industrielles et transnationales) et le niveau micro (investisseurs institutionnels en immobilier).

La méthodologie repose sur une étude de cas unique enchâssée longitudinale (2015–2023), combinant stratégie narrative, cartographie visuelle et analyse documentaire. L'analyse couvre neuf juridictions dont leurs plus grandes villes, plusieurs dizaines d'initiatives transnationales et internationales et six grands investisseurs en immobilier.

Les résultats montrent que la gouvernance d'entreprise, notamment à travers les mécanismes analysés par la théorie de l'agence, constitue un levier qui permet aux organisations de naviguer entre deux postures : la conformité aux pressions institutionnelles isomorphiques et l'entrepreneuriat institutionnel.

L'analyse met en évidence un processus évolutif en quatre étapes : l'initiation du changement, la formalisation des relations de principal-agent, l'entrepreneuriat institutionnel et l'institutionnalisation de nouvelles pratiques. Ce processus illustre comment les organisations peuvent passer progressivement d'une logique d'adaptation aux pressions institutionnelles à une posture plus proactive, dans laquelle elles contribuent à la structuration et à la diffusion de nouvelles normes sectorielles.

Ces résultats mettent en lumière le rôle stratégique que peuvent jouer les grands investisseurs en immobilier dans la structuration de leur environnement institutionnel, illustrant comment la gouvernance

d'entreprise peut devenir un instrument de transformation institutionnelle, tout en soutenant la gestion des risques ESG et la création de valeur à long terme.

Mots-clés : investissement durable; immobilier commercial; gouvernance d'entreprise; théorie de l'agence; entrepreneuriat institutionnel; changement institutionnel; changements climatiques; biodiversité.

ABSTRACT

Real estate is a strategic sector in the fight against climate change and the protection of biodiversity. While it consumes significant resources and generates negative externalities, it also carries potential solutions. Buildings, tangible and essential to our societies, must therefore be integrated as a key component of the transition to achieve the objectives set by major international agreements. In this context, jurisdictions exert increasing pressure on buildings as assets, placing their owners at the center of both responsibilities and expected transformations.

In commercial real estate, where asset value depends on rents and capital gains, these requirements push stakeholders to adapt their governance strategies. Beyond compliance with the growing pressures of the institutional environment, large real estate investors hold a capacity for institutional entrepreneurship. As major actors within their organizational field, they are able not only to integrate ESG issues into the management of their global portfolios, which include real estate assets, but also to actively contribute to transforming their institutional environment.

This dissertation analyzes how these investors innovate to adapt their governance and ESG risk management strategies to climate and biodiversity-related expectations. To this end, the research mobilizes agency theory as an enabling mechanism for institutional entrepreneurship within a sociological neo-institutional perspective integrating regulative, cognitive and normative institutional pressures. The study is structured around three levels of analysis: the macro level (institutional, political, and regulatory framework), the meso level (industry and transnational initiatives), and the micro level (institutional real estate investors).

The methodology relies on a longitudinal embedded single case study (2015–2023), combining narrative strategy, visual mapping, and document analysis. The analysis covers nine jurisdictions including their largest cities, tens of transnational and international initiatives, and six major real estate investors.

The results show that corporate governance, particularly through the mechanisms analyzed by agency theory, constitutes a lever enabling organizations to navigate between two postures: compliance with isomorphic institutional pressures and institutional entrepreneurship. The analysis reveals an evolutionary process in four stages: the initiation of change, the formalization of principal-agent relationships, institutional entrepreneurship, and the institutionalization of new practices. This process illustrates how organizations can progressively shift from a logic of adaptation to institutional pressures toward a more proactive posture, in which they contribute to the structuring and diffusion of new sectoral norms.

These results highlight the strategic role that large real estate investors can play in structuring their institutional environment, illustrating how corporate governance can become an instrument of institutional transformation, while supporting ESG risk management and long-term value creation.

Keywords: sustainable investment; commercial real estate; corporate governance; agency theory; institutional entrepreneurship; institutional change; climate change; biodiversity.

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Le secteur immobilier occupe une position centrale dans les dynamiques économiques et environnementales contemporaines en raison de l'ampleur des ressources qu'il mobilise et de son empreinte écologique. À l'échelle mondiale, près de 21 % des émissions de gaz à effet de serre (GES), 31 % de la demande finale d'énergie et 18 % de la demande en électricité proviennent du secteur immobilier (GIEC, 2022a, p. 955). Ce secteur est aussi responsable d'environ 45 % de la consommation de ressources naturelles, 15 % de la consommation d'eau et 45 % de la production de déchets (Baharetha *et al.*, 2013; GIEC, 2022a, p. 955; WGBC, 2020a, p. 14-15; WSP, 2024). Les projections démographiques laissent entendre que ces chiffres croîtront si rien n'est fait (UNDESA, 2022, p. xix).

En conséquence, le secteur immobilier est reconnu comme l'une des clés de voûte pour répondre aux nombreux défis soulevés par la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité (GIEC, 2022b, p. 31; IPBES, 2019a, p. 944), considérés comme deux grands enjeux du 21^e siècle (Voegtlin *et al.*, 2022). Ces deux enjeux sont interdépendants (García *et al.*, 2018; Pettoirelli *et al.*, 2021; Pires *et al.*, 2018). Alors que les changements climatiques impactent toujours plus la perte de biodiversité, cette dernière permet de réduire les effets des changements climatiques (Singh *et al.*, 2014, p. V-VI).

Le concept de bâtiment durable a permis de développer l'intégration des enjeux environnementaux dans la gestion d'immeuble (Dridi, 2017). Dans cette recherche, il est défini comme l'ensemble des pratiques permettant de concevoir des structures et utiliser des procédés respectueux de l'environnement et économes en ressources tout au long du cycle de vie d'un bâtiment : de son implantation à sa conception, sa construction, son exploitation, sa maintenance, sa rénovation et sa déconstruction, afin de limiter l'impact environnemental et sanitaire de l'ensemble de ce cycle de vie (Ye *et al.*, 2024). Les immeubles subissent ainsi les impacts générés par leur utilisation, par leur quartier et par leur territoire naturel tout en générant de multiples impacts sociaux, économiques et environnementaux, et ce, tout au long de leur cycle de vie (Ajayi *et al.*, 2016; De Serres et Maldini, 2025; Gunnell *et al.*, 2019; Łupieżowiec, 2021).

Les investisseurs en immobilier doivent considérer ces impacts pour répondre aux obligations croissantes de divulgation et de transparence, mais aussi pour anticiper et gérer les divers risques liés à la négligence des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). La gestion des enjeux ESG est ici définie comme étant la prise en considération continue des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance dans l'analyse d'investissement et le processus décisionnel, afin d'améliorer les rendements ajustés au risque (Li, T.-T. *et al.*, 2021; Martin, I., 2025, p. 42). Le manque de considération de ces risques

peut entraîner des pertes de valeur, des sanctions réglementaires ou encore un affaiblissement de l'image auprès des parties prenantes (Brooks et McArthur, 2019; Mezzanotte, 2023). Pour ces raisons, les propriétaires doivent apprendre à identifier, à gérer et à maîtriser ces impacts dans leurs portefeuilles d'actifs immobiliers s'ils veulent se qualifier comme investisseur durable. Les investisseurs durables peuvent être caractérisés par leur rôle actif, orienté long-terme et intéressé par les enjeux non financiers (Velte et Obermann, 2020). De surcroît, de nombreuses certifications en bâtiment durable exigent la prise en considération des impacts environnementaux représentant pour les investisseurs une occasion de valoriser leurs actifs et de générer des rendements financiers positifs (Christensen, P. H. *et al.*, 2022).

Parmi les principaux propriétaires d'actifs immobiliers figurent les grands investisseurs en immobilier, qui peuvent intervenir dans ce secteur au moyen de différents véhicules financiers, notamment la propriété directe, les actions, les obligations ou encore la dette immobilière, afin de générer du rendement pour leurs portefeuilles globaux. En raison de l'ampleur des capitaux qu'ils mobilisent et de leur capacité d'allocation à l'échelle internationale, ces acteurs occupent une place structurante dans l'écosystème immobilier. Cette influence est particulièrement marquée pour les investisseurs institutionnels, qui comptent parmi les principaux détenteurs de capital à l'échelle mondiale, toutes classes d'actifs confondus. Selon Medina *et al.* (2022), ces derniers contrôlent 41 % de la capitalisation boursière mondiale, une proportion en croissance et encore plus élevée dans certains pays tels que les États-Unis, le Royaume-Uni ou le Canada.

Compte tenu de leur poids financier et de leur horizon d'investissement généralement de long terme, les décisions d'allocation de capital prises par ces investisseurs contribuent à structurer les marchés immobiliers, à orienter les stratégies d'investissement et à influencer les pratiques de gouvernance associées aux actifs qu'ils détiennent. L'influence croissante des investisseurs institutionnels sur les entreprises et les marchés financiers a d'ailleurs fait l'objet d'une attention soutenue dans la littérature académique sur la gouvernance d'entreprise et l'activisme des investisseurs (Aguilera *et al.*, 2008; Bebchuk *et al.*, 2017, p. 53; Gillan et Starks, 2007).

Dans le secteur immobilier plus spécifiquement, plusieurs travaux ont également mis en évidence le rôle structurant de ces acteurs dans l'évolution des stratégies d'investissement, la professionnalisation de la gestion des actifs et l'intégration progressive de nouvelles pratiques de gouvernance (Baum et Hartzell, 2012, p. 300; Brounen et Eichholtz, 2003). Dans un contexte marqué par l'intensification des enjeux climatiques et l'évolution des cadres réglementaires associés au secteur du bâtiment, le rôle que peuvent jouer ces investisseurs dans l'intégration de nouvelles considérations de gestion et de gouvernance au sein

des portefeuilles immobiliers suscite un intérêt croissant dans la littérature académique et dans les débats professionnels (Eichholtz *et al.*, 2010; Fuerst et McAllister, 2011).

Dans ce contexte, l'attention portée aux pratiques de gouvernance et de gestion des risques des investisseurs immobiliers s'explique également par les caractéristiques propres du secteur immobilier lui-même. Les bâtiments constituent en effet une composante centrale dans les économies contemporaines et représentent une part significative de la consommation de ressources et des émissions de GES à l'échelle mondiale. En complément aux informations sur les émissions de GES présentées dans les premières lignes de cette introduction, il est possible de mentionner que sur la totalité des émissions de GES produites par la consommation d'électricité à l'échelle mondiale, ce sont 34 % qui sont liées au secteur du bâtiment en tenant compte à la fois des émissions opérationnelles et des émissions associées aux matériaux et à la construction (UNEP, 2025, p. 13).

En raison de leur caractère physique, de leur durée de vie particulièrement longue et de leur forte inscription territoriale, les actifs immobiliers sont également directement exposés aux transformations environnementales, réglementaires et économiques associées à la transition climatique. Les décisions d'investissement, de gestion et de rénovation prises aujourd'hui peuvent ainsi influencer la performance et la résilience de ces actifs sur plusieurs décennies. Dans ce contexte, la question de l'intégration des enjeux climatiques et environnementaux dans la gouvernance et la gestion des portefeuilles immobiliers devient progressivement un enjeu central tant pour les investisseurs que pour les autorités publiques et les acteurs du marché immobilier (Eichholtz *et al.*, 2010; Fuerst et McAllister, 2011).

Les investisseurs institutionnels occupent ainsi une position particulière au sein du secteur immobilier en raison de la nature de leurs mandats et de leur horizon d'investissement généralement de long terme. Les fonds de pension, fonds souverains et autres investisseurs institutionnels gèrent en effet des capitaux destinés à couvrir des engagements financiers s'étendant sur plusieurs décennies, ce qui les conduit à privilégier des stratégies d'investissement axées sur la stabilité et la résilience à long terme des actifs (Clark et Monk, 2017, p. 5; Inderst et Stewart, 2014, p. 18).

Cette orientation temporelle influence directement leur approche de l'investissement immobilier. Les immeubles étant par nature des actifs durables dans le temps, dont la durée de vie peut dépasser plusieurs décennies, leur performance financière dépend non seulement des conditions de marché à court terme, mais également de leur capacité à maintenir leur attractivité, leur conformité réglementaire et leur performance opérationnelle dans un environnement économique et institutionnel en évolution. Dans un contexte de transition climatique, cette réalité soulève des enjeux croissants liés à l'obsolescence

potentielle de certains actifs, à l'évolution des normes environnementales, ainsi qu'à l'exposition aux risques physiques associés aux changements climatiques (Bolton *et al.*, 2020; Eichholtz *et al.*, 2010).

Ces transformations contribuent progressivement à redéfinir les paramètres traditionnels d'évaluation et de gestion des actifs immobiliers. Elles soulèvent également des questions relatives au rôle que peuvent jouer les investisseurs institutionnels dans l'intégration de ces nouveaux enjeux au sein de leurs pratiques de gouvernance et de gestion des risques, tant à l'échelle de leurs organisations que dans leur interaction avec les cadres institutionnels et les dynamiques sectorielles dans lesquelles ils s'inscrivent.

Néanmoins, peu d'études sur les stratégies d'investissement des grands propriétaires immobiliers portent sur les façons dont ils prennent en considération les enjeux liés à la lutte contre les changements climatiques et à la préservation de la biodiversité. Pourtant, l'état législatif se resserre sur ces enjeux, tout comme les attentes des différentes parties prenantes (Aziz *et al.*, 2024; Krueger *et al.*, 2020). Ces pressions peuvent pousser ces investisseurs à réaliser des innovations managériales. Ces innovations sont définies ici comme le développement et l'usage de nouvelles approches pour effectuer le travail de gestion; de nouvelles stratégies organisationnelles et de structures; ainsi que de nouveaux processus qui produisent du changement dans les procédures managériales de l'organisation et dans les systèmes administratifs (Birkinshaw *et al.*, 2008; Damanpour et Aravind, 2012; Vaccaro *et al.*, 2012). En outre, certains auteurs, comme Robinson et McIntosh (2022), appellent à produire davantage de connaissances sur le rôle que jouent la forme et l'impact de la gouvernance des grands propriétaires immobiliers dans l'intégration des enjeux ESG en immobilier commercial. Il apparaît donc pertinent d'étudier comment les grands investisseurs en immobilier innovent pour intégrer la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité dans leurs stratégies de gouvernance et de gestion des enjeux ESG.

Cette thèse vise donc à répondre à la question de recherche suivante : comment les grands investisseurs en immobilier innovent-ils pour intégrer la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité dans leurs stratégies de gouvernance et de gestion des enjeux ESG ?

Pour y répondre, cette question sera déclinée en trois sous-questions :

- 1) comment les nouvelles attentes du contexte institutionnel, politique, légal et réglementaire incitent-elles les grands investisseurs en immobilier à s'impliquer dans la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité pour protéger la valeur de leurs investissements à long terme ?
- 2) comment les acteurs immobiliers s'organisent-ils au niveau du secteur pour développer des outils permettant aux grands investisseurs en immobilier de répondre aux nouvelles attentes du contexte

institutionnel, politique, légal et réglementaire en matière de lutte contre les changements climatiques et de protection de la biodiversité ?

3) quelles sont les mesures mises en œuvre et divulguées par les grands investisseurs en immobilier démontrant leur prise en compte des impacts liés à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité dans leur stratégie de gouvernance et de gestion des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ?

Le cadre théorique retenu pour répondre à la problématique de recherche et pour analyser l'adoption et la mise en œuvre de ces innovations, comprend les théories de la gouvernance d'entreprise et plus particulièrement la théorie de l'agence (Alchian et Demsetz, 1972; Jensen et Meckling, 1976), combinées aux théories institutionnelles, plus particulièrement à la théorie néo-institutionnelle sociologique et à l'entrepreneuriat institutionnel (DiMaggio et Powell, 1983; Greenwood *et al.*, 2002; Scott, 2010; Seo et Creed, 2002). Les concepts théoriques de pressions normatives, de relation d'agence et de stratégies d'entrepreneuriat institutionnel sont mis en avant et articulés avec d'autres concepts pertinents tels que l'habilitation, permettant d'approfondir la complexité observée dans l'analyse des données. Cette articulation consiste à mettre en relation la gouvernance d'entreprise des grands investisseurs immobiliers, transigeant sur les marchés à l'échelle internationale, avec le contexte institutionnel particulier dans lequel ils sont ancrés. Cette perspective offre une avenue de recherche potentiellement pertinente pour le champ de la gouvernance et pour la théorie de l'agence, cette dernière étant souvent critiquée pour son manque de contextualisation.

Sur le plan méthodologique, une étude de cas unique enchâssée et longitudinale, s'étendant entre 2015 et 2023, a été menée afin d'analyser les innovations en matière de gouvernance des enjeux ESG chez six investisseurs en immobilier d'envergure mondiale reconnus pour leur leadership (Gagnon, 2011; Gehman *et al.*, 2018; Patton, 1982; Stake, 2008; Yin, 1994, 2009, 2014). Plus précisément, les stratégies narratives, la cartographie visuelle et l'analyse documentaire ont été utilisées (Bowen, 2009; Langley, 1999). Les données analysées couvrent près de 400 documents gouvernementaux, législatifs et réglementaires provenant directement des autorités des juridictions concernées ou de bureaux d'avocats; plus de 450 documents relatifs aux initiatives internationales et transnationales en finance et en immobilier durable récupérés directement auprès de 49 initiatives étudiées, ainsi que 35 documents corporatifs totalisant 4 163 pages, incluant notamment les rapports annuels et les rapports d'investissement responsable (comprenant les rapports TCFD) des organisations étudiées. Ce travail a été conduit en parallèle de trois

stages de recherche réalisés au sein de l'équipe d'investissement durable d'un grand investisseur en immobilier, et des entrevues confirmatoires ont été menées pour vérifier la cohérence du cas.

Le type de thèse monographique a été retenu afin d'examiner en profondeur le présent objet d'étude, de saisir ses spécificités et ses évolutions dans leur complexité, tout en offrant un cadre analytique cohérent pour articuler les dimensions philosophiques, conceptuelles, théoriques et empiriques. L'approche adoptée se structure en trois niveaux d'analyse permettant de couvrir de façon exhaustive les dynamiques sous-jacentes à la problématique (Köhler, 2024; Matten et Moon, 2008). Le premier, de nature macro, porte sur les attentes du contexte institutionnel, politique, légal et réglementaire auxquelles les grands investisseurs en immobilier doivent répondre concernant la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité. Le deuxième, au niveau méso, s'intéresse à l'organisation du secteur immobilier face à ces attentes. Enfin, le troisième, au niveau micro, examine les innovations mises en œuvre par les grands investisseurs en immobilier pour démontrer leur prise en compte des impacts liés à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité dans leurs modes de gouvernance et de gestion des enjeux ESG. Chacun de ces niveaux correspond à une sous-question. Sur cette base, la thèse se structure autour de sept grands chapitres.

Le premier chapitre porte sur la contextualisation de la recherche et le développement de la problématique. Il a pour objectif de présenter une vue d'ensemble des grandes thématiques contextuelles et des éléments de littérature entourant le sujet étudié afin d'asseoir la problématique.

Le deuxième chapitre porte sur les fondements conceptuels et théoriques. Dans un premier temps, cette partie propose un panorama de trois concepts indispensables à la bonne compréhension de la présente étude, à savoir le bâtiment durable, les enjeux ESG (avec un accent particulier sur la dimension environnementale) et l'innovation managériale. Dans un deuxième temps, un aperçu des théories de la gouvernance d'entreprise est présenté, avec une emphase particulière sur la théorie de l'agence. Enfin, une synthèse des théories institutionnelles est présentée, accordant une attention particulière aux théories néo-institutionnelle et à l'entrepreneuriat institutionnel, afin de faire émerger les liens possibles avec la théorie de l'agence. L'articulation entre les concepts utilisés est finalement présentée.

Le troisième chapitre décrit le cadre méthodologique. Il présente d'abord l'approche en philosophie des sciences adoptée, puis l'approche méthodologique, avant de détailler la démarche de recherche.

Le quatrième chapitre traite de la première sous-question en étudiant le niveau macro, soit le cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire de neuf juridictions. Il s'agit de l'Union européenne, du Royaume-Uni, de la Norvège, des États-Unis, du Canada, du Japon, de Singapour, de l'Australie et de la

Nouvelle-Zélande. De plus, certaines grandes villes de ces juridictions sont aussi analysées. Le cinquième chapitre aborde la deuxième sous-question en analysant le niveau méso, c'est-à-dire le niveau industriel. Il analyse les 49 initiatives internationales et transnationales majeures dans le domaine du bâtiment et de l'immobilier durable ainsi que leurs outils.

Le sixième chapitre répond à la dernière sous-question en analysant, au niveau micro, les stratégies mises en place par les grands investisseurs en immobilier. Six investisseurs *leaders* sont étudiés à travers trois régions géographiques. Il s'agit d'APG et de NBIM en Europe, de CalSTRS et de NYSCRF aux États-Unis et enfin de la Caisse de dépôt et de placement du Québec (CDPQ¹) et d'Investissements RPC au Canada.

Le septième et dernier chapitre vise à mettre en relation les différents résultats obtenus des sous-questions, pour discuter de la dynamique émergente et répondre à la question principale de cette thèse.

¹ La CDPQ a changé de nom peu avant la publication de cette thèse et s'appelle désormais La Caisse. Néanmoins, afin de rester fidèle au contexte de la période étudiée et aux documents consultés, nous emploierons le terme CDPQ.

CHAPITRE 1

PROBLÉMATISATION DE LA RECHERCHE

Cette thèse vise à analyser le développement des innovations liées à l'intégration de la lutte contre les changements climatiques et de la protection de la biodiversité dans les stratégies de gouvernance et de gestion des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) des grands investisseurs leaders en immobilier. Pour les fins de cette recherche, on entend par innovations, des innovations managériales telles que la mise au point de nouvelles approches ou stratégies et de nouveaux processus menant à des changements aux procédures managériales et au système administratif (Birkinshaw *et al.*, 2008; Damanpour et Aravind, 2012; Vaccaro *et al.*, 2012). On entend aussi par investisseur leader, ces grands investisseurs en immobilier qui, du fait de leur taille considérable, représentent des leaders de marché capables d'influencer les pratiques de gouvernance, d'investissement et de gestion des différents acteurs du secteur immobilier à l'échelle mondiale.

La question qui se pose dès lors est la suivante : pourquoi s'intéresser spécifiquement aux modes de gouvernance et de gestion des enjeux ESG des grands investisseurs en immobilier en matière de lutte contre les changements climatiques et de protection de la biodiversité ? Ce premier chapitre répond à cette question en développant et en justifiant l'intérêt de cette problématique de recherche. Pour ce faire, les enjeux contextuels mondiaux en matière de développement durable sont d'abord soulignés, puis l'importance du secteur immobilier dans ce contexte est ensuite mise en évidence pour enfin formuler les questions et les sous-questions de recherche qui permettent de répondre à la problématique principale et de structurer l'ensemble de la thèse.

1.1 Enjeux contextuels mondiaux en matière de développement durable

Les enjeux mondiaux en matière de développement durable sont nombreux et complexes. Ce concept dynamique, en constante évolution, se compose de différentes facettes qui méritent d'être comprises dans leurs imbrications mutuelles. La première partie de ce chapitre propose ainsi un tour d'horizon de ces enjeux, afin d'en saisir les éléments principaux et de comprendre les dynamiques d'interaction qu'ils impliquent sur le plan de l'investissement et de la gestion des actifs.

1.1.1 Le développement durable

Les grands enjeux du 21^e siècle auxquels l'humanité doit faire face sont considérables et il devient de plus en plus urgent d'y répondre, tant par des mesures d'atténuation que par des projets d'adaptation (GIEC, 2022a). Les grands défis sont définis comme : « des problèmes sociaux et environnementaux massifs qui transcendent les frontières nationales [...] et qui ont des effets potentiels ou réels négatifs sur un grand nombre de personnes, de communautés et sur la planète dans son ensemble » (Voegtlin *et al.*, 2022). Ces grands enjeux environnementaux visent les changements climatiques et la hausse des températures globales, la perte de biodiversité et l'extinction des espèces, la déforestation et la dégradation des sols, la pollution de l'air, de l'eau et des sols ou encore l'épuisement des ressources naturelles. Au-delà des enjeux environnementaux, ces grands défis incluent également des enjeux sociaux (pauvreté et faim dans le monde, santé publique, accès à l'éducation, mais aussi inégalités de genre, raciales ou sociales) et économiques (crises financières, sécurité énergétique et alimentaire, transformation numérique, développement durable des entreprises, etc.). Ces enjeux sont caractérisés par leur complexité, leur portée transversale et leur difficulté de résolution (Danner-Schröder *et al.*, 2025).

Plusieurs conférences internationales, qui ont donné lieu à des rapports et à des accords majeurs, ont incité les différents acteurs, notamment les acteurs gouvernementaux, à considérer les préoccupations liées au développement durable. Parmi celles-ci, on peut citer le Sommet de la Terre de Stockholm, organisé par l'Organisation des Nations unies (ONU) en 1972, qui a conduit à la commande d'un rapport s'intéressant aux impacts de l'activité humaine sur les écosystèmes. Ce rapport, intitulé « *Our Common Future* », plus connu sous le nom de Rapport Brundtland, a été présenté vingt ans plus tard lors du Sommet de la Terre de Rio en 1992. Le verdict est sans appel, puisque ce rapport établit une reconnaissance internationale et sérieuse de l'impact négatif des activités humaines sur les écosystèmes de la planète (UN, 1987, p. 24). Pour remédier à ce déséquilibre créé par l'activité humaine, le concept de développement durable est alors officiellement formulé et se définit de la manière suivante :

Sustainable development is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs. It contains within it two key concepts: the concept of 'needs', in particular the essential needs of the world's poor, to which overriding priority should be given; and the idea of limitations imposed by the state of technology and social organization on the environment's ability to meet present and future needs. (UN, 1987, p. 54)

Ce point de départ dans l'élaboration du concept se présente comme une définition large, qui a été mieux conceptualisée et précisée par la suite. L'évolution de cette définition s'est notamment opérée à travers l'intégration indissociable des dimensions sociales, environnementales et économiques dans les différentes conceptualisations du développement durable (Figure 1.1)(Purvis *et al.*, 2019).

Ces trois dimensions ont été traduites en termes plus concrets grâce à des objectifs intégrés à un cadre de référence. L'exemple le plus récent est le référentiel des Objectifs de développement durable (ODD) de l'ONU. Proposés en 2015 dans le cadre de l'Agenda 2030, les 17 objectifs de ce référentiel sont interconnectés et traitent d'enjeux sociaux, économiques et environnementaux, en établissant des cibles à atteindre d'ici 2030 (ONU, 2023). Ces objectifs et leurs cibles ont été adoptés par les 192 États membres de l'ONU et constituent ainsi une base solide à partir de laquelle ont émergé de nombreux travaux gouvernementaux, organisationnels, etc.

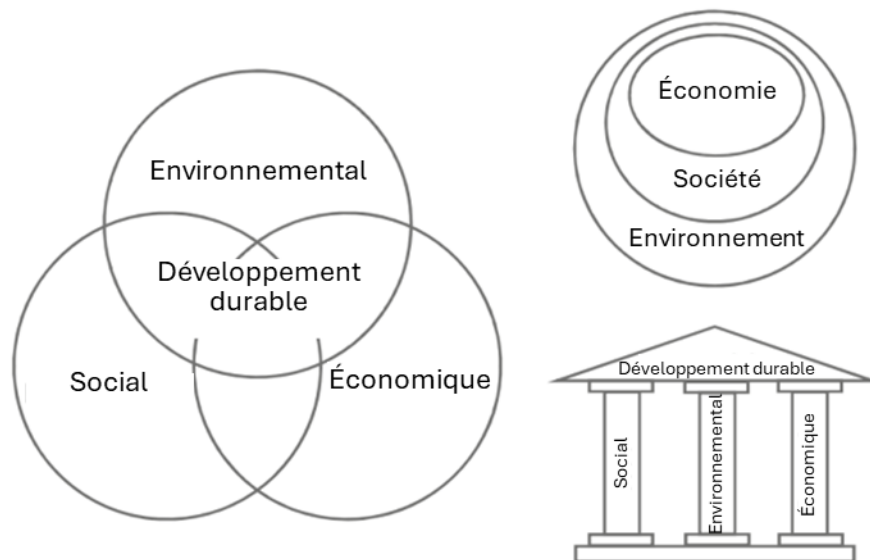


Figure 1.1 : Les différentes conceptualisations des dimensions du développement durable. Adapté de Purvis *et al.* (2019) sous licence *Creative Commons* 4.0 (CC BY 4.0)

Cependant, malgré les divers efforts déployés à la suite du Rapport Brundtland pour définir une marche à suivre en matière de développement durable, le portrait de l'avenir de la vie sur Terre reste, 35 ans plus

tard, malheureusement sombre. En 2022, à l’occasion du sommet *Stockholm +50*, organisé pour faire le point sur la précédente conférence internationale à l’origine du Rapport Brundtland, l’ONU écrivait ainsi : *Despite some progress, efforts to meet the commitments to limit environmental damage have largely failed* (UNEP et UNEMG, 2022, p. 2). L’urgence environnementale demeure pourtant criante, notamment en ce qui concerne les changements climatiques et la protection de la biodiversité.

1.1.2 Les changements climatiques et la biodiversité

Chacun des ODD revêt une importance particulière et contribue, de manière complémentaire, à la réalisation d’un développement durable global. Néanmoins, le Centre de résilience de l’Université de Stockholm considère, dans son modèle *SDG wedding cake*, que la biosphère – que l’on peut rapprocher de la dimension environnementale – constitue le socle sur lequel reposent les dimensions sociales et économiques (Figure 1.2).

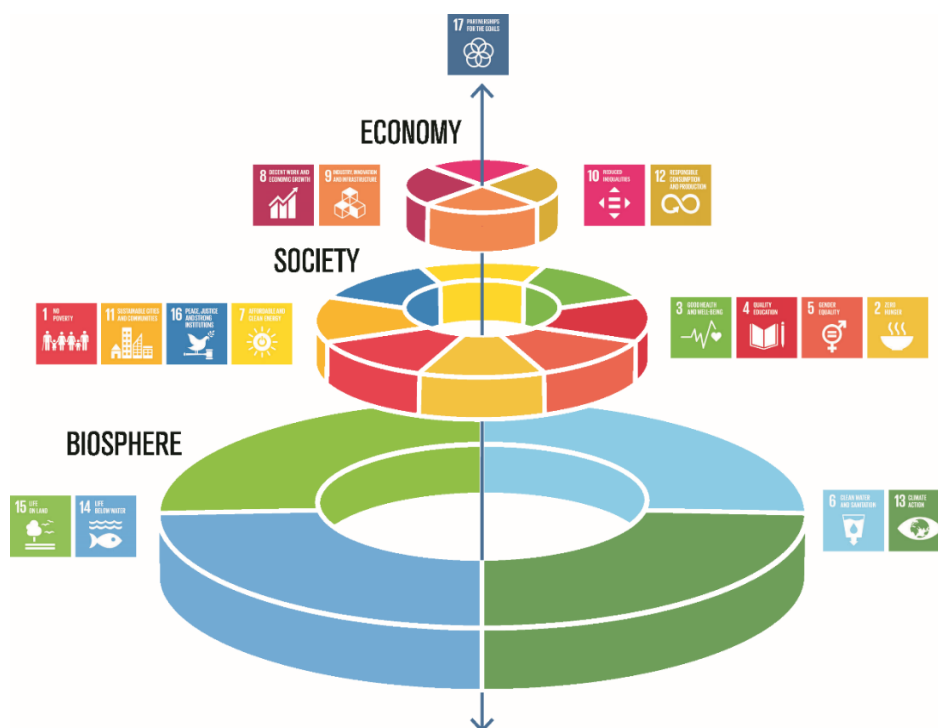


Figure 1.2 : The SDG Wedding Cake. Reproduit de Azote for Stockholm Resilience Centre et Stockholm University (2016) sous licence *Creative Commons* 3.0 (CC BY-ND 3.0.)

La biosphère comprend les ODD 13 (changements climatiques), 14 (vie aquatique), 15 (vie terrestre) et 6 (eau propre et assainissement). Les changements climatiques et la protection de la biodiversité jouent

ainsi un rôle vital pour répondre aux grands enjeux du 21^e siècle. Depuis quelques années, les changements climatiques font l'objet d'une attention croissante de la part des gouvernements et des organisations internationales. L'Accord de Kyoto en 1997 ou l'Accord de Paris en 2015 témoignent de cet engagement en faveur de la limitation des changements climatiques. Bien que les enjeux relatifs aux changements climatiques ne se résument pas à l'augmentation des concentrations de GES produits par l'activité humaine dans l'atmosphère, ces émissions ne sont pas négligeables et représentent la principale source du réchauffement planétaire. Or, la production de GES continue d'augmenter et une grande partie de cette évolution est attribuable aux zones urbaines (GIEC, 2022a, p. 8). En outre, certaines études montrent que si la tendance actuelle des émissions de GES continue, le produit intérieur brut (PIB) mondial pourrait chuter de 11 à 14 % (Swiss RE Institute, 2021, p. 1). De plus, une étude de la Commission européenne basée sur des tests de résistance montre que les banques pourraient subir des pertes comprises entre 0,6 et 1 % de leur portefeuille total sur huit ans en raison des risques climatiques (CE, 2024, p. 5).

La combinaison des ODD 14, 15 et 6, qui représentent respectivement la vie aquatique, la vie terrestre ainsi que l'eau propre et l'assainissement, met quant à elle en lumière les enjeux entourant la protection de la biodiversité. Celle-ci se définit comme l'ensemble des êtres vivants ainsi que les écosystèmes dans lesquels ils vivent comprenant les interactions des espèces entre elles et avec leurs milieux (OFB, 2023). Pour autant, la biodiversité est en déclin constant. Il est estimé qu'environ 10 % des espèces de poissons, 25 % des espèces de mammifères et 35 % des espèces de conifères sont aujourd'hui menacées (IPBES, 2019b, p. 26). Selon le Programme des Nations Unies pour l'Environnement (PNUE), les impacts de la disparition des pollinisateurs sauvages, de la surexploitation des ressources halieutiques et de la déforestation des forêts tropicales – qui ne constituent pourtant qu'une fraction des services écosystémiques – pourraient réduire le PIB mondial d'environ 2 700 milliards \$ US par an d'ici 2030 (Paxton, 2023).

Ces éléments montrent que la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité ne relèvent pas simplement d'une volonté idéologique de « sauver la nature ». Ils rappellent plutôt que l'être humain, et l'ensemble des systèmes sociaux et économiques qu'il a construits, font partie intégrante de la biosphère et en dépendent. Le secteur financier n'est pas exempt de ces risques, puisque ces deux facteurs sont désormais considérés comme une menace réelle à la stabilité du secteur (Kedward *et al.*, 2022). Ainsi, la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité apparaissent comme des enjeux capitaux pour répondre aux grands enjeux du 21^e siècle et il devient urgent de les

intégrer pleinement dans la conception et la gestion des activités humaines. C'est la raison pour laquelle ces deux éléments constituent deux axes centraux de la présente thèse.

1.1.3 Illustration des impacts systémiques des changements climatiques et de la perte de biodiversité

La biosphère, influencée en grande partie par les changements climatiques et la perte de la biodiversité, représente le fondement sur lequel repose la société et l'économie. Cela ne signifie pas qu'une biosphère en bonne santé suffise, à elle seule, à assurer le bon fonctionnement d'une société et d'une économie, mais, plutôt que sans une biosphère préservée, il n'est pas envisageable d'atteindre une société et une économie à la fois fonctionnelles et justes. Pour mieux saisir la relation d'interdépendance régissant ces trois dimensions environnementales, sociales et économiques, un exercice de réflexion basé sur les ODD est proposé afin d'en illustrer les interactions. Sans prétendre à l'exhaustivité, cet exercice offre un aperçu de la dynamique globale dans laquelle ces trois dimensions s'inscrivent. À lui seul, un tel travail pourrait d'ailleurs faire l'objet d'une thèse à part entière.

Il faut commencer par souligner que les effets des changements climatiques s'accroissent et risquent de s'amplifier au fil du temps. Ces effets se manifestent notamment par une intensité accrue et une fréquence plus récurrente des phénomènes météorologiques extrêmes (sécheresses, inondations, vents, variation de température, etc.) qui menacent directement les individus. Ces phénomènes peuvent, par exemple, détruire les cultures et entraîner, par l'entremise du mécanisme de l'offre et de la demande, une hausse du prix des denrées de base (céréales, légumes, etc.). Dans ce contexte, les ODD 1 (pas de pauvreté), 2 (faim « Zéro ») et 3 (bonne santé et bien-être) apparaissent particulièrement vulnérables.

En milieu urbain, ces phénomènes peuvent provoquer des inondations, endommager les toitures et accentuer la formation d'îlots de chaleur. S'ils surviennent fréquemment, ils peuvent profondément perturber l'activité humaine en limitant les déplacements, en aggravant les pertes humaines et financières, et en accentuant la demande en énergie. Dans ce contexte, les ODD 3 (bonne santé et bien-être), 7 (énergie propre et d'un coût abordable) et 11 (villes et communautés durables) sont sévèrement affectés.

De surcroît, la baisse de productivité agricole entraîne inévitablement une insécurité alimentaire, laquelle se répercute sur la santé et la productivité des individus en raison du déclin de leur bien-être et de leurs capacités physiques. Cette situation s'aggrave lorsque la chaleur réduit leur capacité de concentration, ou encore lorsque la fumée des mégafeux de forêt accroît l'incidence des maladies respiratoires. Ces effets,

à leur tour, génèrent une hausse des coûts liés aux traitements médicaux, coûts assumés par les individus souscrivant à des assurances ou bien par les gouvernements selon le fonctionnement des systèmes de santé. Poussé à l'extrême, ce raisonnement met en lumière la forte interdépendance des ODD.

Le déclin de la biodiversité constitue également un enjeu central. Ainsi, le rôle des pollinisateurs dans la reproduction de la flore, ou encore celui des bactéries présentes dans le sol permettant le cycle de l'azote sont vitaux pour l'agriculture. En milieu urbain, la perte de biodiversité liée à la minéralisation et à l'imperméabilisation des sols accentue quant à elle les effets des vagues de chaleur et des inondations.

Dans la réalité, ces effets en chaîne risquent de provoquer des perturbations majeures. Il est anticipé que les conséquences des changements climatiques engendreront l'apparition de 216 millions de réfugiés climatiques d'ici 2050 (Clement *et al.*, 2021). À cette échéance, l'Afrique subsaharienne pourrait compter jusqu'à 86 millions de migrants climatiques internes, l'Asie de l'Est et le Pacifique 49 millions, l'Asie du Sud 40 millions, l'Afrique du Nord 19 millions, l'Amérique latine 17 millions et enfin l'Europe orientale et l'Asie centrale 5 millions. De surcroît, ces mouvements de population, en particulier lorsqu'ils surviennent d'un pays à un autre, pourraient générer de fortes tensions politiques, sociales et économiques.

Les changements climatiques affectent aussi directement la santé humaine. Selon *The Lancet*, l'élévation de la température mondiale de 1,2°C depuis le début de l'ère préindustrielle a provoqué le décès de 296 000 personnes en 2018 (Watts *et al.*, 2021). Par ailleurs, les émissions de particules fines issues de la combustion d'énergies fossiles ont été responsables de près de 3 millions de décès la même année.

En ce qui a trait à la protection de la biodiversité, la dégradation des sols a entraîné une baisse estimée à 23 % de la productivité agricole, tandis que la perte des pollinisateurs mettrait en péril entre 235 et 577 milliards \$ US de production agricole annuelle mondiale (IPBES, 2019b, p. 11). Sur le plan sanitaire, un exemple frappant de la perte de biodiversité est celui de la recrudescence des maladies infectieuses émergentes, dont 75 % sont des zoonoses, comme la COVID-19. Ces maladies sont liées à l'utilisation et à la gestion du territoire par les humains, qui entraînent l'élimination des barrières naturelles entre populations humaines et espèces sauvages (UNEP, 2020, p. 1).

Ainsi, les impacts de l'activité humaine telle qu'elle est menée depuis plusieurs décennies sont considérables et leurs effets commencent à se faire sentir. Avec une population mondiale estimée à

9,7 milliards d'individus en 2050 et un pic à 10,4 milliards en 2080 (UNDESA, 2022, p. i), la pression exercée sur la biosphère ne pourra que s'intensifier.

Bien qu'elles n'occupent que 2 % des terres, les villes jouent un rôle central dans la lutte contre les changements climatiques et dans la protection de la biodiversité. En effet, malgré leur faible empreinte géographique, les villes génèrent environ 70 % des émissions mondiales de GES (UN - Habitat, 2022, p. 5). Cette part devrait encore croître, puisque l'urbanisation s'accélère avec l'augmentation de la population mondiale. Alors que la population de citoyens ne représentait que 55 % de la population mondiale en 2018, cette proportion atteindra 68 % en 2050 (UNDESA, 2018, p. xix). Or, cette expansion urbaine est directement associée à une perte accrue de biodiversité (Seto *et al.*, 2012). Par conséquent, il devient urgent de repenser le développement des milieux urbains afin de les rendre plus durables, de manière à accueillir convenablement la population croissante tout en répondant aux enjeux soulevés par les changements climatiques et la perte de la biodiversité. Dans ce contexte, le secteur de l'immobilier, dans son ensemble, apparaît comme une piste de solution prometteuse.

1.2 L'immobilier, pilier du contexte international en développement durable

Après avoir abordé le concept du développement durable dans la première partie, cette deuxième partie examine la place particulière qu'occupe le secteur de l'immobilier face aux enjeux relatifs à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité.

1.2.1 L'immobilier et les Objectifs de développement durable (ODD)

Les impacts sociaux et économiques du secteur immobilier sont multiples. Parmi les enjeux sociaux de ce secteur figure la répartition des services hébergés au sein des immeubles, dont une planification inadéquate peut conduire à des déserts éducatifs ou alimentaires (Bergeron et Robitaille, 2013). Y figurent aussi les diverses nuisances générées par les bâtiments tout au long de leur cycle de vie (Kylili *et al.*, 2017). Par exemple, leur conception et leur gestion conditionnent le bien-être, l'activité et la productivité des occupants (Pearce, 2017; Sicotte *et al.*, 2019) et la qualité de l'air intérieur, reconnue comme un facteur responsable de 6 % des décès dans les pays en développement (WGBC, 2020a, p. 14-15).

En ce qui concerne les impacts sur la biosphère – qui inclut donc les changements climatiques et la perte de biodiversité – le secteur immobilier serait responsable de 21 % des émissions mondiales de GES, de 31 % de la demande finale en énergie et de 18 % de la demande en électricité (GIEC, 2022a, p. 955). Le secteur

consommerait par ailleurs 45 à 50 % des ressources naturelles, 25 % de l'eau et générerait 45 % des déchets (Baharetha *et al.*, 2013; WGBC, 2020a, p. 14-15; WSP, 2024). Ces chiffres considérables s'inscrivent dans une tendance à la hausse. Entre 1990 et 2019, les émissions de GES du secteur immobilier ont augmenté de 50 %, la demande en énergie de 38 % et celle en électricité de 161 % (GIEC, 2022a, p. 955), tandis que le stock mondial d'immeubles devrait doubler d'ici 2060 (WGBC, 2021a, p. 12). L'interdépendance profonde entre les changements climatiques et la biodiversité (García *et al.*, 2018; Pettrelli *et al.*, 2021; Pires *et al.*, 2018) fait en sorte que les caractéristiques de ces facteurs impactent profondément les deux enjeux.

En matière de changements climatiques, les émissions de GES et la consommation énergétique du secteur du bâtiment contribuent significativement au réchauffement planétaire, entraînant des modifications de précipitations, de températures et du niveau des eaux qui affectent la biodiversité terrestre et aquatique (Singh *et al.*, 2014, p. V). L'environnement bâti constitue ainsi l'un des premiers facteurs de dégradation environnementale et de perte de biodiversité à l'échelle mondiale (Irwin et Geschke, 2023).

Outre ces impacts indirects, le bâti affecte directement la biodiversité. Certaines espèces animales et végétales dépendent du bâti pour leur survie (Gunnell *et al.*, 2019, p. 1). Certaines espèces d'oiseaux se sont adaptées aux structures bâties pour la nidification, dont la protection est cruciale (Gunnell *et al.*, 2019, p. 5). Or, la conception moderne des bâtiments réduit les opportunités de nidification, alors que les façades vitrées causent la mort de plusieurs milliards d'oiseaux tous les ans (Gunnell *et al.*, 2019, p. 6; Klem Jr, 2025). À grande échelle, le cadre bâti engendre une fragmentation et une perte de l'habitat naturel (Antrop, 2000; McKinney, 2002; Opoku, 2019), processus accentué par l'empiètement des bâtiments sur les espaces naturels et l'extraction minière nécessaire à leur construction (de Lima Filho *et al.*, 2021).

Il est important de mentionner que les immeubles existants constituent une priorité d'action, puisque seuls 1 à 2 % du parc bâti est renouvelé chaque année (Banister et Hickman, 2006). En outre, l'intégration d'espaces verts dans les milieux urbains est primordiale pour maintenir la biodiversité et favoriser la connexion des individus avec la nature (Firth *et al.*, 2014; Lepczyk *et al.*, 2017). Tout comme les immeubles décarbonés contribuent à la réduction des émissions de GES, porter une attention particulière à la biodiversité dans l'environnement urbain représente une réelle opportunité pour améliorer la qualité de vie pour tous (SIDA, 2016, p. 1) et générer des bénéfices sociaux, économiques et environnementaux s'étendant au-delà de la simple protection des espèces et de leurs habitats naturels (Opoku, 2019).

Le secteur immobilier exerce donc un impact important sur la société, l'économie et l'environnement, ce qui en fait un vecteur potentiel d'atténuation considérable, à condition qu'un intérêt sérieux lui soit accordé. Ce secteur apparaît ainsi comme un levier majeur pour l'atteinte des ODD :

In modeled global scenarios, existing buildings, if retrofitted, and buildings yet to be built, are projected to approach net zero GHG emissions in 2050 if policy packages, which combine ambitious sufficiency, efficiency, and renewable energy measures, are effectively implemented and barriers to decarbonization are removed. Low ambitious policies increase the risk of lock-in buildings in carbon for decades while well-designed and effectively implemented mitigation interventions, in both new buildings and existing ones if retrofitted, have significant potential to contribute to achieving SDGs in all regions while adapting buildings to future climate. (high confidence) (GIEC, 2022a, p. 31).

Le secteur de l'immobilier pourrait notamment permettre aux pays développés et en voie de développement d'atteindre respectivement 90 % et 80 % de leurs cibles de réduction des émissions de GES, de sortir 2,8 milliards d'individus de la pauvreté énergétique dans les pays en développement, ou encore d'éviter un nombre significatif de décès prématurés liés à la mauvaise qualité de l'air (GIEC, 2022a, p. 999). Ces actions pourraient également contribuer à la création de richesse, puisqu'il est estimé que la valeur des immeubles décarbonés – ayant pour effet de limiter leurs impacts sur le changement climatique – dans les pays développés pourrait être jusqu'à 28 % supérieure à celle des immeubles conventionnels, tout en générant un grand nombre d'emplois (GIEC, 2022a, p. 999). Par conséquent, le secteur immobilier constitue un vecteur déterminant pour soutenir le développement durable.

1.2.2 Les grands investisseurs en immobilier

Les faits présentés montrent l'importance stratégique du secteur immobilier dans la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité. Néanmoins, les acteurs de ce secteur sont nombreux et se répartissent en plusieurs catégories principales, soit les utilisateurs, les propriétaires, les réalisateurs, les financeurs, les acteurs « accompagnants » et les acteurs du digital (Amsellem *et al.*, 2021). Parmi les propriétaires, on distingue d'une part les particuliers et d'autre part les investisseurs. Ces derniers occupent une position clé puisque, comme le soulignent Amsellem *et al.* (2021, p. 44) « Les investisseurs représentent un maillon fondamental de la « chaîne immobilière », sans lequel une grande partie des constructions, restructurations ou transformations en un autre usage ne pourrait avoir lieu ».

Les investisseurs en immobilier poursuivent deux objectifs principaux. Le premier vise à acquérir des propriétés afin de générer un flux de revenus découlant de l'exploitation de biens productifs sur une

période donnée, par exemple en louant des espaces. Le second consiste à tirer des bénéfices issus de l'augmentation de la valeur des actifs au fil du temps, soit les plus-values correspondant à la différence positive entre le prix d'achat et le prix de revente d'un actif (Manganelli, 2015). En tant que propriétaires, les investisseurs déterminent ainsi, en cohérence avec leur stratégie, le positionnement de chaque actif, définissent les travaux nécessaires pour atteindre ce positionnement et assument la responsabilité de la conservation ainsi que de l'entretien de l'immeuble.

Contrairement aux titres financiers, qui sont homogènes, liquides et présentent de faibles coûts de transactions, l'investissement immobilier se distingue par la singularité de chaque actif, caractérisé par son emplacement, ses caractéristiques physiques et ses conditions d'occupation (Charpentier *et al.*, 2021). Malgré ces spécificités de l'investissement en immobilier, qui impliquent de disposer de ressources et d'expertises spécifiques même lorsque les actifs sont détenus via d'autres véhicules d'investissement, le secteur de l'investissement immobilier demeure en forte croissance. Entre 2019 et 2022, le marché de l'immobilier commercial a ainsi progressé de 14,4 %, atteignant 50 800 milliards \$ US en 2022. À titre de comparaison, le marché de l'or est quatre fois moins important (Tostevin et Rushton, 2023).

Certaines organisations possèdent aussi une envergure plus importante que d'autres. Le groupe PERE a classé les 100 plus grands propriétaires d'actifs immobiliers au niveau mondial. À eux seuls, les 25 premiers investisseurs en immobilier cumulent 990,3 milliards \$ US d'actifs immobiliers sous gestion (PERE, 2023). Ces investisseurs d'envergure, qualifiés de grands investisseurs en immobilier, regroupent des fonds de pension, des fonds souverains, des compagnies d'assurance ainsi que d'autres détenteurs de capitaux institutionnels. Il convient également de mentionner que 17 de ces 25 investisseurs sont européens ou nord-américains. Ces données sont corroborées par *IPE Real Asset* également (IPE Real Asset, 2022).

Les grands investisseurs en immobilier, du fait de leur taille considérable, représentent des leaders de marché capables d'influencer les pratiques de gouvernance, d'investissement et de gestion des différents acteurs du secteur immobilier à l'échelle mondiale. Bien qu'ils soient parfois contraints de respecter certaines règles par le cadre politique, légal et réglementaire dans lequel ils évoluent (*hard law*), ce n'est pas systématiquement le cas. Certains grands investisseurs en immobilier ont adhéré volontairement à des initiatives sectorielles locales, régionales ou internationales (*soft law*). Toutefois, il importe de mentionner que ces notions de *hard law* et de *soft law* ne sont pas nécessairement opposées, car elles

interagissent et renforcent mutuellement leur légitimité, notamment dans le domaine du développement durable (Schrempf-Stirling et Wettstein, 2023).

En outre, les avancées en sciences climatique et biologique permettent de mieux comprendre les effets des bâtiments sur la lutte contre les changements climatiques et sur la protection de la biodiversité. Ces progrès ont aussi mis en lumière les différents risques que ces changements font peser sur les investisseurs en immobilier et leurs actifs. Qu'ils soient désignés sous le terme de risques environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ou par une autre terminologie, le constat reste le même. À titre d'exemple, les recherches scientifiques indiquent que les risques liés aux changements climatiques et à la perte de biodiversité sont matériels (ex. French, 2020; Giglio *et al.*, 2023; Sayce *et al.*, 2022), dans la mesure où ils peuvent influencer les activités de l'organisation et, par conséquent, le jugement d'une personne raisonnable se fondant sur leurs documents financiers (Messier Jr *et al.*, 2005; OCDE, 2023, p. 45).

La définition de la matérialité exposée précédemment correspond à une vision traditionnelle de la divulgation, qualifiée de « simple matérialité » ou « matérialité financière » (Belidan et Baghdad, 2024; Khamisu et Paluri, 2024; Mezzanotte, 2023). Cependant, il existe également un concept de matérialité plus spécifique associé au développement durable, désigné sous le terme de « matérialité d'impact », qui associée à la matérialité financière, forme la double matérialité (Belidan et Baghdad, 2024; Khamisu et Paluri, 2024; Mezzanotte, 2023). La double matérialité concerne dès lors toute information raisonnablement capable d'influencer les conclusions relatives aux : 1) parties prenantes, en ce qui a trait aux impacts positifs et négatifs des organisations sur l'atteinte des ODD; et 2) porteurs de capitaux, en particulier quant à la capacité de l'organisation à créer de la valeur sur le long terme, tant pour elle-même que pour la société (Adams *et al.*, 2020). Cette définition de la double matérialité inclut celle de la simple matérialité et y ajoute une dimension temporelle de long terme ainsi que l'évaluation des impacts générés par les activités de l'organisation.

Dans ce contexte, les grands investisseurs en immobilier se positionnent pour demeurer en mesure de générer des revenus ou des gains en capital à partir des actifs qu'ils détiennent. Afin de préserver la valeur à long terme de ces actifs, ils n'ont dès lors guère d'autres choix que de considérer ces risques matériels, ce qui explique leur importance croissante sur les marchés internationaux d'investissement en immobilier (Newell et Marzuki, 2022). Les investisseurs intégrant ces facteurs peuvent être qualifiés d'investisseurs durables s'ils adoptent une approche active, une vision long terme et la considération d'aspects non

financiers (Velte et Obermann, 2020). Cependant, comme il n'existe pas de pratiques normalisées préétablies pour considérer ces enjeux dans leurs pratiques, ils doivent innover. Ces innovations managériales consistent en l'élaboration de nouvelles approches, stratégies et processus résultant en un changement des procédures managériales et du système administratif (Birkinshaw *et al.*, 2008; Damanpour et Aravind, 2012; Vaccaro *et al.*, 2012). Elles doivent être menées de manière prudente, car bien qu'elles aient pour objectif de répondre aux pressions institutionnelles émergentes, l'organisation doit continuer à se conformer aux contraintes déjà établies (Arndt et Bigelow, 2000).

Au-delà du marché, diverses pressions et attentes incitent les investisseurs à divulguer les informations dans le cadre de la double matérialité. Les pressions exercées proviennent notamment des parties prenantes, des enjeux de légitimité, d'isomorphisme et des gouvernements (Aragón-Correa *et al.*, 2020; Buysse et Verbeke, 2003; Delmas et Montes-Sancho, 2011; Gradillas *et al.*, 2021; Haveman, 1993; Kennedy et Fiss, 2009; Kock *et al.*, 2012; Marcus et Fremeth, 2009; Scott, 2013; Tolbert et Zucker, 1983).

La notion de matérialité constitue le fondement de la divulgation d'information exigée par la plupart des cadres réglementaires occidentaux (OCDE, 2023). Ces informations doivent être intégrées aux rapports annuels de gestion qui accompagnent la divulgation des états financiers audités des sociétés à capital-actions ouvert et des fonds d'investissement. Au-delà des exigences réglementaires, plusieurs organisations choisissent de divulguer aussi ces informations de manière volontaire pour répondre aux attentes des acteurs du marché (Chiang *et al.*, 2019; Feng, Zifeng et Wu, 2021; OCDE, 2023).

Cependant, l'intégration des facteurs ESG en investissement doit se faire de manière prudente, car son utilité est parfois remise en question à cause notamment de la subjectivité des facteurs ESG, du manque de comparaison dans l'ensemble, de sa capacité à détourner l'attention d'autres sujets importants ou encore de leur utilisation davantage comme signal que comme action (Amel-Zadeh et Serafeim, 2018; Friede, 2019; Friede *et al.*, 2015; Kapil et Rawal, 2023). Ces différents enjeux soulèvent bien sûr la question de l'écoblanchiment pouvant affecter notamment la prise de décision de ces investisseurs (Kapil et Rawal, 2023; Yu *et al.*, 2020). Ces facteurs sont étroitement liés à la notion de matérialité ESG. Toutefois, la littérature met en évidence l'absence d'un référentiel commun permettant d'en assurer une définition et une opérationnalisation homogènes, ainsi que des pratiques de divulgation encore imparfaites, marquées notamment par une tendance à sous-divulguer sur les enjeux réellement matériels (Amel-Zadeh et Serafeim, 2018; Christensen, H. B. *et al.*, 2021; Font *et al.*, 2016; Khamisu et Paluri, 2025). Dans un contexte

de transformation des cadres institutionnels liés aux enjeux climatiques et de biodiversité, les investisseurs institutionnels en immobilier sont confrontés à la nécessité d'intégrer ces risques émergents dans leurs pratiques de gouvernance et de gestion.

Ainsi, qu'elle soit de manière volontaire ou non, toute information divulguée par les organisations dans le cadre de leurs différentes obligations de reddition de comptes et de divulgation peut faire l'objet de questionnements de la part des acteurs de la société civile, qu'il s'agisse des gouvernements, des villes, des citoyens, ou encore des actionnaires. Or, si ces informations ne sont pas fiables et rigoureuses, les divers acteurs et parties prenantes de l'entreprise peuvent poursuivre en justice l'organisation qui les a divulguées et ses responsables en invoquant de fausses représentations ou des informations non fondées, à l'instar des pratiques telles que l'écoblanchiment. Si l'entreprise contrevient à des dispositions légales ou réglementaires, elle peut aussi engager sa responsabilité civile, pénale, voire même criminelle, et être tenue d'apporter correctifs et de payer des pénalités ou des amendes. La rigueur et la véracité des informations divulguées dans les rapports de l'entreprise soulèvent donc de nouveaux risques juridiques importants, comme le soulignent Aguiar et Bandy (2022) « *Companies should carefully manage their ESG-related initiatives, performance and disclosures* ».

Le concept de matérialité étant dynamique, la divulgation de ces éléments n'est pas une tâche aisée. Au fur et à mesure des avancées des connaissances scientifiques, certains faits qui n'étaient alors pas réputés matériels le deviennent, c'est notamment le cas pour le climat (Krueger *et al.*, 2020). Si l'intégration de ces enjeux doit s'opérer à différents niveaux organisationnels, la gouvernance occupe une place centrale (Shrivastava et Addas, 2014). Pour répondre aux attentes de leurs diverses parties prenantes (Brooks et McArthur, 2019), les grands investisseurs en immobilier doivent démontrer qu'ils ont adopté une stratégie de gouvernance cohérente. Celle-ci inclut de bonnes pratiques de gestion des enjeux ESG et se traduit tant dans le choix des actifs dans lesquels ils investissent que dans les pratiques adoptées pour les gérer. L'objectif est de démontrer que leur organisation a non seulement amorcé un virage durable, mais est également capable de gérer les risques sociaux, environnementaux et économiques associés à leurs propriétés, et ce, tout au long du cycle de vie des immeubles (Ajayi *et al.*, 2016; De Serres et Maldini, 2025; Gunnell *et al.*, 2019; Łupieżowiec, 2021). Ces risques transforment profondément le rôle de l'immobilier dans les portefeuilles des investisseurs. Historiquement, les rendements des actifs immobiliers étaient considérés comme prévisibles et les pertes importantes sur le long terme restaient rares (Chun *et al.*, 2004). Aujourd'hui, la gestion des risques et des enjeux ESG est incontournable, en particulier à cause de la double

matérialité qui transforme ces risques en facteurs critiques pour la valeur et la pérennité des investissements.

En conséquence, il apparaît pertinent d'étudier les investisseurs en immobilier, notamment leurs modes de gouvernance et de gestion des enjeux ESG pour mieux comprendre comment ces acteurs innovent pour gérer les risques sociaux, environnementaux et économiques associés à leurs actifs et répondent ainsi aux exigences de transparence et de responsabilité attendues par leurs parties prenantes. De surcroît, l'étude de la manière dont les investisseurs intègrent les enjeux liés à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité – pressions qui émanent du contexte politique, légal et réglementaire – dans leurs modes de gouvernance et de gestion des enjeux ESG constitue un axe de recherche central, dans la mesure où ces enjeux deviennent progressivement des risques matériels au fur et à mesure des avancées scientifiques.

1.2.3 Les sciences de l'immobilier

La pertinence des grands investisseurs en immobilier comme objet d'étude étant établie, il faut préciser comment la question de recherche s'inscrit dans le champ de recherche des sciences de l'immobilier.

Aux prémices de leur développement, deux grandes perspectives dominaient les sciences de l'immobilier, l'une orientée vers la planification urbaine et l'autre vers la gestion. Cette vision restreinte a suscité, dans les années 1970, une volonté d'élargir le champ disciplinaire afin d'en faire une métadiscipline capable d'en saisir toute la complexité (Breuer et Nadler, 2012; Graaskamp, 1976). Ainsi, les sciences de l'immobilier intègrent aujourd'hui une diversité de thématiques. Le domaine de l'investissement en immobilier, par exemple, mobilise des connaissances issues de multiples disciplines, telles que les sciences physiques avec l'architecture, les sols et les sciences environnementales; les sciences comportementales avec la sociologie, la démographie, la planification, les sciences politiques ou encore la psychologie; et bien sûr les sciences de l'administration avec la finance, la comptabilité, le marketing, la théorie organisationnelle, la gestion des systèmes de l'information et le droit (Graaskamp, 1976). Dans le cadre de cette recherche, l'attention se porte précisément sur l'investissement en immobilier et sur les investisseurs en immobilier. Pour situer plus clairement cette recherche, il semble pertinent de se référer au cadre proposé par la *House of real estate economics* (Schulte, 2003)(Figure 1.3).

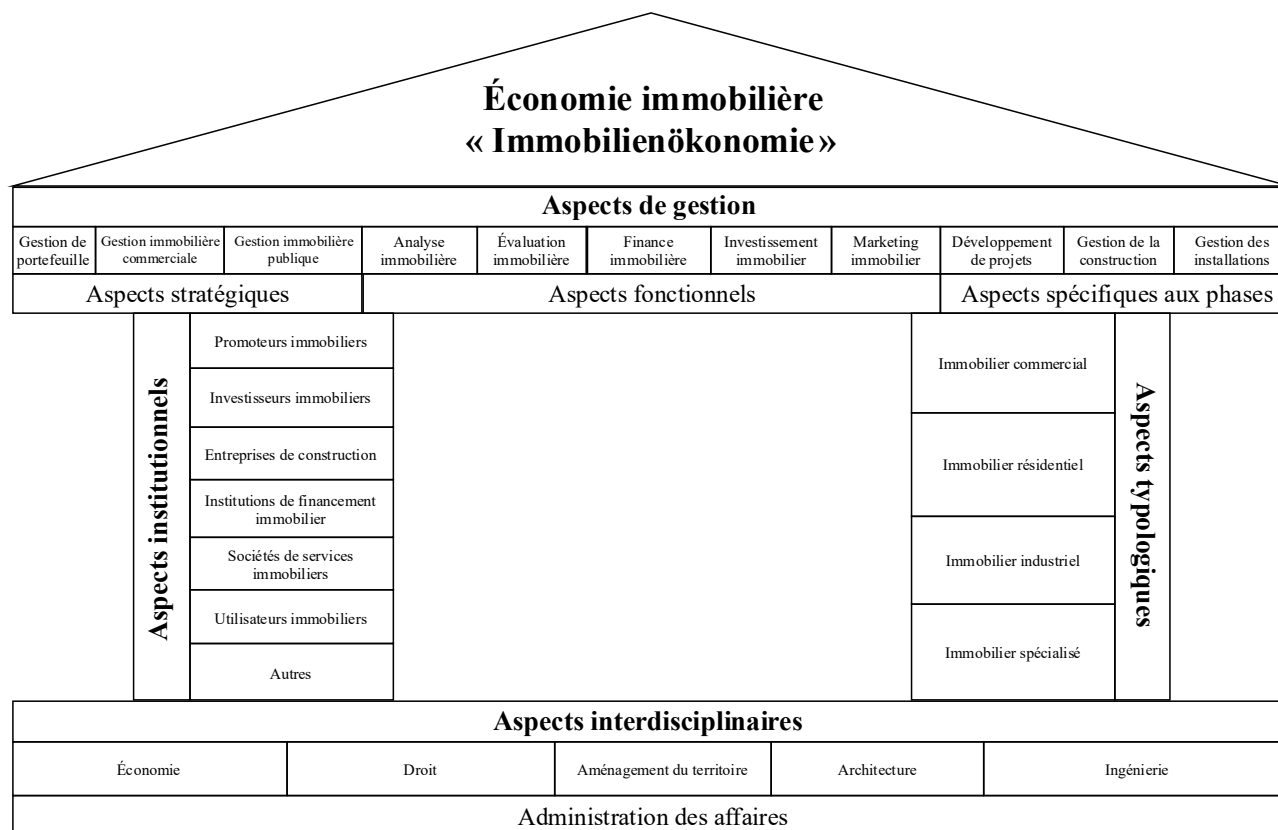


Figure 1.3 : Maison de l'économie immobilière. Adapté de *House of real estate economics*, Schulte (2003) sous licence CCC (<https://marketplace.copyright.com/rs-ui-web/mp/license/535cdda3-12c3-4075-8997-9f84ed67997f/d07c6b4f-8dfd-4dd9-8257-43f88da30e97>).

On constate sur cette figure que l'investissement en immobilier constitue l'un des maillons des aspects de gestion alors que les investisseurs s'inscrivent parmi les aspects institutionnels. Or, bien que les recherches dans la littérature en sciences immobilières se soient certes beaucoup intéressées à l'investissement et aux investisseurs, la plupart des travaux se sont historiquement inscrits dans une approche purement financière (Breuer et Nadler, 2012; Dasso et Woodward, 1980).

Aujourd'hui, de nombreuses revues sont dédiées à la recherche en immobilier. Certaines d'entre elles sont publiées par les six principales communautés de recherche en immobilier (*American Real Estate Society (ARES)*, *European Real Estate Society (ERES)*, *Asian Real Estate Society (AsRES)*, *African Real Estate Society (AFRES)*, *Latin American Real Estate Society (LARES)* et *Pacific Rim Real Estate Society (PRRES)*), tandis que d'autres le sont par des éditeurs tels que Springer, Wiley, etc. L'éditeur Emerald, par exemple, propose une sous-catégorie entièrement consacrée à ce domaine, comprenant 15 revues.

L'immobilier commercial, qui regroupe différentes catégories d'actifs immobiliers (bureau, commerce, multirésidentiel, industriel léger, etc.) pouvant générer des revenus par les loyers ou des gains en capital par leur revente, constitue une composante importante des sciences de l'immobilier. L'intérêt pour ce champ de recherche n'a cessé de croître au fil du temps et dépassait les 2 000 publications en 2021 (Scopus²). En outre, une analyse bibliométrique réalisée en 2025 par Walia *et al.* (2025) souligne une croissance considérable des publications sur l'investissement en immobilier commercial depuis 2020. Ces auteurs constatent également que les grandes tendances sur cet objet d'études concernent la gestion des portefeuilles et des risques, la structure du capital ainsi que l'intégration des enjeux de durabilité.

Néanmoins, de nombreuses recherches se focalisent sur des catégories spécifiques d'investisseurs en immobilier, en particulier les fiducies de placement immobilier (Pazarskis *et al.*, 2024; Walia *et al.*, 2025; Westermann *et al.*, 2018). Pourtant, la diversité des types de propriétaires en immobilier s'accompagne également de certaines caractéristiques qui leur sont propres. Ainsi, davantage de recherches devraient être menées pour étudier différents types de grands propriétaires d'actifs immobiliers. Wiegmann et Schwab (2025) ont dressé une typologie des investisseurs en immobilier en identifiant trois archétypes comportementaux, qui comprennent les investisseurs institutionnels en « *hard-money* », les intermédiaires d'investissement et les investisseurs privés directs tout en précisant qu'ils se distinguent par leur tolérance au risque, leurs horizons temporels, leurs besoins de revenus et leurs processus de décision. Les investisseurs institutionnels sont le plus souvent des sociétés à capital-actions ou des fonds d'investissement qui investissent l'argent d'autrui (actionnaires ou déposants) avec la responsabilité fiduciaire de préserver les capitaux et de les faire fructifier à long terme. Aziz *et al.* (2024) se sont par exemple intéressés plus particulièrement aux stratégies de prise de décision des investisseurs institutionnels en immobilier et ont relevé quatre principaux facteurs d'investissement, soit les conditions politiques, économiques, juridiques et immobilières. Les auteurs soulignent en outre que cette interaction complexe entre ces éléments permet de protéger efficacement les intérêts de leurs fiduciaires.

Les grands investisseurs en immobilier sont majoritairement des investisseurs institutionnels. Ces organisations gèrent des volumes significatifs de capitaux pour le compte de bénéficiaires collectifs : fonds de pension et de retraite, fonds souverains, fonds publics d'investissement et sociétés d'assurance. Leur

² TITLE-ABS-KEY ("Real estate"), il semble important de préciser que le terme « Real estate » couvre principalement l'immobilier commercial avec une attention portée très majoritairement vers la valeur des catégories d'immeubles étudiées.

caractéristique centrale réside dans leur horizon d’investissement à long terme, lié à des engagements intergénérationnels envers des cotisants ou des assurés. Cette temporalité particulière les conduit à privilégier des stratégies orientées vers la stabilité, la diversification et la gestion prudente des risques systémiques. En raison de la taille de leurs portefeuilles et de leur capacité d’influence, ils jouent un rôle structurant dans les marchés financiers et l’économie réelle, notamment par leurs investissements en infrastructures, en actions cotées et en immobilier. Leur action ne se limite pas à l’allocation du capital : ils participent également à la normalisation des pratiques de gouvernance et à la diffusion de standards en matière d’enjeux environnementaux, sociaux et climatiques. Ces investisseurs ne gèrent toutefois pas l’ensemble de leurs actifs de manière homogène. En raison de la complexité des classes d’actifs et de la spécificité des risques, ils recourent à des structures organisationnelles spécialisées (filiales, plateformes dédiées ou équipes sectorielles) afin d’opérationnaliser leurs orientations stratégiques.

En immobilier, cette spécialisation est particulièrement marquée. Ce secteur se distingue par sa matérialité physique, son ancrage territorial, son intensité capitalistique et son exposition aux risques climatiques physiques et de transition. La gestion de tels actifs exige une expertise technique, opérationnelle et réglementaire spécifique. Les grands fonds structurent donc leur exposition immobilière à travers des entités spécialisées, capables de traduire les orientations stratégiques globales en pratiques adaptées. L’exemple de la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ) illustre cette logique. Elle a historiquement organisé ses investissements immobiliers par l’intermédiaire de filiales comme Ivanhoé Cambridge pour la détention et la gestion d’actifs immobiliers directs, et comme Otera Capital pour le financement hypothécaire. Ces filiales, bien que rattachées au fonds principal, disposent de leur propre mode de gouvernance, d’équipes spécialisées et de cadres opérationnels distincts. Elles constituent des mécanismes de traduction organisationnelle permettant d’adapter les objectifs généraux, tels que la décarbonation, la résilience ou l’intégration ESG, à la matérialité propre des actifs immobiliers.

Des configurations comparables s’observent chez d’autres investisseurs étudiés, bien que la structuration varie. Ainsi, APG gère son portefeuille immobilier via des équipes internes fortement spécialisées, tandis que NBIM intègre l’immobilier dans un cadre global d’investissement responsable appliqué transversalement à toutes les classes d’actifs. Quelles que soient les modalités retenues, l’immobilier devient un espace où se concrétise la stratégie globale du fonds.

Des recherches constatent l'effet significatif du capital de ce type d'investisseur pour catalyser des changements structurels dans le risque du marché immobilier et soulignent l'importance de leur implication auprès des gouvernements (Cvijanovic *et al.*, 2021; Pike, 2020). D'autres auteurs dénotent l'engagement actif de ces investisseurs dans les entreprises dans lesquelles ils investissent. Dès lors, les chercheurs mettent en avant qu'une approche purement transactionnelle ne permet pas de rendre compte de cette « propriété active », qui repose sur des relations engagées et collaboratives entre investisseurs et entreprises (McNulty et Nordberg, 2016).

De surcroît, l'action des investisseurs institutionnels s'inscrit dans une relation d'interdépendance avec la demande de capitaux. Les entreprises immobilières, les promoteurs, les gestionnaires d'actifs et les porteurs de projets constituent leurs contreparties directes. Ces acteurs sollicitent des capitaux sous forme de prises de participation, de dette ou d'investissement dans des fonds. Pour accéder à ces capitaux à long terme, les entreprises doivent répondre aux attentes croissantes des investisseurs en matière de gouvernance, de gestion des risques et de transparence. Elles doivent démontrer leur capacité à gérer les risques climatiques, améliorer la performance énergétique de leurs actifs, intégrer des trajectoires de réduction des émissions de GES et, plus largement, structurer leurs pratiques ESG. Produire une information fiable, comparable et vérifiable devient ainsi un élément central de la relation d'investissement. Pour réduire l'asymétrie d'information et rassurer les investisseurs, les entreprises recourent à des référentiels et standards reconnus internationalement, tels que les normes de l'*International Sustainability Standards Board (ISSB)* ou les lignes directrices du *Global Reporting Initiative (GRI)* par exemple. En immobilier, des référentiels sectoriels permettent également de structurer la divulgation des données énergétiques, climatiques et opérationnelles. Une dynamique de co-construction émerge. Les investisseurs formalisent leurs attentes par leurs politiques et leurs cadres d'analyse ; les entreprises adaptent leurs dispositifs de gouvernance et leurs pratiques de divulgation pour maintenir leur attractivité auprès des investisseurs institutionnels.

En outre, Walia *et al.* (2025) constatent que les recherches sur les investissements en immobilier commercial se concentrent sur des aspects très spécifiques de l'immobilier et ne considèrent que très peu l'investissement dans sa globalité ou de manière intégrée. Cela souligne le besoin d'une approche plus holistique. Les recherches portant sur les enjeux ESG et les investisseurs institutionnels sont aussi très spécifiques. Une revue de littérature réalisée par Robinson et McIntosh (2022) sur cette thématique révèle que la performance environnementale des actifs immobiliers est largement étudiée par l'entremise de

certifications de bâtiment durable et d'outils de suivi, alors que la gouvernance et l'intégration des critères ESG comme outil stratégique nécessitent davantage de recherches. En ce qui concerne l'investissement durable en immobilier et les enjeux ESG, certains auteurs soulignent aussi la nécessaire prise en compte du contexte socio-économique au sein duquel transigent les investisseurs en immobilier (Ametefe *et al.*, 2023).

Si les enjeux environnementaux font l'objet d'un intérêt croissant dans la littérature, la grande majorité des études s'intéresse à la demande du marché vis-à-vis du développement durable et aux stratégies de rentabilité qui en résultent. La réduction des coûts opérationnels, l'augmentation de la valeur des biens et la conformité aux réglementations sont avancées pour justifier de l'adoption de pratiques durables dans une perspective d'avantage compétitif dans un marché immobilier en évolution rapide (Borromeo *et al.*, 2025). Ainsi, de la même manière que Brooks et McArthur (2019) dans leur étude sur les facteurs de motivation de la considération du développement durable par les investisseurs en immobilier répondent au pourquoi, il paraît important de s'intéresser à comment ces acteurs intègrent des pratiques d'investissement durable en s'intéressant à leur gouvernance d'entreprise et leur mode de gestion des enjeux ESG.

Enfin, il convient de souligner que les recherches qui se sont attelées à étudier les liens entre la gouvernance et investissement en immobilier s'intéressent majoritairement à la performance et à l'efficacité de la gouvernance ainsi qu'à ses retombées en termes de rendements (Pazarskis *et al.*, 2024). À titre d'exemple, certaines études analysent les préférences d'investissement des fiducies de placement immobilier, un type d'organisation très spécifique en investissement immobilier, en fonction des caractéristiques des conseils d'administration (Frank et Ghosh, 2012). Certains auteurs appellent aussi à l'étude davantage de pays et d'économies diverses ainsi qu'au suivi de l'évolution des politiques de gouvernance (Pazarskis *et al.*, 2024).

Il ressort ainsi de la littérature que très peu d'études portent sur les enjeux liés au développement durable de façon holistique et à l'adaptation des modes de gouvernance des investisseurs à cet effet. La plupart d'entre elles se concentrent principalement à un niveau trop axé sur l'actif en détention directe et le simple aspect de bâtiment durable, ce qui sous contextualise le rôle des investisseurs en immobilier. Certaines études visant à analyser les motivations et les attentes des investisseurs institutionnels dans leurs investissements en bâtiment durable à l'instar de Christensen, P. H. *et al.* (2022) témoignent aussi du

besoin d'employer une vision multiniveau permettant de s'éloigner des enjeux liés à la détention directe d'un actif immobilier et de ses considérations techniques au niveau d'un portefeuille de bâtiments. De surcroît, la dimension longitudinale pour étudier l'évolution des modes de gouvernance et l'intégration des enjeux environnementaux apparaît nécessaire pour contribuer à la littérature existante sur le sujet.

En outre, il semble pertinent de s'intéresser à la mission des grands propriétaires immobiliers, à leur stratégie de gouvernance et de gestion des enjeux ESG pour mieux comprendre comment ces investisseurs réussissent à atteindre leurs objectifs financiers et extra financiers. Il faut aussi souligner que le respect de ces objectifs extra financiers peut contribuer à préserver la valeur des actifs sur le long terme et les aider à respecter leurs obligations fiduciaires. De surcroît, peu d'études sur les stratégies d'investissement des grands propriétaires immobiliers s'intéressent à leur prise en compte des enjeux émergents relatifs à la lutte contre les changements climatiques et à la préservation de la biodiversité, dans un contexte où ces nouveaux enjeux créent un niveau élevé d'incertitude alors que l'étau législatif se resserre à ces égards et où les attentes des différentes parties prenantes se font de plus en plus sentir (Krueger *et al.*, 2020). L'approche purement financière et quantitative constatée dans la littérature mérite donc d'être complétée par une meilleure compréhension de la manière dont les investisseurs gèrent les enjeux ESG, notamment les risques climatiques. Comme le précisent les auteurs qui se sont intéressés à cette thématique : « *Our analysis contributes to research that documents that investors should consider climate risks. We hope that our findings help to spur additional theoretical and empirical research in the area* » (Krueger *et al.*, 2020, p. 1105).

Ce besoin explique en partie l'intérêt croissant des investisseurs pour les questions de durabilité et de résilience en immobilier, intérêt de plus en plus documenté dans la littérature académique (Brooks et McArthur, 2019). En outre, comme le soulignent Breuer et Nadler (2012, p. 5) : « *For future research activities, it seems to be quite promising to focus on the one hand on interdisciplinary aspects and on the other hand to contribute to the theoretical foundation of real estate with the aim of developing a common body of knowledge* ». Finalement, ces éléments permettent d'expliquer la raison pour laquelle les contributions jugées importantes par les éditeurs de revues académiques dans ce champ concernent : le développement de nouvelles théories applicables à des problèmes existants, nouveaux ou anciens; l'identification de phénomènes émergents; et l'application de méthodes innovantes (Azasu et Simons, 2018). Le développement de nouvelles connaissances sur la gouvernance des grands investisseurs en immobilier trouve ainsi toute sa pertinence dans ce champ de recherche, en particulier sachant que les

« *Questions on the form and impact of governance, [...] remain largely unasked* » (Robinson et McIntosh, 2022, p. 54).

1.3 Question de recherche et sous-questions

Bien qu'elles soient cruciales pour répondre aux défis climatiques et de biodiversité, la gouvernance et la gestion des enjeux ESG des grands investisseurs en immobilier restent largement négligées par la littérature académique. Les grands investisseurs en immobilier, bien souvent des investisseurs institutionnels, sont des acteurs d'envergure qui doivent s'adapter pour être en mesure de poursuivre leurs activités au travers des différents contextes dans lesquels ils évoluent. Cependant, en raison de leur statut de grands propriétaires et de la nature des actifs qu'ils détiennent – tangibles, ancrés dans nos sociétés et impliquant un nombre considérable d'acteurs –, les grands investisseurs en immobilier exercent également une influence sur leurs contextes. Cette influence se manifeste par l'entremise des pratiques qu'ils établissent en matière de gouvernance et de gestion des risques ESG, lesquelles se diffusent ensuite et affectent les nombreux acteurs amenés à échanger avec ces investisseurs : entreprises de construction, gestionnaires immobiliers, locataires (qui peuvent être des individus, des organisations, ou des gouvernements), sociétés d'entretien, partenaires financiers, etc. Autrement dit, leur cercle d'influence est vaste et constitue un prisme à travers lequel de multiples changements dans l'industrie peuvent s'opérer. Parallèlement, ces investisseurs doivent considérer les effets des changements climatiques sur leurs portefeuilles d'investissement, s'inscrivant souvent dans un horizon de long terme.

Pour ces raisons, les grands investisseurs en immobilier représentent des acteurs clés pour stimuler la prise en considération de la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité dans l'industrie. Ils subissent en conséquence diverses pressions provenant de leur cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire afin de gérer et intégrer au mieux ces enjeux dans leurs activités. Pour intégrer les différents éléments contextuels au sein de leurs activités, les grands investisseurs en immobilier disposent d'un certain nombre de moyens pour formaliser leurs pratiques. L'élaboration de mécanismes de gouvernance, de politiques d'investissement et de dispositifs de gestion des risques et enjeux ESG à travers leurs divers portefeuilles et actifs immobiliers en fait partie. L'intégration de nouvelles pratiques associées à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité devrait ainsi s'articuler autour de ces mécanismes de gouvernance, de ces politiques d'investissement et de ces processus de gestion de risques déjà existants.

En ce sens, il semble pertinent de s'intéresser aux modes de gouvernance et de gestion des enjeux ESG de grands investisseurs en immobilier en adoptant une approche holistique et longitudinale, intégrant à la fois les institutions, l'industrie et les organisations que constituent ces investisseurs, afin de mieux comprendre les dynamiques d'interaction qui s'y déploient. Afin d'intégrer l'ensemble de ces éléments, la question principale de cette thèse est la suivante : **comment les grands investisseurs en immobilier innovent-ils pour intégrer la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité dans leurs stratégies de gouvernance et de gestion des enjeux ESG ?**

Dans le but d'adopter une approche holistique, la question principale sera traitée à travers trois niveaux inspirés de Matten et Moon (2008) à savoir : 1) le cadre institutionnel national/international (macro); 2) le champ organisationnel de l'organisation (méso); et 3) l'organisation (micro). À l'instar d'Angus-Leppan *et al.* (2010), le cadre institutionnel national constitue le niveau le plus large, au sein duquel s'inscrit le champ organisationnel de l'organisation, qui inclut à son tour l'organisation (Figure 1.4).

1.3.1 Étude du niveau macro : le cadre institutionnel international et national

Le niveau macro correspond au cadre institutionnel international et national. Il comprend les systèmes politique, financier, éducatif, de travail et culturel. Dans le cadre de cette recherche, il s'agit d'examiner les exigences et les attentes envers les grands investisseurs en immobilier. Les exigences comprennent les lois et les réglementations, tandis que les attentes réfèrent à des formes moins contraignantes, comme les politiques ou les stratégies. Certaines pressions proviennent des consommateurs, des communautés ou encore de groupes de pression (Henriques et Sadorsky, 1996). Néanmoins, dans le cadre plus large d'un système démocratique, les institutions gouvernementales jouent un rôle central, elles sont à la fois censées refléter les attentes de la société qu'elles gouvernent et répondre à ces pressions. Leur importance réside également en leur pouvoir de légiférer et de faire appliquer les lois et les réglementations.

Les incitatifs et les pénalités prévus par les dispositifs politiques et réglementaires jouent un rôle majeur pour orienter le comportement des acteurs de la société, y compris les organisations. Avant même que les lois et les réglementations ne soient formalisées, les institutions gouvernementales conduisent des travaux préliminaires qui annoncent leur intérêt à l'égard d'un sujet spécifique et envoient un signal aux acteurs sociaux, incluant les organisations. Ainsi, la « *hard law* » et la « *soft law* » se complètent (Schrempf-Stirling et Wettstein, 2023). Si les travaux préliminaires, les lois et les réglementations accordent une

attention accrue à la performance durable des organisations, ils peuvent dès lors influencer leur comportement en les incitant à intégrer des pratiques relatives à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité. Ainsi, l'analyse du niveau macro s'avère être un objet d'étude majeur pour comprendre le contexte dans lequel évoluent les grands investisseurs en immobilier.

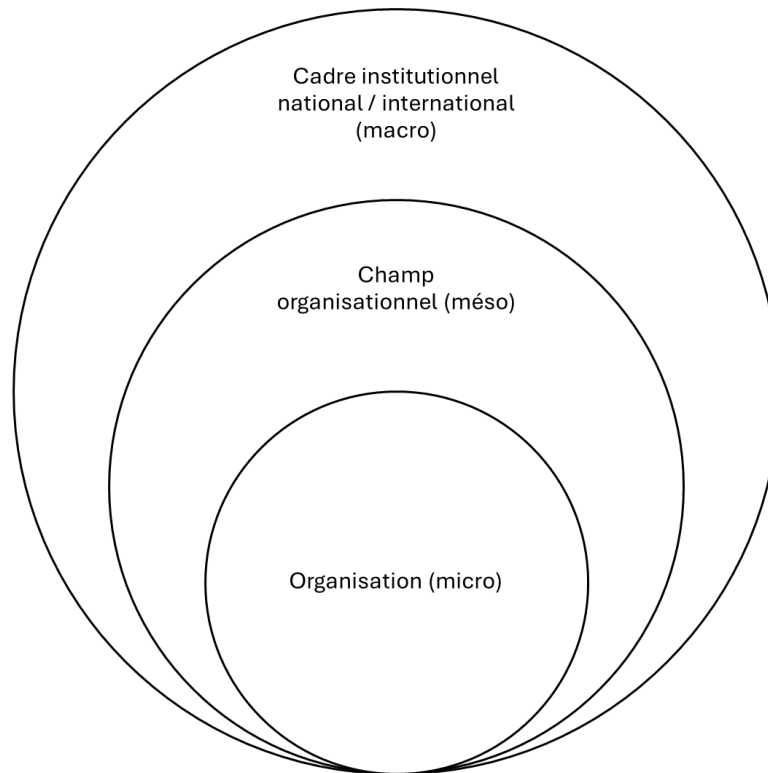


Figure 1.4 : Niveaux d'étude

1.3.2 Étude du niveau méso : le champ organisationnel de l'investissement en immobilier

Le niveau méso concerne le champ organisationnel de l'investisseur. Ce niveau regroupe l'ensemble des organisations qui, de manière agrégée, forment un champ reconnu de la vie institutionnelle (DiMaggio et Powell, 1983), ou, autrement dit, une communauté d'organisations qui participe à un système de sens commun et dont les participants interagissent plus fréquemment et de manière plus critique les uns avec les autres par rapport à des acteurs extérieurs à ce champ (Scott, 1994). Les champs organisationnels prennent des formes empiriques variées. Il peut s'agir d'organisations cotées dans certaines bourses ou répertoriées dans le *Fortune 500* (Davis, G. F., 1991), de grandes entreprises sélectionnées selon leur taille (Fligstein, 1991), d'organisations géographiquement proches (Lounsbury, 2001) ou encore d'organisations souhaitant répondre à un enjeu commun (Hoffman, 1999).

L'étude de ce niveau méso est particulièrement importante, puisqu'il joue un rôle central dans le mimétisme comportemental entre organisations mais également dans la possibilité pour l'investisseur d'entreprendre au plan institutionnel (Guler *et al.*, 2002; Hardy et Maguire, 2017). La diffusion et l'adoption de bonnes pratiques s'opèrent donc également à travers ce niveau méso. Qu'il s'agisse d'initiatives industrielles ou d'organisations non gouvernementales, ces regroupements représentent un moyen de développement et de déploiement d'initiatives permettant aux organisations de s'adapter à divers défis par l'entremise de multiples outils, tels que des certifications, des guides, des référentiels, etc. Ils fournissent ainsi à tous les acteurs une base commune pour évaluer la performance donnée d'une organisation par rapport à ses homologues. Cette base commune permet non seulement la comparaison dans l'espace et dans le temps, mais aussi l'atteinte d'objectifs réalisables afin de permettre une amélioration progressive de la performance. Les enjeux de la lutte contre les changements climatiques et de la protection de la biodiversité en font partie.

1.3.3 Étude du niveau micro : les organisations des grands investisseurs en immobilier

Enfin, le niveau micro se concentre sur les organisations que sont les grands investisseurs en immobilier. L'analyse de ces acteurs vise à mieux comprendre comment, en occupant une place centrale dans un secteur ayant un impact conséquent sur les thématiques étudiées, ils ont innové et se sont adaptés pour intégrer les attentes liées à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité.

Afin d'optimiser les chances d'observer des innovations au sein de leurs modes de gouvernance et de gestion des enjeux ESG, les organisations étudiées au niveau micro sont de grands investisseurs en immobilier considérés comme des leaders en investissement durable. Cette approche permet de comprendre comment ces joueurs s'adaptent. D'une part, ils subissent les pressions provenant des divers acteurs se situant au niveau macro et méso et doivent s'y adapter. D'autre part, ils ont aussi la capacité d'influencer ces mêmes niveaux. Ces grands investisseurs en immobilier, en raison de leur envergure internationale, de la dimension globale de leur portefeuille, de leur implication dans les enjeux étudiés, mais aussi d'autres caractéristiques de leur structure, doivent en effet innover s'ils veulent démontrer leur performance environnementale et sociale auprès de leurs différentes parties prenantes.

Pour conclure le premier chapitre de cette thèse, il convient de rappeler que le développement durable apparaît comme un enjeu central, ayant donné lieu à l'élaboration de divers référentiels. Au sein de ce vaste concept, la biosphère – qui représente la dimension environnementale intégrant les enjeux liés aux

changements climatiques et à la biodiversité – constitue le socle sur lequel reposent les dimensions sociale et économique. C’est la raison pour laquelle il est vital de mieux comprendre les différentes facettes susceptibles de contribuer à la résolution des enjeux qui y sont associés. L’immobilier, du fait des impacts négatifs importants qu’il génère sur l’environnement, figure parmi les secteurs clés pour relever cette crise. Les grands investisseurs en immobilier, notamment institutionnels, sont des acteurs incontournables de ce secteur. Ceux-ci subissent d’une part une forte pression de leur contexte institutionnel, politique, légal et réglementaire, et exercent d’autre part une influence considérable sur de nombreux acteurs du marché. Il apparaît donc pertinent d’étudier comment ces investisseurs innovent pour intégrer la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité dans leurs stratégies de gouvernance et de gestion des enjeux ESG.

CHAPITRE 2

FONDEMENTS CONCEPTUELS ET THÉORIQUES

Pour aborder de manière pertinente la problématique soulevée dans cette thèse, il est nécessaire de s'arrêter d'abord sur les fondements conceptuels et théoriques qui la soutiennent, afin de préciser le cadre à partir duquel l'analyse sera conduite. Ce chapitre présente les principaux concepts employés dans cette recherche. D'une part, discuter des innovations en investissement immobilier oblige d'approfondir les concepts de bâtiment durable, de gestion des enjeux ESG ainsi que d'innovation managériale. D'autre part, seront aussi mobilisées les théories sous-jacentes à la gouvernance d'entreprise, et plus spécifiquement, la théorie de l'agence ainsi que les différentes théories institutionnelles en portant une attention particulière sur la théorie néo-institutionnelle et l'entrepreneuriat institutionnel.

2.1 Bâtiment durable

En tant qu'éléments tangibles et intégrés au tissu urbain, les actifs immobiliers doivent être pris en compte dans les modes de gouvernance et les stratégies ESG des grands investisseurs en immobilier. L'adaptation de leurs pratiques en gestion d'actifs au concept multidimensionnel de bâtiment durable permet à ces propriétaires immobiliers de traduire concrètement la prise en compte des enjeux climatiques et de biodiversité dans leurs décisions d'investissement et de gestion de leurs actifs. Le concept de bâtiment durable permet ainsi de mieux saisir la contribution des actifs immobiliers aux enjeux de durabilité afin d'en tenir compte de manière éclairée.

Le bâtiment durable peut être défini comme l'ensemble des pratiques permettant de concevoir des structures et utiliser des procédés respectueux de l'environnement et économes en ressources tout au long du cycle de vie d'un bâtiment : de son implantation à sa conception, sa construction, son exploitation, sa maintenance, sa rénovation et sa déconstruction, afin de limiter l'impact environnemental et sanitaire de l'ensemble de ce cycle de vie (Ye *et al.*, 2024). Cette approche vise à minimiser l'impact environnemental négatif des bâtiments en optimisant l'utilisation des matériaux, de l'énergie, de l'eau et de l'espace. Les dimensions du bâtiment durable sont bien établies : il s'agit des dimensions sociales, environnementales et économiques du développement durable appliquées à l'immeuble (Dridi, 2017). Dans le cadre du présent travail de recherche, l'accent est mis sur la dimension environnementale.

Cette dimension est la plus développée dans la littérature en bâtiment durable. Elle permet de mieux comprendre les impacts environnementaux des bâtiments tout au long de leur cycle de vie. Ces impacts se regroupent généralement en deux catégories : les impacts intrinsèques et les impacts opérationnels (Anderson *et al.*, 2015; Maslesa *et al.*, 2018; Soust-Verdaguer *et al.*, 2016). Pour présenter les différentes caractéristiques du bâtiment durable, les aspects liés à l'énergie, au bilan carbone, au contexte physique, à la gestion des eaux et à la gestion des déchets sont examinés successivement.

2.1.1 Énergie

L'énergie constitue un enjeu environnemental majeur pour les immeubles. La considération des indicateurs de performance, de l'efficacité des équipements et des changements organisationnels est dès lors incontournable pour mieux appréhender la littérature sur ce sujet. Parmi les indicateurs, la consommation d'énergie spécifique occupe une place centrale. Celle-ci permet aux propriétaires immobiliers de comparer leur immeuble à ceux de leur pairs à l'échelle nationale et internationale (De Serres *et al.*, 2018; Huang, H. *et al.*, 2023), en divisant la consommation énergétique totale du bâtiment par sa surface de plancher totale ou sa surface chauffée (Akram *et al.*, 2022; Forsström *et al.*, 2011). Le calcul de la consommation énergétique est complexe, il prend en compte de nombreux facteurs. Parmi ceux-ci figurent les besoins de chauffage et de refroidissement, le type de système de chauffage (chaudières, pompes à chaleur, chauffage solaire), ou encore les pertes de chaleur des installations. S'y ajoutent la consommation des pompes, des ventilateurs, des réfrigérateurs, de l'éclairage, ainsi que la production d'énergie sur site grâce aux cellules solaires et aux éoliennes. D'autres composantes spécifiques, liées aux opérations de construction et aux procédés internes nécessaires au bon fonctionnement de l'immeuble, sont aussi intégrées (Kamari et Kirkegaard, 2019). La consommation énergétique peut être ajustée en fonction du taux d'utilisation d'un bâtiment ou encore traduite en indice de rendement énergétique par occupant (Forsström *et al.*, 2011; Guo *et al.*, 2025; Nunes *et al.*, 2013; Zhan et Chong, 2021). Outre la consommation spécifique d'énergie, d'autres indicateurs permettent d'évaluer les économies d'énergie potentielles d'un bâtiment, en le comparant à des immeubles exemplaires ou en mesurant les gains résultant d'un projet de rénovation (Kamari et Kirkegaard, 2019).

Pour améliorer la performance énergétique, les rénovations énergétiques sont une avenue intéressante. Elles consistent à moderniser un bâtiment existant, qu'il soit entièrement ou partiellement occupé, pour améliorer ses performances énergétiques et environnementales, réduire sa consommation d'eau, optimiser le confort, la qualité de l'air et l'environnement intérieur, diminuer le niveau de bruit ou encore

favoriser la productivité ainsi que la rétention et l'attraction des employés (Ardiani *et al.*, 2026; Lockwood, 2009; Zhao, X. *et al.*, 2019). Parmi ces objectifs, la rénovation de l'enveloppe du bâtiment apparaît comme la solution la plus efficace (Ardiani *et al.*, 2026; Cabeza *et al.*, 2014). Au-delà de leurs bénéfices environnementaux, ces rénovations se révèlent aussi rentables à plusieurs niveaux (Christensen, P. H. *et al.*, 2018; Gholamzadehmir *et al.*, 2025; Kong *et al.*, 2024; Morano *et al.*, 2024; Zuo et Zhao, 2014).

Cependant, des enquêtes récentes sur la pratique de la rénovation des bâtiments révèlent plusieurs défis, parmi lesquels les barrières économiques, humaines et techniques semblent les plus significatives (Economidou *et al.*, 2011; Kamari et Kirkegaard, 2019; Liao *et al.*, 2025; van der Voorn et Popov, 2013). Ces obstacles s'expliquent notamment par la diversité des parties prenantes et de leurs intérêts dans le processus de rénovation (Chen, L. *et al.*, 2024; Kamari *et al.*, 2017; Kamari et Kirkegaard, 2019), la multiplicité des options de rénovation disponibles découlant notamment en des manques de connaissances divers (Burton, 2012; Kamari *et al.*, 2018; Kamari et Kirkegaard, 2019; Liao *et al.*, 2025) et la nécessité de concilier un grand nombre d'objectifs et de critères transdisciplinaires, tels que l'efficacité énergétique, la qualité ou les coûts d'investissement (Fořt et Āerný, 2022; Kamari *et al.*, 2017; Kamari et Kirkegaard, 2019).

Au-delà de la rénovation énergétique, les propriétaires peuvent aussi évaluer l'efficacité de la structure et des équipements et intégrer des technologies à faible consommation d'énergie pour améliorer les performances énergétiques d'un bâtiment. Dans cette optique, l'enveloppe du bâtiment joue un rôle clé pour limiter les déperditions énergétiques. Une meilleure isolation améliore à la fois les performances thermiques et le confort des occupants (Alexakis *et al.*, 2025; Vats et Vaish, 2019). Les matériaux utilisés doivent être choisis avec soin selon l'environnement du bâtiment (Alexakis *et al.*, 2025; Latha *et al.*, 2015; Vats et Vaish, 2019). Les technologies bioniques³ en architecture offrent par exemple un potentiel de réduction de la consommation énergétique des bâtiments (Wang, X. *et al.*, 2025; Yuan *et al.*, 2017). En utilisant des principes de conception biologique, les propriétaires de bâtiments bioniques visent à harmoniser les relations de ceux-ci avec leur environnement, en concevant des bâtiments respectueux de l'environnement maintenant l'équilibre écologique. L'utilisation de la chaleur naturelle, de la ventilation naturelle et de l'implantation de toits verts contribuent également à réduire la consommation d'énergie

³ En étudiant la structure, les caractéristiques, les principes et le comportement des systèmes biologiques, la bionique cherche à fournir de nouvelles idées de conception, de principes de travail et de composition de systèmes. Elle constitue aussi un sujet interdisciplinaire qui fournit de nouvelles idées, principes et théories utiles à l'innovation scientifique et technologique.

tout en favorisant l'adaptation du bâtiment à son environnement immédiat (Kuru *et al.*, 2019; Ruparathna *et al.*, 2016; Santamouris, 2014; Schwartz et Lagerwall, 2021; Wei *et al.*, 2023; Yuan *et al.*, 2017).

Outre l'enveloppe du bâtiment, un autre facteur à considérer concerne les systèmes électromécaniques, qui influencent de manière considérable la consommation énergétique. Les systèmes de ventilation, de chauffage et de climatisation (CVCA) représentent les principales sources de consommation d'énergie dans un bâtiment et leur utilisation sur l'ensemble du cycle d'exploitation contribue de manière notable au réchauffement climatique lié à l'environnement bâti (Li, Y. *et al.*, 2025; Ortiz *et al.*, 2009). La consommation énergétique dépend aussi du climat dans lequel le bâtiment est situé. Par exemple, en raison de la rigueur du climat au Québec, 47 % des besoins en énergie du secteur commercial et institutionnel entre 2000 et 2019 étaient attribuables au chauffage des locaux (Whitmore et Pineau, 2022).

D'autres systèmes jouent aussi un rôle important, comme l'éclairage, qui consomme approximativement 15 % de la demande totale en énergie du bâtiment (Ruparathna *et al.*, 2016; Scorpio *et al.*, 2022). L'utilisation de la lumière naturelle représente une option intéressante, car elle peut couvrir entre 25 % et 50 % des besoins d'éclairage normaux dans les espaces à bureaux permettant de réduire la consommation énergétique en éclairage de 17 %, d'augmenter l'efficacité énergétique de 92 % mais aussi d'avoir des effets bénéfiques pour les occupants (Arun et Gopan, 2025; Yuan *et al.*, 2017). D'autres mesures peuvent être déployées pour réduire la consommation énergétique, telles que l'usage de lampes à rendement lumineux élevé (lumens par watt), l'installation de contrôles d'éclairage localisés et le recours à des détecteurs de présence pour les zones de travail par l'introduction de l'internet des objets notamment (Hafez *et al.*, 2023; Harja *et al.*, 2022; Karvounidi *et al.*, 2024; Rinesh *et al.*, 2024; Ruparathna *et al.*, 2016).

Une autre dimension des équipements à haute efficacité énergétique concerne la production d'énergies renouvelables directement intégrée aux bâtiments. Plusieurs technologies de production d'énergie à même l'immeuble existent, comme l'énergie solaire thermique, la biomasse, l'éolien et la micro-hydraulique, mais la production d'électricité solaire photovoltaïque demeure la plus répandue, pour les bâtiments existants (CAGBC, 2017; Reddy *et al.*, 2024). Cette approche est un critère exigé pour les bâtiments certifiés énergie positive et net zéro (Franck *et al.*, 2014; Noh *et al.*, 2024).

Enfin, les changements organisationnels et managériaux visant à améliorer la performance énergétique sont également essentiels. Ces derniers comprennent quatre volets principaux associés à la gestion de

l'énergie des bâtiments, soit la mise en service des bâtiments, la surveillance de l'énergie, l'analyse comparative et la normalisation, notamment par l'étiquetage énergétique (Ruparathna *et al.*, 2016).

2.1.2 Émissions de gaz à effet de serre et bilan carbone

Comme mentionné, les émissions de GES constituent la principale cause des changements climatiques. Il existe quatre familles d'émissions de GES directement liées à l'opération d'un bâtiment : la combustion d'énergies fossiles, la consommation d'électricité, les équipements de climatisation et le transport des usagers dans le bâtiment, auxquelles s'ajoutent les émissions de CO₂ intrinsèques aux processus de construction et de rénovation (Franck *et al.*, 2014; Liang *et al.*, 2022).

Les émissions de GES, comme la notion de bilan carbone, sont liées à l'énergie consommée par le bâtiment. L'énergie est souvent utilisée comme proxy à cet effet, car cette donnée est plus facilement accessible et se rapporte directement aux coûts, elle est utilisée dans les trois grandes méthodes d'analyse de cycle de vie (CAGBC, 2017; Huang, R. *et al.*, 2024; Kamazani et Dixit, 2023; Walker *et al.*, 2022). Cependant, cette approche reste trop limitée car elle omet trop souvent les émissions de portée 3 (Präger *et al.*, 2025; Slavkovic et Stephan, 2025; Walker *et al.*, 2022). Dans cet esprit, le Conseil du bâtiment durable du Canada recommande de passer d'une approche axée exclusivement sur la consommation d'énergie à une approche davantage centrée sur les émissions de carbone. Des indicateurs tels que l'« empreinte carbone totale » et la « performance carbone » devraient être examinés parallèlement à l'« intensité d'utilisation de l'énergie » ou à la « performance énergétique » (CAGBC, 2017, p. 3), afin de mieux se conformer aux réglementations et aux bonnes pratiques favorisant l'intégration croissante des émissions de portée 3.

Les émissions de GES sont classées en trois catégories de portée (aussi appelées champs d'application ou scopes) selon la méthodologie du GHG Protocol, permettant de mieux cerner leur origine et de les comptabiliser de manière normalisée (Hertwich et Wood, 2018). Les émissions de portée 1 regroupent l'ensemble des émissions directes générées par l'organisation. Elles proviennent de sources détenues ou contrôlées, comme la combustion de carburants dans les chaudières, les véhicules ou les équipements de l'entreprise, et les émissions fugitives issues des systèmes de réfrigération ou des procédés industriels. Les émissions de portée 2 concernent les émissions indirectes liées à l'énergie. Elles résultent de la consommation d'électricité, de chaleur ou de vapeur achetée auprès de fournisseurs externes. Bien que l'organisation n'émette pas directement ces GES, elle en est responsable puisque leur production découle de son usage énergétique. Enfin, les émissions de portée 3 englobent toutes les autres émissions indirectes

générées en amont ou en aval des activités de l'organisation. Cela inclut l'extraction et le transport des matières premières, la fabrication des biens achetés, la gestion des déchets, les déplacements professionnels, la logistique, ainsi que l'utilisation et la fin de vie des produits vendus. Cette catégorie, souvent la plus importante et complexe à mesurer, reflète l'empreinte carbone élargie de la chaîne de valeur. Ces émissions de GES sont notamment intégrées dans les activités des propriétaires, des investisseurs ou des financiers.

2.1.3 Environnement physique

L'environnement physique d'un immeuble, comme sa proximité avec les différents commerces, les transports en commun ou les services publics, peut générer des bénéfices économiques pour les propriétaires (Kay *et al.*, 2014; Mathotaarachchi *et al.*, 2024; Nakamura *et al.*, 2018; Zhang, W. *et al.*, 2018). L'accessibilité aux transports en commun, la présence d'infrastructures pour les vélos et les véhicules électriques, ainsi que la localisation du bâtiment par rapport aux services et commerces, peuvent également réduire significativement l'empreinte carbone liée aux déplacements quotidiens. Dans cette perspective, la mobilité associée au bâtiment constitue un élément clé à considérer pour évaluer son impact environnemental global (Banister, 2008; Li, G. *et al.*, 2022; Maldini, 2019).

Par ailleurs, l'orientation du bâtiment et la disponibilité de lumière naturelle ont un impact sur le confort thermique, la consommation énergétique et le bien-être psychologique (Feng, Zhang *et al.*, 2024). Enfin, la présence d'espaces verts ou d'éléments paysagers contribue à l'amélioration du microclimat, à la réduction des îlots de chaleur urbains, au bien-être général des occupants et à la santé des sols (Assylbekov *et al.*, 2021; Jain et Dhupper, 2025; Mattijssen *et al.*, 2023).

La biodiversité et l'écologie urbaine sont essentielles au bâtiment durable, impliquant l'intégration d'infrastructures vertes (toitures végétalisées, murs verts, corridors écologiques) et la préservation des habitats naturels autour du bâtiment pour maintenir et renforcer les écosystèmes locaux tout en menant à des villes plus durables et plus vivables (Opoku, 2019; Opoku et Baah, 2024, p. 330). Par exemple, les façades végétalisées, les toits verts et les espaces verts au sol contribuent directement à l'habitat faunique, à la biodiversité et à la santé des sols, ainsi qu'au développement de corridors biologiques (Herr *et al.*, 2023; Jain et Dhupper, 2025; Kirk *et al.*, 2021; Wildenberg, 2022).

Bien que souvent négligés dans les schémas de certification des bâtiments durables, ces éléments liés à la nature constituent pourtant des avantages essentiels (Alohan et Oyetunji, 2021; Assylbekov *et al.*, 2021; Kiss *et al.*, 2025). Au-delà de limiter l'impact des bâtiments sur la nature, l'approche régénérative considère le bâtiment comme un organisme intégré à un système plus large, le bâtiment contribue ainsi activement à soutenir son environnement, principe au cœur de l'approche *Nature positive* (Maron *et al.*, 2023; Nakamura *et al.*, 2018; Terkildsen *et al.*, 2025). Cette dimension de restauration et de protection de la biodiversité est considérée comme l'un des avantages majeurs du bâtiment durable dans la littérature (Gashaw *et al.*, 2023). Ainsi, la prise en compte de l'environnement physique est essentielle pour évaluer l'efficacité et la durabilité d'un immeuble, tant sur le plan économique que social et environnemental.

De surcroît, l'environnement physique peut également nuire aux conditions d'occupation d'un bâtiment. Par exemple, la santé des occupants peut être compromise par la présence de certains polluants et gaz toxiques présents dans son environnement immédiat, comme le radon. Ce gaz toxique, présent dans le sous-sol de certaines propriétés, peut contaminer l'eau potable et provoquer des problèmes respiratoires (Dhuoki *et al.*, 2024; Kareem et Ahmed, 2023; Martins *et al.*, 2015). Les risques environnementaux locaux, tels que les inondations ou les tempêtes, représentent aussi une menace pour la sécurité et la valeur des actifs immobiliers (Nikolaos *et al.*, 2011; Warren-Myers et Hurlimann, 2022, p. 139). Par conséquent, la gestion des sols et du site vise à prévenir l'érosion, à limiter l'imperméabilisation et à gérer efficacement les eaux pluviales, tout en favorisant la conservation de la végétation et des écosystèmes existants pour maintenir l'équilibre écologique autour du bâtiment notamment (Jain et Dhupper, 2025; Register, 2006).

2.1.4 Gestion des eaux

La gestion des eaux revêt une importance majeure dans nos sociétés, si bien que les Nations Unies ont appelé tous les pays à garantir une production durable et une consommation efficiente des ressources d'ici 2030. Néanmoins, plusieurs pays sont confrontés à des périodes de stress hydrique. Pour pallier cette rareté, plusieurs solutions sont mises en œuvre, telles que la désalinisation des eaux, malgré les coûts et les impacts significatifs que cela engendre, ou encore la réutilisation des eaux usées pour l'irrigation (Giwa et Dindi, 2017; Jain et Dhupper, 2025; Shahin et Salem, 2015). Afin de limiter le gaspillage d'eau, une solution est l'installation d'équipements à faible consommation dans les immeubles, en particulier pour les toilettes, les éviers, les têtes de douches, etc. (Gil-Ozoudeh *et al.*, 2024; Giwa et Dindi, 2017; Kamari et Kirkegaard, 2019). En outre, la gestion de l'eau repose notamment sur l'adoption de comportements visant

à limiter le gaspillage, l'établissement de tarifs plus adéquats, ainsi que sur l'entretien et la réparation des canalisations afin de réduire les fuites (Gil-Ozoudeh *et al.*, 2024; Giwa et Dindi, 2017).

La collecte et le traitement des eaux pluviales permettent également de réduire la dépendance à l'eau potable tout en limitant les risques d'inondation et en protégeant la biodiversité locale (Stec, 2020). Au-delà de leurs bénéfices pour la biodiversité, les toits verts et les espaces verts limitent l'écoulement des eaux, fonction renforcée par les toits bleus dédiés à la gestion pluviale (Ujma *et al.*, 2023). Ces systèmes de rétention limitent la pollution significative causée par l'écoulement des eaux pluviales vers les cours d'eau et les océans (Irfeey *et al.*, 2023). En outre, les systèmes intelligents de gestion de l'eau optimisent la consommation et préviennent les pertes par des capteurs et dispositifs de détection de fuites en temps réel (Gil-Ozoudeh *et al.*, 2024; Ocampo-Martínez *et al.*, 2009).

Enfin, certaines certifications environnementales, notamment LEED et BREEAM, imposent des standards plus stricts en gestion durable de l'eau, encourageant les investisseurs à adopter des pratiques innovantes dès la conception (Giama et Papadopoulos, 2012; Jain et Dhupper, 2025).

2.1.5 Gestion des déchets

Enfin, la gestion des déchets constitue un autre aspect important de l'environnement. Elle vise à minimiser les déchets issus de la construction, de la rénovation et de la démolition des bâtiments, ainsi que ceux générés lors de leur phase d'exploitation (Alohan et Oyetunji, 2021; Assylbekov *et al.*, 2021; Křídlová Burdová et Vilčková, 2014). Pour minimiser l'enfouissement et l'incinération, cinq stratégies sont privilégiées : prévention, réutilisation, recyclage, récupération d'énergie, et en dernier recours, élimination (CE, 2025; Marciniuk-Kluska et Kluska, 2025). La gestion des déchets doit privilégier la réduction à la source et la réutilisation par le compostage ou la transformation des déchets en nouvelles ressources, notamment lors de la phase de construction, dans une logique d'économie circulaire (CE, 2025; Kamali et Hewage, 2017; Marciniuk-Kluska et Kluska, 2025).

Le choix de matériaux durables lors de la construction d'un bâtiment vise à privilégier des options à faible impact environnemental, recyclables ou renouvelables, en prenant en compte l'ensemble du cycle de vie, de l'extraction et de la fabrication au transport et à la fin de vie, afin de réduire significativement l'empreinte carbone des bâtiments (Abera, 2024; Butera *et al.*, 2015; Chamasemani *et al.*, 2024). L'efficacité des ressources et des matières premières dans les bâtiments durables se traduit ainsi par la

réduction de la consommation de matériaux neufs et l'optimisation des cycles de réutilisation dans une logique de circularité afin de limiter les impacts environnementaux liés à l'extraction et à la production de nouvelles ressources (Krajewska et Siewczyńska, 2025; Villoria Saez *et al.*, 2013). Une gestion adéquate des déchets réduit la pollution des sols et préserve la nature en contribuant à leur santé et à leur biodiversité (Tazmeen et Mir, 2024).

L'intégration de technologies numériques permet également de suivre en temps réel la production et le tri des déchets, optimisant ainsi leur valorisation (Huseien et Shah, 2022). Les certifications environnementales telles que LEED, BREEAM ou encore CASBEE encouragent également ces pratiques en intégrant ces facteurs dans leurs pointages, renforçant du même coup l'attractivité des bâtiments durables auprès des investisseurs (Giama et Papadopoulos, 2012; Jorge-Ortiz *et al.*, 2023). Par ailleurs, une gestion efficace des déchets réduit les coûts d'élimination tout en améliorant la réputation des propriétaires et en favorisant l'adoption de comportements responsables par les occupants.

Le bâtiment durable concilie ainsi les objectifs durables et financiers des investisseurs en immobilier, malgré les efforts de transformation et d'innovation continus qu'il requiert. Le bâtiment durable reste toutefois tributaire de son environnement institutionnel. Cette réalité souligne l'importance d'une approche ESG intégrée dépassant le périmètre du bâtiment pour englober l'ensemble du portefeuille.

2.2 Gestion des enjeux ESG

Les enjeux ESG occupent une place centrale dans ce travail, car ils permettent de relier les défis climatiques et ceux liés à la biodiversité dans une approche intégrée de la gouvernance immobilière des grands propriétaires d'actifs immobiliers.

Les termes liés aux enjeux ESG ont pris plusieurs formes à travers le temps (Eccles et Viviers, 2011; Eccles, R. G. *et al.*, 2020). Dans un premier temps, une grande diversité de termes était employée pour désigner ces enjeux. Dans un second temps, l'« investissement éthique » s'impose comme premier terme de consensus, avec une forte connotation religieuse, relevant surtout d'organisations à but non lucratif (Sparkes, 2006). Dans un troisième temps, un second terme de consensus a émergé : l'« investissement socialement responsable », déplaçant la perspective d'une approche religieuse et moralisatrice du thème vers une vision plus utilitariste (Mansley et Bright, 2000). Par conséquent, les enjeux ESG s'inscrivent dans le domaine de l'investissement socialement responsable. Toutes les pratiques d'investissement – qu'elles

soient vertes, éthiques, socialement responsables ou encore basées sur des valeurs – relèvent ainsi des enjeux ESG (USSIF, 2014). Ces pratiques représentent des stratégies d'investissement qui considèrent non seulement la dimension environnementale, mais également sociale et de gouvernance (EUROSIF, 2014). Le terme ESG a été utilisé pour la première fois en 2004 dans le rapport du *Global Compact* des Nations Unies intitulé « *Who cares, wins* » (Eccles, R. G. *et al.*, 2020; UN Global Compact, 2004). Initialement centré sur la simple matérialité, qui se limite à l'impact financier des enjeux ESG sur l'organisation tel que décrit précédemment, le concept a évolué pour intégrer la notion de double matérialité, qui vise à considérer également l'impact de l'organisation sur son environnement (EU, 2019, p. 6).

De surcroît, il est important de souligner que les enjeux ESG font partie intégrante des processus de gestion de risques des organisations. Dans le cadre de la gestion des risques ESG, deux grandes catégories de risques peuvent être distinguées, soit les risques physiques, correspondant aux conséquences directes d'une augmentation de la fréquence et de la sévérité des événements climatiques extrêmes, et les risques de transition, liés à l'évolution des décisions et comportements des divers acteurs et citoyens ainsi qu'à l'émergence de technologies de substitution favorisant une économie à faible émission de carbone (ACVM, 2022b, p. 6). Ces catégories de risques ESG peuvent se traduire par des risques d'assurance, de crédit, de liquidité, de marché, de placement, de réputation, de responsabilité, opérationnels ou encore stratégiques.

Bien qu'il existe de multiples définitions de la gestion des enjeux ESG (Li, T.-T. *et al.*, 2021; Trahan et Jantz, 2023), dans le cadre de ce travail elle est définie comme la considération continue des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance dans l'analyse d'investissement et le processus décisionnel, en vue d'améliorer les rendements ajustés au risque (Li, T.-T. *et al.*, 2021; Martin, I., 2025, p. 42).

Différents articles ont porté sur les critères ESG (de Zwaan *et al.*, 2015; Pineau *et al.*, 2022; Sahut et Pasquini-Descomps, 2015). Toutefois, la revue la plus complète a été réalisée par Park, S. R. et Jang (2021), qui ont croisé les critères de grands fournisseurs de données reconnus en la matière et cités dans la plupart des études déjà mentionnées, à savoir : *Stakeholder Capitalism Metrics*, *SASB*, *Refinitiv*, *MSCI* et *S&P Global*. L'ensemble des critères ESG peut être synthétisé dans le Tableau 2.1.

2.2.1 Les enjeux environnementaux

Le critère environnemental comprend les sous-critères suivants : l'épuisement des ressources, les émissions de GES, la pollution et les déchets, l'écoproduction et la perte de la nature. Avant d'examiner

en détail ces différents sous-critères, on note que les deux enjeux centraux analysés dans cette thèse sont présents : les changements climatiques, abordés par l'entremise des émissions de GES, qui en constituent la cause principale, et la perte de biodiversité, qui fait directement référence à la perte de la nature.

Tableau 2.1 : Critères ESG. Adapté de Park, S. R. et Jang (2021)

Critères ESG	Sous-critères
Environnemental	Épuisement des ressources
	Émissions de gaz à effet de serre
	Pollution et déchets
	Ecoproduits
	Biodiversité (perte de nature)
Social	Droits de l'Homme
	Relations communautaires
	Gestion des ressources humaines
	Satisfaction des clients
	Contribution sociale et politique
Gouvernance	Comportement éthique
	Gestion des risques et des opportunités
	Droits des actionnaires
	Gouvernance corporative

L'épuisement des ressources correspond à la quantité d'énergie ainsi que d'autres ressources consommables et peut notamment être mesuré par la consommation d'énergie et d'eau. Il peut également être défini comme la proportion de récoltes, d'abattages, de prises de pêche, etc., qui dépasse le niveau du renouvellement des réserves naturelles (United Nations, 1997). Les émissions de GES, leur gestion et leur réduction sont essentielles pour atteindre les objectifs fixés par l'Accord de Paris. Cela comprend la mesure des émissions de GES, l'évaluation des risques climatiques, la définition des cibles qui y sont associées ainsi que le calcul de l'empreinte carbone des produits (Park, S. R. et Jang, 2021).

La gestion de la pollution et des déchets englobe la gestion des déchets, la pollution de l'air et des sols, et le plastique à usage unique (Park, S. R. et Jang, 2021), auxquels s'ajoute la pollution de l'eau (cours d'eau, lacs, mers, océans, etc.). La pollution de l'air inclut les émissions de méthane, de monoxyde de carbone, de dioxyde de carbone, d'oxydes nitriques, d'ammoniaque, de particules fines ou encore de dioxyde de soufre (Caravaggio *et al.*, 2019). La pollution des sols concerne les polluants biologiques (*Escherichia coli*, *Salmonella*, etc.), les contaminants organiques (benzènes et hydrocarbures pétroliers, hydrocarbures polynucléaires, etc.) et les contaminants inorganiques (métaux lourds et certains gaz) (Murtaza *et al.*, 2014). Enfin, la pollution de l'eau présente des caractéristiques similaires à celle des sols, selon les contaminants potentiels identifiés par la *United States Environmental Protection Agency*.

L'écoproduction désigne les efforts corporatifs stratégiques visant à réduire les impacts environnementaux et comprend, par exemple, les dépenses en recherche et développement (Park, S. R.

et Jang, 2021). Cette démarche s'inscrit également dans une perspective de cycle de vie, intégrant les choix de matériaux, la consommation de ressources naturelles lors du processus de production, les émissions de matières résiduelles, la viabilité environnementale de l'usage du produit ou du bâtiment réalisé, ainsi que la planification de leur remise à neuf ou de leur recyclage, ou encore, le cas échéant, la minimisation de son impact en fin de vie (Nissen, 1995).

Enfin, la perte de la nature porte sur le niveau potentiel de dommages causés aux écosystèmes naturels et les efforts visant à les protéger incluant l'utilisation des espaces, la sensibilité écologique et la biodiversité (Park, S. R. et Jang, 2021). En outre, sur la base de données Scopus, le terme « *nature loss* », ou perte de nature, ne donne qu'un seul résultat. Le terme « biodiversité » sera donc privilégié dans ce contexte, de même que pour la pollution, comme présenté précédemment.

2.2.2 Les enjeux sociaux

Les enjeux sociaux incluent les droits de la personne, la relation avec la communauté, la gestion des ressources humaines, la satisfaction des consommateurs, les partenariats avec les sous-traitants et les contributions sociopolitiques. Les droits de la personne désignent le respect et la protection des libertés fondamentales dans les pratiques d'affaires, dont la lutte contre la discrimination et le harcèlement, la promotion de la diversité, la liberté d'association et l'interdiction du travail des enfants (Park, S. R. et Jang, 2021), conformément à la Déclaration universelle des droits de l'Homme (UN General Assembly, 1948).

La relation avec la communauté concerne les efforts visant à établir une réputation solide auprès des communautés locales, incluant les investissements locaux et au sein de la communauté (Park, S. R. et Jang, 2021). Il est aussi essentiel de considérer le développement des communautés affectées par les activités d'une organisation (Blesia *et al.*, 2021; Palazzo *et al.*, 2017). Ces communautés peuvent prendre plusieurs formes, comme les communautés de lieu, d'intérêts, de pratiques ou encore les groupes de plaidoyer virtuels (Dunham *et al.*, 2006; Godwin, 2018; Lave et Wenger, 1991). Ainsi, dans le cadre de ses investissements, il est important que l'organisation assume ses obligations morales et éthiques tout en : apportant des bénéfices économiques, intégrant les objectifs communs avec ses communautés, étant responsable vis-à-vis des parties prenantes, adoptant une attitude proactive, réalisant des partenariats locaux, favorisant l'interconnexion globale et protégeant l'environnement naturel (Altman, 1998).

La gestion des ressources humaines, elle, vise à garantir la dignité, la santé, l'égalité et les avantages des employés, dont l'attraction et la rétention des talents, les opportunités de formation et la sécurité, la santé et le bien-être des employés (Guest, 2017; Park, S. R. et Jang, 2021; Renwick *et al.*, 2013).

La satisfaction des consommateurs vise l'élaboration de produits et de services répondant aux attentes des consommateurs et considérant la sécurité et la confidentialité des données, la qualité et la sûreté des produits, la sécurité financière ainsi que les compétences, la perception, la rentabilité, l'engagement, la communication et la réduction des conflits (Park, S. R. et Jang, 2021; Rashvand et Majid, 2014).

Enfin, les contributions sociopolitiques reflètent l'engagement citoyen des organisations et leur volonté de créer une valeur sociétale accrue, incluant les contributions, la philanthropie, les investissements en infrastructures, la création d'emplois et la non-optimisation fiscale (Park, S. R. et Jang, 2021).

2.2.3 Les enjeux de gouvernance

Pour finir, les enjeux de gouvernance incluent le comportement éthique, la gestion des risques et des opportunités, le droit des actionnaires et la gouvernance d'entreprise. Il convient toutefois de distinguer la gouvernance organisationnelle de la gouvernance comme critère ESG. Ainsi, une organisation qui investit, comme les grands propriétaires d'actifs immobiliers, doit non seulement veiller à ses propres pratiques de gouvernance, mais également à celles des immeubles dans lesquels elle investit.

Le comportement éthique désigne pour sa part le contrôle et la gestion relative au respect des réglementations et de la loi, incluant notamment les pratiques anti-compétitives, l'anticorruption et les politiques contre les pots-de-vin (Park, S. R. et Jang, 2021). La gestion des risques et des opportunités concerne l'identification et la gestion des risques stratégiques ainsi que des opportunités de création de valeur à long terme, englobant la gestion des risques systémiques, des incidents, ainsi que la résilience des modèles d'affaires (Park, S. R. et Jang, 2021). Le droit des actionnaires fait référence à l'attention portée aux préoccupations et aux voix des actionnaires dans la stratégie et la gestion de l'organisation, incluant les retours sur investissement, les droits de vote et la divulgation d'information (Park, S. R. et Jang, 2021). Enfin, la gouvernance d'entreprise désigne le système et la structure de gestion reflétant la direction et le contrôle de l'organisation. La gouvernance comprend par exemple le ratio de genres et les expériences des membres du conseil d'administration (Park, S. R. et Jang, 2021).

2.2.4 Les enjeux ESG holistiques spécifiques à l'immobilier

Cette sous-partie porte sur les enjeux ESG spécifiques à l'investissement en immobilier. L'investissement socialement responsable dans ce secteur vise à maximiser les effets positifs et à minimiser les effets négatifs liés à la propriété, à la gestion et au développement des immeubles sur la société et l'environnement naturel, tout en restant aligné avec les objectifs et les responsabilités fiduciaires (Pivo et McNamara, 2012). Parmi les 10 sous-critères identifiés par Pivo et UNEP-FI (2008) dans la littérature, on constate que ces enjeux ESG s'alignent avec les différentes dimensions environnementales, sociales et économiques présentées dans la revue de littérature sur le bâtiment durable. Cela illustre la continuité entre la dimension technique du bâtiment durable et la dimension organisationnelle des enjeux ESG.

Le premier sous-critère concerne la conservation de l'énergie, incluant la production et l'achat d'énergie verte ainsi que la conception écoénergétique ou la modernisation des systèmes énergétiques (Pivo et UNEP-FI, 2008). L'implantation de ces mesures peut s'avérer rentable pour les investisseurs (Georgopoulou *et al.*, 2006; Mortimer *et al.*, 1998; Pout *et al.*, 2002; Ürge-Vorsatz *et al.*, 2007).

Le deuxième sous-critère vise la protection de l'environnement qui englobe la conservation de l'eau, le recyclage des déchets solides et la protection des habitats naturels (Pivo et UNEP-FI, 2008). Une attention particulière est portée sur la pollution des sols, de l'air et la pollution sonore. Outre la préservation des habitats naturels existants, les immeubles peuvent aussi contribuer à en créer de nouveaux (Gunnell *et al.*, 2019).

Les certifications volontaires sont le troisième sous-critère et incluent notamment les certifications de construction écologique ainsi que les finitions en bois durables certifiées (Pivo et UNEP-FI, 2008). Il est possible d'y ajouter les certifications de gestion durable des immeubles ainsi que l'intégration de programmes ESG tels que l'intégration aux Principes pour l'Investissement responsable (PRI).

Parmi les autres sous-critères, les aménagements axés sur les transports en commun regroupent ceux qui mettent au centre de leur développement et de leur gestion le transport collectif, les collectivités piétonnières ou encore les aménagements à usage mixte (Pivo et UNEP-FI, 2008). Comme développé précédemment, l'immobilier joue un rôle central dans la mobilité durable et la considération de cet élément y contribue grandement (Banister, 2008; Li, G. *et al.*, 2022; Maldini, 2019).

La revitalisation et l'adaptabilité urbaines concernent quant à elles le développement intercalaire, les espaces intérieurs flexibles ou encore le réaménagement des friches industrielles (Pivo et UNEP-FI, 2008). Cet aspect contribue également à la densification des villes et à une utilisation plus efficiente de l'espace.

Le sous-critère lié à la santé et la sécurité fait référence à la sécurité du site, à la prévention des risques naturels et à la préparation aux premiers secours (Pivo et UNEP-FI, 2008). Pour le sous-critère de bien-être des occupants, il englobe, par exemple, les esplanades, les garderies sur place, la qualité de l'environnement intérieur ou encore une conception accessible sans obstacle (Pivo et UNEP-FI, 2008).

La citoyenneté d'entreprise désigne la conformité réglementaire, la divulgation et la publication de rapports en matière de durabilité, l'indépendance des conseils d'administration, l'adoption volontaire de codes de conduite éthique, ainsi que l'engagement des parties prenantes (Pivo et UNEP-FI, 2008).

L'équité sociale et le développement communautaire comprennent les pratiques de travail équitables, le logement abordable ou social, et l'embauche et la formation au sein de la communauté (Pivo et UNEP-FI, 2008). Enfin, la citoyenneté locale englobe la qualité des conceptions, la minimisation des impacts sur le voisinage, des constructions préventives, la sensibilisation de la communauté, la préservation du patrimoine historique et l'absence d'influence induite sur les gouvernements locaux (Pivo et UNEP-FI, 2008).

Avant de poursuivre, il semble important de mentionner certaines critiques dans la littérature à l'égard de cette approche traitant des enjeux ESG (Kapil et Rawal, 2023). Tout d'abord, en ce qui a trait aux pratiques ESG, le manque de normes ESG standardisées génère une subjectivité où les croyances et préférences des investisseurs influencent l'évaluation de la matérialité, l'atténuation des risques et les décisions (Friede, 2019; Höchstädter et Scheck, 2015; Juravle et Lewis, 2008). Deuxièmement, les performances ESG sont difficiles à mesurer de manière comparative en raison de sources diverses et d'erreurs de divulgation, paradoxalement, leur simplification par agrégation entraîne une perte de contexte qui biaise les résultats (Amel-Zadeh et Serafeim, 2018; Barman, 2018; Chen, M. *et al.*, 2021; Friede, 2019). Troisièmement, l'approche ESG peut créer des angles morts en se concentrant principalement sur les facteurs démontrant un impact financier et en sélectionnant les risques à atténuer, laissant d'autres enjeux potentiellement critiques de côté (Belghitar *et al.*, 2014; Benson et Humphrey, 2008; Friede *et al.*, 2015). Ces choix dépendent notamment de l'alignement des investisseurs envers les différents enjeux ESG (Lewis et Mackenzie, 2000; Nilsson, 2008). Enfin, l'approche des enjeux ESG peut privilégier la notion de signal au détriment du suivi des actions, logique pouvant mener à l'écoblanchiment (*greenwashing*) (Yu *et al.*, 2020).

L'écoblanchiment par les investisseurs est largement documenté dans la littérature sur les enjeux ESG (Kapil et Rawal, 2023). Trois grandes approches existent : 1) divulgation sélective d'informations positives en omettant certaines informations négatives afin d'améliorer l'image corporative ; 2) manipulation de la divulgation ESG pour apparaître très transparentes en divulguant beaucoup de données sans afficher de performances réelles pour autant; 3) lorsque l'écoblanchiment est réalisé au niveau du produit, plutôt qu'au niveau de l'organisation. Ces pratiques sont favorisées par l'auto-divulgation de données ESG sans vérification indépendante (Bromley et Powell, 2012; Marquis *et al.*, 2016; Van Halderen *et al.*, 2016). Cependant, la gouvernance et la structure de propriété, notamment via les investisseurs institutionnels, peuvent significativement dissuader l'écoblanchiment par un contrôle plus strict des pratiques (Lin *et al.*, 2023; Yu *et al.*, 2020; Zhao, Q. *et al.*, 2025). De surcroît, il est à noter que la transparence réduit considérablement les risques d'écoblanchiment (Wu *et al.*, 2020; Ziolo *et al.*, 2024).

2.3 Innovation managériale

L'innovation organisationnelle est un concept complexe pour lequel une définition basée uniquement sur le produit, le processus ou tout autre indicateur unique serait nécessairement biaisée et incomplète. C'est pourquoi de nombreux chercheurs adoptent une approche multi-perspective (Chuang et Lee, 2023). Cette partie cherche ainsi à clarifier ce positionnement dans le cadre de cette thèse.

2.3.1 De l'innovation organisationnelle à l'innovation managériale

Schumpeter (1934, p. 66) fut le premier à identifier différents types d'innovations : dans les produits, dans les méthodes de production, dans les marchés, dans les sources d'approvisionnement et dans les manières d'organiser toute industrie (Fernandes Rodrigues Alves *et al.*, 2018). Néanmoins, cette approche était plutôt applicable au système économique, qu'au système organisationnel, et plutôt aux innovations technologiques, que non technologiques (Damanpour, 2014).

Pour apporter plus de nuances, l'innovation organisationnelle a été classée en sous-théories (Damanpour, 1991). Elles ont été distinguées de diverses façons : innovations radicales et incrémentales (Dewar et Dutton, 1986; Ettlie *et al.*, 1984; Nord et Tucker, 1987), les stades initiaux et stades d'implémentation de l'innovation (Marino, 1982; Zmud, 1982), innovations aux différents niveaux de hiérarchie organisationnelle (Aiken *et al.*, 1980) ou encore entre les innovations technologiques et les innovations administratives (Daft et Becker, 1978; Damanpour, 1987; Kimberly et Evanisko, 1981). Cette dernière distinction cherche à souligner la différence qui existe entre l'innovation technologique, qui désigne une

innovation dans les produits, les services et les processus manufacturiers (Damanpour, 1988, 1991; Damanpour et Evan, 1984; Philbeck *et al.*, 2018) et l'innovation administrative, qui implique les structures organisationnelles et les processus de gestion liés indirectement aux opérations fondamentales d'une organisation mais directement à la gestion de celle-ci (Damanpour, 1988, 1991; Damanpour et Evan, 1984). Cette différenciation est centrale car l'innovation technologique a historiquement été privilégiée (Chuang et Lee, 2023).

La tension entre innovation technologique et administrative est bien documentée; elle traverse différents courants de la littérature (Damanpour, 2014). En économie tout d'abord, avec le concept d'innovation organisationnelle où, contrairement à l'innovation technologique (définie comme faisant référence aux innovations technologiques incorporées comme de nouvelles machines, de nouveaux produits ou de nouveaux équipements), elle représente plutôt des innovations faisant référence à des technologies non incorporées (comme des savoir-faire non protégés, des droits de propriété, la gestion et l'organisation) ce qui la rend plus abstraite (Georgantzas et Shapiro, 1993; Sanidas, 2005).

Dans le courant des innovations organisationnelles en sociologie et en gestion, cette dichotomie demeure. L'innovation technologique est une idée de produit, processus ou service nouveau, tandis que l'innovation administrative désigne une nouvelle politique de gestion concernant le recrutement, l'allocation de ressources, la structuration des tâches, de l'autorité et des récompenses. (Evan, 1966, p. 51).

Cette différenciation a mené à un terme plus couramment utilisé aujourd'hui, qui est celui d'innovation managériale. Il se définit comme étant un écart par rapport aux principes, processus et pratiques de gestion traditionnels qui modifient la manière dont le travail de gestion est effectué, changeant la façon dont les gestionnaires exercent leurs fonctions et constituent les règles et routines qui régissent le travail au sein des organisations (Birkinshaw *et al.*, 2008; Hamel, 2006).

2.3.2 L'innovation managériale et la gouvernance d'entreprise

L'innovation managériale, au sens large de Damanpour (2014), intègre les trois notions des différents courants abordés précédemment (innovation organisationnelle, innovation administrative et innovation managériale) et s'impose progressivement dans la littérature. Cette perspective large est conceptualisée de manière distincte des processus d'innovation de produit, de service et technologique. Elle se définit comme le développement et l'usage de nouvelles approches de gestion, stratégies organisationnelles,

structures et processus transformant les pratiques managériales et les systèmes administratifs (Birkinshaw *et al.*, 2008; Damanpour et Aravind, 2012; Vaccaro *et al.*, 2012).

Un cadre utilisé fréquemment dans la littérature est celui de l'OCDE laquelle établit des normes d'identification des innovations managériales (Damanpour, 2014; Fernandes Rodrigues Alves *et al.*, 2018; OECD, 2005). Les articles identifiés utilisent la version de 2005, mais l'OCDE a actualisé ce cadre en 2018, apportant cette mise à jour des catégories (OCDE et Eurostat, 2019, p. 79)⁴: 1) gestion générale et stratégique de l'entreprise (prise de décision transversale), dont l'organisation des responsabilités professionnelles; 2) gouvernance d'entreprise (services juridiques, planification et relations publiques); 3) gestion des relations externes avec les fournisseurs, alliances, etc. La gouvernance d'entreprise chapeaute ces facteurs en réunissant les mécanismes qui délimitent les pouvoirs et influencent les décisions des dirigeants. Elle établit ainsi les pierres angulaires de la gestion stratégique et des relations externes, tout en déterminant, selon une logique descendante, la latitude accordée aux dirigeants pour innover ou non (Damanpour, 2014). Il convient d'illustrer ces catégories par quelques exemples relatifs aux changements climatiques et à la biodiversité (Tableau 2.2).

Tableau 2.2 : Exemples d'innovations managériales en matière de changement climatique et de protection de la biodiversité

Catégorie d'innovation managériale	Exemple d'innovation managériale touchant aux changements climatiques et à la biodiversité
Gestion générale et stratégique de l'entreprise	Créations de comités ou sous-comités dédiés au sein du conseil d'administration, intégration d'objectifs dans les processus de prise de décision formels, nomination de responsables dédiés, habilitation d'employés à siéger sur des comités externes d'initiatives, etc.
Gouvernance d'entreprise	Adoption de politiques formelles d'engagement actionnarial, intégration de bonnes pratiques de divulgations reconnues, publication de politiques formelles d'exclusion ou désinvestissement, adoption de cibles, etc.
Gestion des relations externes	Participation aux initiatives transnationales et internationales, collaboration avec des gestionnaires d'actifs externes, participation à des coalitions d'investisseurs, etc.

Pour mener à bien ces innovations, les organisations déploient notamment des capacités organisationnelles. Les capacités organisationnelles englobent les opérations, l'administration et la gouvernance des activités de la firme, permettant de produire et vendre un ensemble défini de produits et services (Teece, 2019). Elles sont ancrées dans une combinaison de personnel qualifié, d'installations et d'équipements, de processus et de routines, ainsi que de la coordination administrative nécessaire pour

⁴ Il est précisé que : « Les innovations organisationnelles du MO3 sont désormais incluses dans les sous-catégories a, b et f de la rubrique Administration et gestion du MO4. Les services auxiliaires d'administration et de gestion (sous catégories c, d et e) étaient auparavant intégrés aux innovations de procédé du MO3. » OCDE et Eurostat. (2019). *Manuel d'Oslo 2018 : Lignes directrices pour le recueil, la communication et l'utilisation des données sur l'innovation* (vol. 4). OECD. <https://doi.org/https://doi.org/10.1787/c76f1c7b-fr>. Ainsi, seules les catégories a, b et f ont été conservées dans cette liste.

accomplir les tâches (Teece, 2019). Dans le contexte de l'innovation managériale, le développement de capacités organisationnelles renvoie au processus par lequel les organisations construisent, acquièrent ou renforcent de nouvelles compétences et structures pour gérer des enjeux émergents. Cela peut inclure la création d'organes internes dédiés, l'élaboration d'outils et de programmes spécialisés, le développement de connaissances et d'expertises ainsi que la mise en place de formations et de processus permettant d'intégrer de nouvelles pratiques de gestion. Le développement de capacités organisationnelles constitue ainsi une forme d'innovation managériale qui implique l'adoption de nouvelles pratiques et structures de gestion.

2.3.3 L'innovation managériale et les institutions

Bien que l'innovation managériale se déploie au niveau organisationnel, les pressions qui la génèrent peuvent être externes. L'approche des tendances managériales s'inscrit dans cette perspective néo-institutionnelle (Damanpour, 2014). Cette approche postule que les organisations, face à l'incertitude relative à l'atteinte de leurs objectifs et l'efficacité des nouvelles pratiques de gestion, sont influencées par d'autres organisations de leur population (Abrahamson, 1991).

Par conséquent, les décisions prises par les leaders organisationnels d'adopter des innovations managériales visent ici principalement à s'adapter aux pressions externes et à gagner en réputation plutôt qu'à initier un changement et un renouveau organisationnel pour améliorer les performances économiques (Staw et Epstein, 2000; Wang, P., 2010). Dans une perspective institutionnelle, il n'en est pas moins que l'efficacité économique reste présente puisque la légitimité permet aux organisations d'éviter le questionnement social, leur assurant un accès facilité aux ressources, aux marchés et leur survie long terme (Brown, 1998; Greenwood *et al.*, 2017; Hirsch et Andrews, 1984; Knoke, 1985; Meyer et Rowan, 1977, p. 349-351; Meyer et Scott, 1984).

De fait, c'est un équilibre continu et délicat à maintenir puisque comme le disent Hargadon et Douglas (2001) : « *When innovations meet institutions, two social forces collide, one accounting for the stability of social systems and the other for change.* ». Ainsi, cela crée des tensions, puisque les organisations qui innovent avec de nouvelles structures face à de fortes pressions vers l'isomorphisme font face au défi de maintenir leur légitimité tout en déviant des structures institutionnalisées (Arndt et Bigelow, 2000).

2.3.4 L'innovation et la nouveauté

Ici, innovation désigne l'innovation managériale au sens de Damanpour (2014). Ayant présenté sa définition, ses caractéristiques selon l'OCDE (OCDE et Eurostat, 2019, p. 79) et l'une de ses sources (pressions institutionnelles), il convient de préciser comment qualifier une innovation comme telle. La qualification d'innovation est complexe car nul ne possède une connaissance exhaustive de l'histoire. C'est pourquoi le concept de nouveauté s'avère particulièrement pertinent.

Rogers (2003) établit un lien direct entre innovation et nouveauté, en proposant une définition applicable à l'innovation managériale. Selon lui, l'innovation désigne une idée, une pratique ou un objet perçu comme nouveau par un individu ou une unité adoptante. Cette notion de nouveauté perçue est centrale car l'objectivité de la nouveauté importe moins que la perception et la réaction de l'individu.

Cette approche de l'innovation par la nouveauté perçue est contextuelle puisque deux attributs pertinents pour cette étude, l'avantage relatif et la compatibilité, dépendent nécessairement du contexte. (Rogers, 2003, p. 24). L'avantage relatif met de l'avant la nécessité que l'innovation soit perçue comme une meilleure idée que celle qui la précède et la compatibilité évoque la perception de l'alignement entre l'innovation et les valeurs, expériences passées et besoins des adopteurs potentiels. C'est la raison pour laquelle, il est important de maîtriser le contexte étudié par l'entremise par exemple d'une étude multiniveau.

2.4 Gouvernance d'entreprise

Le concept de gouvernance d'entreprise est un fondement théorique considéré comme central dans le cadre de cette recherche, puisque l'intérêt porte sur les innovations relatives aux modes de gouvernance pour répondre aux enjeux de lutte contre les changements climatiques et de protection de la biodiversité.

2.4.1 Émergence de la gouvernance d'entreprise

L'histoire des entreprises est ancienne, cependant, un tournant majeur dans l'évolution des structures organisationnelles dominantes s'opère lorsque apparaissent les besoins en développement d'infrastructures complexes, nécessitant des apports en capitaux importants. Dès le XVII^e siècle, certains regroupements d'investisseurs se sont constitués afin de lever les capitaux indispensables au développement, au bon fonctionnement et à la pérennité d'activités exigeant des sommes conséquentes.

En outre, ces regroupements offraient aux investisseurs la possibilité de limiter leur exposition aux risques, chacun n'étant responsable qu'à hauteur de sa participation.

Initialement, les investisseurs étaient peu nombreux et les différents propriétaires de parts d'une organisation exerçaient le plus souvent eux-mêmes le contrôle sur leurs activités, endossant le rôle de gestionnaire. Néanmoins, avec la demande croissante en capitaux pour les grands projets d'infrastructure lors de la première et de la deuxième révolution industrielle aux États-Unis – telles que les infrastructures ferroviaires ou encore les infrastructures de télécommunications – la structure de propriété a évolué (Berle et Means, 1932). Pour lever les fonds nécessaires au développement et à l'exploitation de ces infrastructures, les organisations, en collaboration avec le gouvernement américain, ont développé des marchés publics leur permettant d'émettre leurs propres parts sous forme d'actions. Celles-ci sont d'abord émises par l'organisation souhaitant lever des capitaux, mais peuvent ensuite être vendues et revendues sur le marché. Les investisseurs achètent et conservent leurs actions jusqu'à ce qu'ils considèrent que le prix de revente maximal ou visé a été atteint. Ils les cèdent alors à d'autres investisseurs, qui ont une évaluation différente du potentiel futur de l'action et considèrent que ce prix de revente est inférieur à ce qu'il pourrait devenir. Ainsi, l'intérêt pour l'investisseur est de réaliser une plus-value entre le prix d'achat et le prix de revente des actions achetées. Les prix des actions sont déterminés par la loi de l'offre et de la demande sur les marchés publics dans lesquels elles sont transigées. En plus de cette plus-value, les entreprises peuvent également verser des dividendes aux détenteurs d'actions. Ces dividendes peuvent être fixés à l'avance ou bien varier en fonction des opportunités.

Les investisseurs détenant des actions, appelés actionnaires, peuvent être des individus, des organisations (elles-mêmes pouvant parfois avoir des actionnaires) ou des gouvernements. Cette diversité des types d'actionnaires potentiels a mené à une dilution progressive de la propriété, un phénomène amplifié par les avancées technologiques en finance et en communication ainsi que par la mondialisation. La dilution des actionnaires, liée au nombre toujours plus important de personnes physiques ou morales détenant des actions, a profondément influencé les modes de gestion. Elle a entraîné une séparation entre propriété et contrôle, les actionnaires ne gérant plus directement les organisations. Les investisseurs, bien que propriétaires de leurs capitaux, ne peuvent plus exercer de contrôle de manière directe sur leur propriété pour servir leurs intérêts consistant généralement à assurer la pérennité des activités de leur organisation dans le but de maximiser la valeur de leur investissement dans le temps (Berle et Means, 1932).

La dichotomie entre propriété et contrôle a favorisé l'émergence de mécanismes destinés à protéger les intérêts des propriétaires, regroupés sous le concept de gouvernance d'entreprise. Ce concept mobilise une multitude de théories venant de diverses disciplines (droit, finance, économie, sciences politiques). La gouvernance d'entreprise peut ainsi être définie comme l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui « gouvernent » leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire (Charreaux, 1997).

Bien que la gouvernance d'entreprise se soit initialement développée dans les sociétés à capital-actions, ouvertes ou fermées, son application ne se limite pas uniquement à ces seules formes organisationnelles. Si les origines de ce concept sont ancrées dans le monde des entreprises, ce concept peut en réalité être appliqué à une multitude d'organisations comme cela est démontré dans la sous-partie suivante.

2.4.2 Les fondements théoriques de la gouvernance d'entreprise

La gouvernance d'entreprise (*corporate governance*) concerne principalement les entreprises à capital-actions ouvertes et fermées. Cependant, face à la diversité des formes d'entreprise, il est nécessaire de repenser ce concept. Dans la littérature académique, certains auteurs se sont ainsi intéressés à la nature de l'entreprise (*the corporation*). Parmi les définitions possibles de la gouvernance d'entreprise la suivante semble particulièrement adaptée : « *We define corporate governance (CG) as the distribution of rights and responsibilities within the firm, which entails allocating power and resources to different corporate actors and managing the inevitable tensions among these actors* » (Aguilera et al., 2021).

D'après cette définition, la gouvernance d'entreprise s'applique donc à la firme. Or, la firme est présentée dans la littérature sous plusieurs définitions hétérogènes, adoptant différentes approches en sciences économiques et sociales. Dans ce contexte, les fondements légaux, auxquels les acteurs de la société sont assujettis, offrent un cadre utile pour dissiper ce flou (Deakin et al., 2021). Bien que cette définition fasse l'objet de débats, un consensus se dégage selon lequel : « *the term firm to apply to individuals or organizations with the legally recognized capacity to produce goods or services for sale* » (Deakin et al., 2017). Ainsi la firme est un concept large et englobant, pouvant revêtir diverses formes, et l'entreprise (*corporation ou company*), pourtant centrale dans le concept de gouvernance d'entreprise, n'en constitue qu'une des formes possibles lors de l'incorporation (Adelstein, 2013; Deakin et al., 2022; Lawson, 2015).

Il convient aussi de clarifier le concept d'entreprise. Il peut se définir comme un instrument légal structurant la plupart des firmes d'envergure, en leur conférant notamment une personnalité légale. Elle est ainsi reconnue par la loi comme une « personne » capable de posséder des biens, de contracter et d'être responsable des délits qui lui sont imputés (Deakin et al., 2021; Robé, 2020) (Figure 2.1).

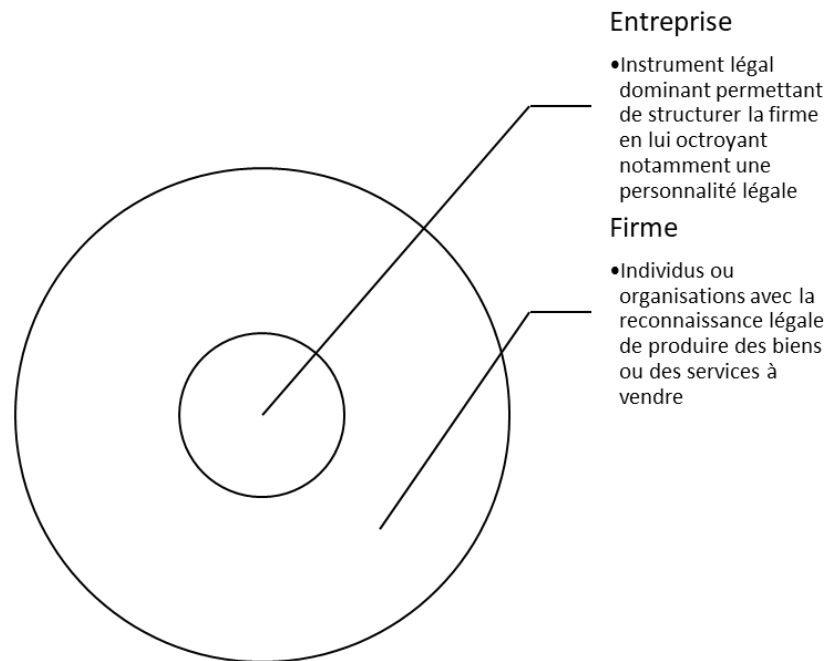


Figure 2.1 : Visualisation des concepts de firme et d'entreprise

La clarification des concepts de firme et d'entreprise révèle que la firme (et la structure légale qu'est l'entreprise) ne se limite pas à la seule forme dominante de la société à capital-actions. Ainsi, si la littérature sur la gouvernance d'entreprise s'est historiquement concentrée depuis les années 1970 sur la société à capital-actions, avec un accent particulier sur le rôle des actionnaires (Kavadis et Thomsen, 2023), de nombreuses autres formes d'entreprise relèvent également de ce champ de recherche.

Dans ce contexte de recherche, la détention d'actions par des investisseurs institutionnels et long terme est un élément important à considérer (Kavadis et Thomsen, 2023; Pandey et al., 2023). Cela s'explique notamment par le poids croissant de ces investisseurs dans le capital des entreprises à l'échelle mondiale. Selon l'OCDE, 43 % des actions en circulation à travers le monde à la fin de l'année 2020 étaient détenues par des investisseurs institutionnels, un chiffre qui atteint environ 60 à 70 % dans des pays tels que le Royaume-Uni, les États-Unis ou encore le Canada (Medina et al., 2022). Malgré l'intérêt porté aux investisseurs institutionnels en tant qu'actionnaires, leur statut d'entreprise et leur gouvernance semblent

susciter peu d'intérêt. Pourtant, ces firmes fournissent des services d'investissement et, bien qu'incorporées sous diverses formes, disposent d'une personnalité légale leur permettant de posséder des biens, de contracter et d'être responsables des délits qui leur sont imputés. Ainsi, ces dernières respectent, au même titre que les sociétés à capital-actions, les principes de gouvernance inscrits dans leur loi d'incorporation, tout en se dotant également de principes de gouvernance volontaires et supplémentaires alignés avec leur mandat.

Au regard des définitions précédentes, les investisseurs institutionnels disposent donc eux aussi d'une gouvernance d'entreprise qui mérite d'être étudiée et qui pourrait enrichir la théorie. Ceci est d'autant plus pertinent que la littérature en gouvernance d'entreprise traite de responsabilité d'entreprise, de divulgation durable et de mécanismes de gouvernance (Naciti et al., 2022; Pandey et al., 2023).

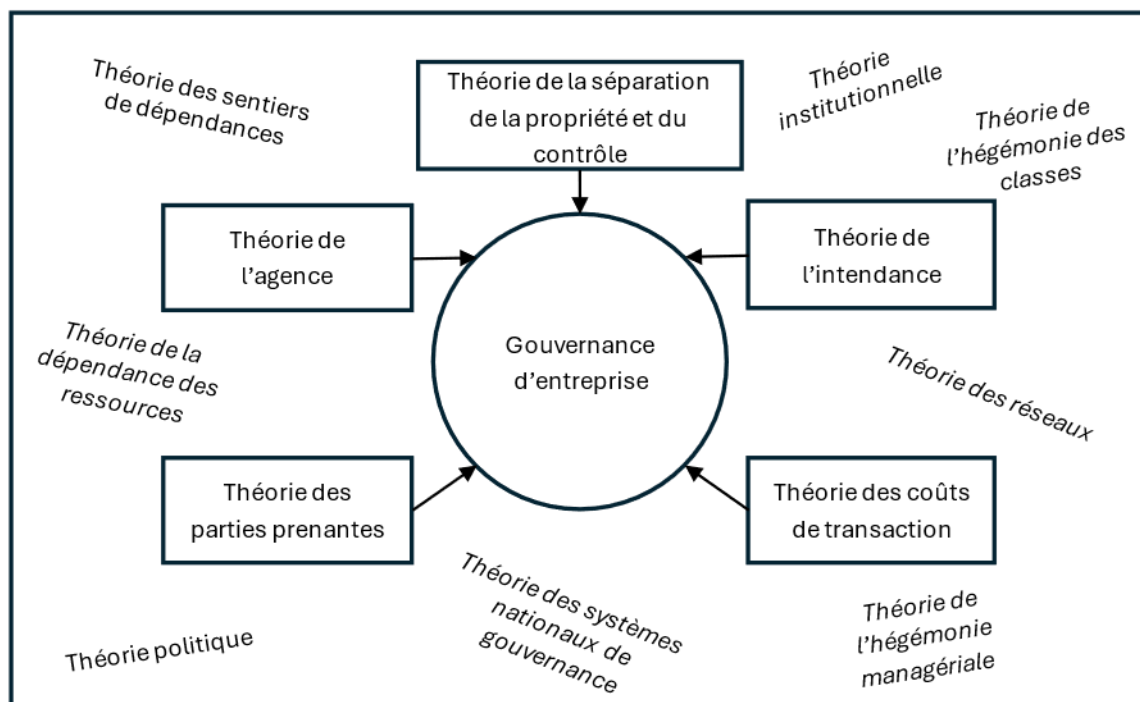


Figure 2.2 : Cartographies des théories utilisées en gouvernance d'entreprise inspirée de Mallin, 2019

Les différentes théories mobilisées pour développer le concept de la gouvernance d'entreprise sont multiples (Figure 2.2). Néanmoins, les théories centrales et fondamentales de la gouvernance corporative peuvent être considérées comme étant : 1) la théorie de l'agence; 2) la théorie de la séparation de la propriété et du contrôle; 3) la théorie des coûts de transaction; 4) la théorie des parties prenantes; et 5) la théorie de l'intendance (Clarke, T., 2021; Mallin, 2019).

D'autres courants théoriques élargissent les approches de la gouvernance d'entreprise, permettant d'adopter une perspective plus critique et d'étendre l'analyse au-delà du contrôle interne pour explorer les défis externes de la gouvernance d'entreprise liés à l'établissement de relations et à la sécurisation des ressources (Clarke, T., 2021; Mallin, 2019). Ainsi, la théorie de la dépendance des ressources fait l'objet de plusieurs articles décrivant les théories de la gouvernance d'entreprise (Banda et Mwange, 2023; Younas, 2022). En revanche, la théorie institutionnelle reste peu mobilisée, malgré l'identification d'un besoin de l'intégrer davantage dans la littérature sur la gouvernance d'entreprise (Naciti et al., 2022).

2.4.3 La théorie des coûts de transaction

La théorie des coûts de transaction repose sur l'hypothèse que l'entreprise se matérialise à travers ses transactions (Coase, 1937). Elles permettent de comprendre le fonctionnement de la firme et ce qui la délimite. Mener à bien une transaction sollicite diverses ressources pour conceptualiser le contrat, le rédiger en considérant des diverses demandes de chacune des parties portant un risque résiduel, vérifier son exécution, ou encore déterminer s'il est plus avantageux de l'effectuer au sein de l'organisation ou à l'extérieur, etc. Plus le nombre de transactions augmente, plus les coûts de transactions s'élèvent, car ces opérations sont répétitives. L'étude de ces coûts est justifiée dans la mesure où, s'ils étaient négligeables, cela traduirait la désuétude et l'inutilité du système économique (Williamson, 1979). Dans cette théorie, l'opportunisme constitue un concept central, tout comme l'efficacité du processus, permettant de gérer le flux d'information, et l'évaluation des coûts de transactions, reposant sur une entreprise institutionnelle comparative (Williamson, 1979). L'individu y est également considéré comme un être opportuniste amenant un facteur d'incertitude (Williamson, 1981) et ayant une rationalité limitée (Williamson, 1984).

La gouvernance est ici envisagée sous une perspective contractuelle, distinguant trois types de contrats : les contrats classiques (dans lesquels les deux parties sont connues, la nature de l'accord est bien délimitée et les conséquences sont étroitement expliquées); les contrats néoclassiques (de nature plus complexe et marqués par leur caractère incomplet ainsi qu'une flexibilité accrue); et les contrats relationnels (de nature extrêmement flexible et fondés sur la relation entre les parties ainsi que son évolution dans le temps) (Macneil, 1973, 1977). Cette catégorisation est centrale dans la théorie des coûts de transaction, car, selon la nature des contrats et des transactions, il peut être pertinent de mettre en place des systèmes de gouvernance pour encadrer les contrats et d'harmoniser les intérêts des parties. Une transaction simple ne requiert pas de structure de gouvernance complexe, contrairement à une transaction plus élaborée

(Williamson, 1979). Pour optimiser l'allocation des ressources, les transactions sont caractérisées par leur caractère incertain, leur fréquence et le degré de spécificité de l'investissement (Williamson, 1979).

La théorie des coûts de transactions tend vers l'intégration des parties prenantes dans les modes de gouvernance (Ketokivi et Mahoney, 2017). Insérée dans un réseau de relations caractérisé par des rapports de force et des approches variées, l'entreprise doit tenir compte de ses parties prenantes pour pérenniser ses activités (Freeman, R. E. et Evan, 1990). La considération de ces relations peut représenter un moyen pour atteindre des objectifs organisationnels et améliorer la performance, particulièrement lorsqu'elle concerne les parties prenantes centrales (Freeman, R., 1984; Freeman, R. E. et Evan, 1990). Au-delà de cette perspective restreinte, la prise en compte des parties prenantes permet également d'un point de vue sociétal de considérer la valeur pour chacune d'entre elles (Freeman, R., 1984).

2.4.4 La théorie des droits de propriété

La théorie des droits de propriété reprend le constat central de la séparation entre propriété et contrôle. Les actionnaires sont généralement considérés comme propriétaires. Tout comme la théorie des coûts de transaction, à laquelle elle est étroitement liée (Müller et Schmitz, 2016), la théorie des droits de propriété distingue différents contrats de droits de propriété. Les contrats de droits de propriété spécifiques attribuent des droits énumérés et spécifiés de manière précise, tandis que les contrats résiduels confèrent à l'ayant droit la propriété sur tous les aspects possibles, à l'exception de ceux stipulés dans le contrat (Grossman et Hart, 1986). Moins coûteux en ressources que les contrats de droits de propriété spécifiques, les contrats de droits de propriété résiduels s'inscrivent dans la théorie des contrats incomplets (Grossman et Hart, 1986). Cela s'explique par le fait que les droits résiduels offrent davantage de pouvoir en permettant aux bénéficiaires de mettre en œuvre tous les moyens légaux pour faire valoir leurs intérêts, à l'exception de ceux énumérés dans le contrat. C'est la raison pour laquelle les contrats principaux de toute organisation précisent la nature des créances résiduelles et la répartition des étapes décisionnelles entre les agents (Fama et Jensen, 1983b), bien que la notion de propriété demeure conditionnée par l'environnement institutionnel (La Porta *et al.*, 1998; Shleifer et Vishny, 1997; Weimer et Pape, 1999).

Cependant, l'apparition de l'approche des parties prenantes a suscité des critiques à l'égard du droit résiduel, celui-ci n'étant plus uniquement réservé aux actionnaires (Asher *et al.*, 2005; Stout, 2001). La théorie des droits de propriété postule que les bénéfices comptables proviennent entièrement des actifs tangibles détenus par l'entreprise, elle-même détenue par des actionnaires. Or, la réalité est plus nuancée,

puisque une part importante des bénéfices sont générés par des actifs intangibles. À titre d'exemple, les bénéfices comptables (ne considérant que les actifs tangibles) représentaient, en 1993, moins de 60 % du total des rentes et quasi-rentes économiques générées par les activités des entreprises américaines. Les 40 % ou plus restants provenaient alors d'autres parties prenantes (Blair, M., 1995). Pour pallier cette limite, la catégorie contractuelle a été élargie en ajoutant aux contrats formels, des contrats informels entrant dans le giron de la théorie moderne des contrats incomplets (Asher *et al.*, 2005). Ici, les parties se partageant la propriété disposent d'une rationalité limitée (Miller, 2008). L'intégration et le développement de cette approche permettent de doter la théorie de bases économiques plus solides, car la valeur des firmes ne peut être comprise de manière complète sans la prise en compte de ces dimensions.

L'apport des contrats informels a un impact considérable sur la théorie des droits de propriété et sur les fondements conceptuels des entreprises. Leur faible considération dans la réglementation est à la base du questionnement de la précision des marchés financiers (Mahoney et Mahoney, 1993) et de l'apparition de structures de propriétés comme la propriété complémentaire (Klein *et al.*, 2012). Intégrer pleinement les parties prenantes à cette théorie requiert de mieux comprendre la création et la distribution de valeur (Asher *et al.*, 2005). Une telle intégration alimenterait les débats tout en offrant aux entreprises des leviers d'amélioration de leur performance (Grandori, 2005). Cette évolution s'inscrit dans l'approche selon laquelle les actionnaires ne sont pas propriétaires de l'entreprise elle-même, mais uniquement des capitaux qu'ils y ont investis (Fama, 1980; Grossman et Hart, 1986; Rajan et Zingales, 2000).

2.4.5 La théorie de l'agence

Enfin, la théorie de l'agence est sans conteste la théorie la plus centrale dans le cadre de la gouvernance d'entreprise et est la théorie de la gouvernance utilisée dans le cadre de cette thèse. Au début de la conceptualisation de la gouvernance d'entreprise, la séparation entre la propriété et le contrôle a conduit à distinguer deux acteurs : le principal (propriétaire/actionnaire) et l'agent (mandaté pour exercer le contrôle et défendre les intérêts du principal). Néanmoins, une relation d'incertitude existe entre ces deux acteurs (Coase, 1937). Cela soulève alors la question suivante : comment s'assurer que l'agent défend effectivement les intérêts du principal ?

À cet égard, deux approches peuvent être soulignées. Dans la première, ce sont les forces de marché qui permettent d'éviter les dérives de l'agent (Coase, 1937; Fama, 1980). Ces forces de marché comprennent notamment le marché de l'emploi, puisque la réputation d'un individu peut être mise à mal par ses

agissements précédents, ainsi que le conseil d'administration, qui consiste à introduire des administrateurs externes à la firme (ces derniers étant alors considérés comme contrôlés par le marché).

Dans la seconde, l'entreprise est considérée comme un marché fermé (Alchian et Demsetz, 1972; Jensen et Meckling, 1976). Cette approche occasionne des coûts pour l'entreprise (contrôle, bénéfices non pécuniaires, surveillance, contrats, etc.), appelés coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976). Ces derniers résultent des relations d'agence, définies comme un contrat en vertu duquel une ou plusieurs personnes (le ou les mandants) engagent une autre personne (l'agent) pour effectuer un service en leur nom, impliquant ainsi la délégation d'un certain pouvoir décisionnel à l'agent (Jensen et Meckling, 1976). Les coûts d'agence sont identifiés selon : 1) la nature des coûts de contrôle; 2) les préférences des gestionnaires pour les bénéfices non pécuniaires; 3) la disponibilité des gestionnaires capables de financer les activités en attirant des capitaux; 4) le risque de perte de richesse causée par l'impact de la dette sur les décisions d'investissement de la firme; 5) les dépenses de surveillance et de clauses contractuelles mises en place par les créanciers et les propriétaires; et 6) la liquidation et la réorganisation des coûts (Jensen et Meckling, 1976). Les trois derniers concernent plus particulièrement la dette.

Les mécanismes de gouvernance mis en œuvre pour aligner les intérêts du principal et de l'agent sont généralement classés en quatre catégories, à savoir : 1) les coûts de structuration des contrats; 2) les dépenses de surveillance engagées par le principal; 3) les dépenses d'engagement par l'agent; et 4) la perte résiduelle (Fama et Jensen, 1983a; Jensen et Meckling, 1976). Les contrats qui relèvent de l'intégration de mécanismes de gouvernance visant à aligner les intérêts de l'agent et du principal peuvent être de deux natures. Le premier, dit *ex-post*, repose sur les résultats de l'agent, tandis que l'autre, dit *ex-ante*, s'appuie plutôt sur le comportement de ce dernier (Eisenhardt, 1989a).

Tous ces coûts et ces mécanismes de contrôle découlent du fait qu'au moment où le principal confie un mandat à l'agent, il doit nécessairement lui déléguer un certain pouvoir afin que ce dernier puisse mener à bien sa mission. Or, dans le courant dominant, cette délégation est problématique, car les intérêts de l'agent ne coïncident pas toujours avec ceux du principal (Alchian et Demsetz, 1972). Ainsi, à l'instar de la théorie des coûts de transaction, la théorie de l'agence repose sur le postulat selon lequel tant le principal que l'agent cherchent avant tout à maximiser leur intérêt personnel et peuvent adopter des comportements opportunistes (Cardoni et Kiseleva, 2023; Principale, 2023). Ce postulat constitue l'un des fondements de certaines critiques et limites adressées à cette théorie (Grundeir, 2008; Lopes, 2016).

Cependant, il importe de préciser que ce concept semble souvent mal interprété. Comme l'ont souligné Jensen et Meckling (1994) dans un article portant sur les différents aspects du comportement humain, l'approche de l'agence est parfois réduite à une simple vision d'opportunisme financier, alors qu'elle revêt en réalité une portée beaucoup plus large :

*Whether they are politicians, managers, academics, professionals, philanthropists, or factory workers, individuals are resourceful, evaluative maximizers. They respond creatively to the opportunities the environment presents to them, and they work to loosen constraints that prevent them from doing what they wish to do. They care about **not only money**, but almost everything—respect, honor, power, love, and the welfare of others. (Jensen et Meckling, 1994, p. 35)*

Ainsi, le comportement opportuniste des agents, axé sur leur intérêt personnel, ne signifie pas qu'ils ne s'intéressent qu'à la simple dimension financière. L'agent peut être opportuniste ou égoïste en cherchant à aider une personne pour répondre à un besoin psychologique, même inconscient, qui lui procure une satisfaction. La notion de contrôle ou de supervision de l'agent ne traduit donc pas nécessairement un manque de confiance. Autrement dit, la mise en place de mécanismes permettant d'encadrer les actions de l'agent vise à s'assurer qu'un jugement de valeur erroné sur celui-ci ne lui confère pas un pouvoir excessif pouvant mettre à mal les intérêts du principal. Ainsi, comme le rappelle la célèbre citation attribuée à Vladimir Lénine : « la confiance n'exclut pas le contrôle ». L'approche adoptée par la théorie de l'agence considère ainsi que s'il est nécessaire de limiter l'espace discrétionnaire d'un agent, il importe aussi de lui laisser suffisamment de latitude pour accomplir sa mission et atteindre les résultats escomptés. Il s'agit plutôt de minimiser l'abus potentiel de la délégation de pouvoir (Davis, J. H. *et al.*, 1997, p. 23).

Pour modeler cette latitude, le concept de délégation est central. Il apparaît sous différentes formes dans la littérature : délégation stratégique, délégation managériale, habilitation ou encore espace discrétionnaire. Un courant de la théorie de l'agence considère que le principal préfère embaucher des agents « imparfaits » puis autoriser leur amélioration (et manipulation) par des mécanismes d'une tierce partie dans l'organisation pour perfectionner ou corriger leurs lacunes (Mitnick, 2012). La délégation peut prendre une forme formelle ou informelle (Angwin, 2007, p. 154).

La délégation peut ainsi être considérée comme un incitatif à part entière et entraîner de nombreux avantages stratégiques (Kräkel, 2004; Smith, 2010). En outre, elle réduit les coûts de principal et améliore l'innovation en habilitant les décideurs à proposer des solutions créatives distribuées dans l'organisation (Fanti *et al.*, 2017; Fikru *et al.*, 2025; Vickers, 1985; Zajac et Goranova, 2024). Au-delà des frontières

internes de l'organisation, l'habilitation a aussi des effets à l'extérieur celle-ci. La délégation de décisions permet d'habiliter les engagements externes qui ne peuvent être crédibles autrement (Sengul *et al.*, 2012).

L'intégration du management stratégique à la théorie de l'agence introduit le concept de discrétion managériale, définie comme la latitude de décider de la haute direction dans les dimensions individuelles, organisationnelles, industrielles et institutionnelles (Haj Youssef et Christodoulou, 2018; Hambrick et Finkelstein, 1987). Il émerge comme un lien conceptuel entre les théories à tendances déterministes et celles qui sont principalement managériales (Haj Youssef et Teng, 2019). Parmi les avantages observés, au niveau individuel certains membres de la haute direction peuvent envisager un plus grand nombre d'alternatives et créer plusieurs cours de l'action affectant le résultat de l'organisation (Wangrow *et al.*, 2015). Au niveau organisationnel, les organisations avec des ressources abondantes et facilement transférables permettent à la haute direction d'anticiper les changements et de choisir parmi de multiples alternatives (Hambrick et Finkelstein, 1987). Une approche stratégique de la discrétion managériale peut ainsi permettre de limiter les coûts d'agence (Haj Youssef et Teng, 2019).

Délégation, discrétion et habilitation peuvent être conceptualisées comme l'habilitation formelle ou informelle de l'agent à agir. Cette habilitation peut être interne en étant restreinte aux activités organisationnelles (micro dans le cadre de notre étude) ou externe en autorisant la présence active des agents dans le champ organisationnel (champs méso dans le cadre de notre étude).

Ces mécanismes d'habilitation, qu'ils soient formels ou informels, doivent être encadrés par des structures de gouvernance appropriées. L'organe central intégrant les mécanismes de gouvernance dans les organisations est le conseil d'administration. Il veille à concilier les intérêts dans le but d'assurer la pérennité de l'activité de l'entreprise. Plusieurs études se sont intéressées aux caractéristiques qu'un conseil d'administration devrait posséder pour performer en matière de développement durable. Parmi celles-ci, on note une proportion plus élevée d'administrateurs indépendants et de femmes, une séparation plus marquée du rôle de président du conseil d'administration et de directeur général, ainsi que des scores de gouvernance plus élevés reflétant des mécanismes de gouvernance renforcés (Webb, 2004). De manière plus spécifique aux enjeux environnementaux, certains de ces éléments se confirment, puisqu'un conseil d'administration comptant davantage d'administrateurs indépendants semble avoir un impact positif sur la performance sociale et environnementale de l'organisation, tout comme la séparation

des fonctions de directeur général et de président du conseil et la présence d'un comité (RSE) au sein du conseil d'administration (Hussain *et al.*, 2018).

Malheureusement, cette théorie, pourtant très utilisée, reste largement limitée à la seule vision de la séparation entre la propriété et le contrôle d'une entreprise, mettant ainsi l'accent sur l'investisseur actionnaire comme principal et la haute direction comme agents. Cette approche, centrée sur la primauté de l'actionnaire, fait fréquemment l'objet de critiques et constitue d'ailleurs la deuxième critique majeure après celle relative à l'opportunisme (Mayer, 2020; Stoelhorst et Vishwanathan, 2024). S'il s'agit là d'une composante centrale de la théorie de l'agence, la réduire à cette seule relation revient à la limiter considérablement, car les administrateurs doivent prendre en compte l'intérêt global de la firme dans la plupart des systèmes légaux (Blair, M., 1995; Charreaux et Desbrières, 1998; Sjøfjell, 2023).

Cette approche dominante résulte de la focalisation sur le domaine des affaires de la théorie de l'agence, approche fortement financière limitant la portée de la relation d'agence, au détriment du domaine des organisations (Gwala et Mashau, 2023). Pourtant, bien que l'attention soit portée sur la relation d'agence spécifique entre les actionnaires et les gestionnaires dans l'article séminal publié par Jensen et Meckling (1976), il est clairement précisé que :

[...] We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. (Jensen et Meckling, 1976, p. 308)

En outre, cette relation s'étend bien au-delà de ce cadre spécifique :

Contractual relations are the essence of the firm, not only with employees but with suppliers, customers, creditors, etc. The problem of agency costs and monitoring exists for all of these contracts, independent of whether there is joint production in their sense; i.e., joint production can explain only a small fraction of the behavior of individuals associated with a firm. (Jensen et Meckling, 1976, p. 310)

Ainsi, la recherche sur la théorie de l'agence s'est principalement intéressée aux fondements comprenant l'enjeu de l'opportunisme individuel, souvent d'ordre financier, et la primauté des actionnaires. Cette approche restreinte de la théorie de l'agence a fait émerger des critiques légitimes à son égard. Néanmoins, en reprenant ses bases, il apparaît que cette théorie peut intégrer une diversité d'approches beaucoup plus importante, lui permettant notamment de mieux prendre en compte son contexte.

La considération de cette vision élargie de la théorie de l'agence permet d'enrichir considérablement sa portée, puisque les diverses relations contractuelles intègrent des dimensions d'agence et, comme cela a été constaté avec la théorie des droits de propriété, ces contrats peuvent être formels ou informels. Ainsi, ces relations peuvent se manifester à l'intérieur de l'organisation, entre les différents niveaux hiérarchiques – entre les administrateurs et les dirigeants, les dirigeants et les gestionnaires, etc. – mais également à l'extérieur de l'organisation, avec les différentes parties prenantes.

De fait, certaines recherches se sont intéressées à la prise en compte de multiples acteurs. C'est notamment le cas lorsque l'approche des parties prenantes est intégrée à la théorie de l'agence. Dans ce cadre, les gestionnaires sont considérés comme les agents de l'ensemble des parties prenantes car chacune d'entre elles contribue à la création de valeur. La firme doit donc être considérée dans son ensemble, ce qui implique la mise en place de structures de gouvernance multi-principales où les parties prenantes sont différenciées selon leur importance et le pouvoir qu'elles exercent sur les gestionnaires (Donaldson et Preston, 1995; Grandori, 2005; Klein *et al.*, 2012).

Il existe donc de nombreuses relations d'agence que les gestionnaires des firmes doivent considérer. La conceptualisation de ces multiples définitions et la redéfinition du concept de principal permettent de mieux intégrer les parties prenantes, considérées comme un complément à la définition classique de la relation d'agence : la théorie de l'agence explique la relation conflictuelle entre les gestionnaires et les parties prenantes, en présupposant une asymétrie d'information ainsi que des conflits d'intérêts entre le principal et l'agent (Blair, M. M., 2005; Donaldson et Preston, 1995; Hussain *et al.*, 2018). Cet élargissement permet également d'intégrer la théorie de l'intendance, qui considère que la gouvernance s'inscrit plutôt dans une dynamique volontaire en éliminant l'opportunisme financier individuel. Avec les clarifications apportées précédemment, la théorie de l'intendance peut être qualifiée de cas spécifique parmi les différentes possibilités offertes par la théorie de l'agence (Gwala et Mashau, 2023).

L'accent excessif de la littérature sur la primauté du principal évoqué précédemment explique en partie pourquoi les grands investisseurs immobiliers, souvent des investisseurs institutionnels de grande envergure, sont généralement considérés dans le domaine de la gouvernance d'entreprise comme les principaux des entreprises de leur portefeuille. Ainsi, la littérature souligne que la présence des investisseurs institutionnels dans l'actionnariat d'une entreprise semble bénéfique, puisque leur rôle en tant que détenteurs de parts, au niveau de leur portefeuille global, influence les entreprises par des

stratégies partagées, par une intégration de ressources, et par la réduction de l'asymétrie d'information, renforçant donc leur transparence, tout en favorisant les pratiques durables et ESG et l'amélioration de la qualité des divulgations (Dyck *et al.*, 2019; Flammer et Bansal, 2017; Lewellen et Lowry, 2021; Park, J. *et al.*, 2019; Xiang *et al.*, 2025). En outre, leur présence contribuerait ultimement à renforcer la supervision externe, à réduire certains coûts d'agence, tout en améliorant la gouvernance interne des entreprises (Cheng *et al.*, 2022; Park, J. *et al.*, 2019).

Cependant, l'étude de ces grands investisseurs sous le seul angle de « principal » ne permet pas de les intégrer pleinement à la théorie de l'agence. La gouvernance de ces investisseurs en tant qu'organisations, ainsi que les différentes relations d'agence qu'ils entretiennent, tant à l'interne qu'à l'externe, mérite d'être mieux comprise afin de compléter la théorie existante. Cette approche élargie permet de considérer que les organisations que sont les grands investisseurs institutionnels en immobilier sont aujourd'hui à la fois des principaux majeurs, mais aussi des agents de leurs bénéficiaires. L'application d'une approche complète et complexe de la théorie de l'agence à ces acteurs de taille significative offrirait ainsi une meilleure compréhension de certaines dynamiques de changement.

Dans le contexte des grands investisseurs institutionnels étudiés dans cette thèse, la dimension habilitante de la théorie de l'agence prend une importance particulière. Leurs ressources conséquentes et leurs mécanismes de gouvernance sophistiqués leur permettent d'habiliter stratégiquement certains agents, tant au niveau interne qu'externe. L'habilitation interne, par la création de postes dédiés, de comités spécialisés et l'allocation de ressources, stimule l'innovation managériale en matière de changements climatiques et de protection de la biodiversité. L'habilitation externe, par la participation active d'agents à des initiatives transnationales, des groupes de travail sectoriels et des coalitions d'investisseurs, permet à ces organisations d'agir comme entrepreneurs institutionnels capables d'influencer le développement et la gouvernance du champ organisationnel.

2.5 Théories institutionnelles

La gouvernance d'entreprise s'inscrit dans un contexte institutionnel en perpétuelle évolution. Comprendre l'interaction entre le concept de gouvernance d'entreprise et les théories institutionnelles s'avère donc essentiel.

2.5.1 Fondements théoriques institutionnels

L'histoire de la théorie institutionnelle a été décrite de manière exhaustive par certains auteurs dans des ouvrages spécialisés tels que *The SAGE Handbook of Organizational Institutionalism* (Greenwood *et al.*, 2017), qui propose une analyse approfondie de cette métathéorie. Dans cette même optique, Glynn et D'ainno (2023) décrivent le développement de cette théorie, qu'ils qualifient de « parapluie », présentant l'ensemble des concepts et des principes interreliés constituant ses différents champs. Après une période s'étendant de 1900 à 1936 qualifiée de « soupe primordiale », plusieurs idées ont émergé, jetant les bases de la théorie institutionnelle (Glynn et D'ainno, 2023). Parmi elles, deux éléments communs apparaissent essentiels aux institutions : 1) les échanges entre les individus et les institutions; et 2) leur pérennité.

Le premier pivot de la théorie institutionnelle émerge dans les années 1950, porté par Phillip Selznick, considéré comme le père de cette théorie. Il prend pour unité d'analyse l'organisation, en insistant sur les valeurs infusées par les individus qui y travaillent. Lorsque ce processus s'opère, l'organisation s'institutionnalise. Dans ce pivot, l'agentivité (aussi comprise sous le terme d'agence – à différencier des relations d'agence décrites dans la section précédente) est rendue possible, notamment par l'entremise des leaders, considérés comme ceux qui définissent et préservent les valeurs organisationnelles (Glynn et D'ainno, 2023). Ce pivot, correspondant au vieil institutionnalisme, s'inscrit principalement dans le champ de la sociologie organisationnelle et reconnaît la dimension informelle de l'organisation (Rouleau, 2007).

Le deuxième pivot survient dans les années 1960 avec le courant du constructivisme social, principalement basé sur l'ouvrage de Berger et Luckmann (1966). Ce courant se distingue nettement de celui de Selznick. Bien qu'il considère aussi l'institutionnalisation comme un processus, sa conception s'appuie sur l'idée que les institutions émergent et se maintiennent à travers les routines d'interactions sociales des individus. Les institutions sont ici définies comme des « significations partagées et des compréhensions de modèles de comportement routiniers (y compris le langage et les symboles), que les individus finissent par ressentir comme une réalité extérieure constituant dès lors un fait coercitif ». Ces routines se créent par le caractère répétitif de l'action dans les organisations et de l'institutionnalisation des pratiques de gestion organisationnelles (Rouleau, 2007). La notion d'agentivité subsiste néanmoins au sein de ce deuxième pivot, puisque les acteurs peuvent choisir de jouer ou non leurs rôles habituels (Glynn et D'ainno, 2023).

Dans les années 1970-1980, deux pivots surgissent. Les macro-fondations de la théorie institutionnelle, introduites par Meyer et Rowan (1977), et les micro-fondations, développées par Zucker (1977). Ces

travaux ont entraîné un tournant dans la théorie institutionnelle, comprenant d'une part un niveau macro, associé au champ organisationnel, et d'autre part un niveau micro, centré sur le niveau individuel.

Le niveau macro suppose que des mythes rationnels structurent les champs dans lesquels les organisations opèrent. Ces mythes constituent des prescriptions ou des plans qui d'une part, spécifient les objectifs ou fins poursuivis, et d'autre part, indiquent les moyens jugés appropriés pour les atteindre sous forme de règles (Glynn et D'ahunno, 2023). Les structures, règles et procédures organisationnelles véhiculent des croyances qui les font paraître efficaces, même si cette efficacité est davantage perçue que démontrée. L'objectif est moins l'efficacité réelle que la légitimité auprès des acteurs externes (Rouleau, 2007). Dans les environnements fortement institutionnalisés, la légitimité procède dès lors de la conformité aux prescriptions plutôt que de l'efficacité de la production. En augmentant leur légitimité, les organisations augmentent aussi les ressources dont elles ont besoin pour survivre (Rouleau, 2007). Bien que dans la perspective macro l'institutionnalisation soit appréhendée de manière similaire à celle proposée par Selznick, les institutions y sont conceptualisées davantage comme des conventions qui acquièrent le statut de règles dans la pensée et l'action sociales, mais aussi comme des classifications construites socialement sous forme de typifications ou d'interprétations réciproques (Glynn et D'ahunno, 2023).

Le niveau micro porte sur un niveau d'analyse individuel où les environnements sociaux conditionnent le comportement des individus par des processus d'institutionnalisation. L'institution y est conceptualisée en deux dimensions : 1) une qualité de fait social analogue à une règle, correspondant à un modèle d'action organisé et extérieur à l'individu; et 2) un ancrage dans des structures formelles, comme certains aspects formels des organisations, indépendantes de tout acteur ou contexte particulier (non personnel/objectif). Cette approche, relevant de la psychologie sociale et cognitive, montre que les comportements individuels sont guidés par des schémas et des scripts internalisés, souvent inconscients ou considérés comme acquis, plutôt que par des choix pleinement conscients (Glynn et D'ahunno, 2023).

2.5.2 Le néo-institutionnalisme

Dans les années 1980-1990, la théorie néo-institutionnelle émerge notamment avec l'article séminal de DiMaggio et Powell (1983), qui met un accent particulier sur l'analyse au niveau sectoriel. Cette approche cherche à expliquer comment les organisations sont confrontées à d'importantes pressions de conformité, aboutissant à un isomorphisme organisationnel favorisant leur légitimité par le biais des mécanismes

coercitifs, mimétiques, et normatifs. Selon cette approche, les organisations tendent à devenir homogènes en se conformant aux pressions de l'environnement au fil du temps (Rouleau, 2007).

La légitimité organisationnelle est importante, elle est définie comme la pertinence perçue d'une organisation dans un système social en termes de règles, valeurs, normes et définitions (Deephouse *et al.*, 2017). Trois types de légitimité bien distincts sont identifiés (Suchman, 1995): 1) la légitimité pragmatique, qui repose sur l'intérêt-personnel de l'audience immédiate d'une organisation, 2) la légitimité morale, qui reflète l'évaluation normative positive de l'organisation et de ces activités et 3) la légitimité cognitive, qui représente le niveau le plus profond où l'organisation est « prise pour acquise » comme nécessaire ou inévitable. Les organisations peuvent ainsi voir leur légitimité dans quatre états (Deephouse *et al.*, 2017) : 1) acceptée, qui couvre les organisations considérées comme légitime mais de manière passive par manque d'évaluation récente ou manque d'évaluation tout court, 2) appropriée, plus actif, qui couvre les organisations établies comme légitimes, 3) débattue, où la légitimité de l'organisation est questionnable de par des désaccords actifs dans le système social, et 4) illégitime, où l'organisation reflète l'évaluation par le système social que l'organisation n'est pas appropriée et qu'il faut qu'elle soit réformée ou même qu'elle cesse d'exister. On distingue deux types de gestion de la légitimité (Ashforth et Gibbs, 1990, p. 178-180; Deephouse *et al.*, 2017) : 1) la gestion symbolique, qui vise à transformer la signification des actes pour les faire apparaître conformes aux valeurs et attentes sociales et 2) la gestion substantive qui implique des changements réels et matériels dans les objectifs, structures, processus ou pratiques organisationnelles.

Les pressions auxquelles les organisations sont exposées proviennent des différents acteurs constituant la constellation dans laquelle évolue l'unité organisationnelle centrale. Cette constellation a été désignée par divers termes (sphère institutionnelle, champ institutionnel, secteur social, etc.), mais un consensus s'est établi autour du concept de champ organisationnel (Scott, 1991). La notion de champ organisationnel a été précisée comme une communauté d'organisations partageant un système de sens commun, au sein duquel les participants interagissent plus fréquemment et plus intensément entre eux qu'avec des acteurs extérieurs au champ (Scott, 2014, p. 106). La théorie néo-institutionnelle prolonge ainsi les travaux sur les macro-fondations. Le concept de champ et sa définition constituent dès lors des éléments centraux de cette théorie. Plus particulièrement, les « champs fragmentés » sont caractérisés par des mythes rationnels faibles et susceptibles de stimuler le changement (Glynn et D'ainno, 2023).

Cependant, plusieurs questions demeurent dans la théorie néo-institutionnelle, notamment en raison de son approche fortement socialisée (Granovetter, 1985). Parmi ces questions non résolues, figurent les enjeux entourant le constructivisme social, le processus d'institutionnalisation intégrant le changement et l'innovation, ainsi que les questions d'agentivité (Glynn et D'anno, 2023). Aussi, les lacunes d'application de la théorie néo-institutionnelle au secteur privé limitent la compréhension des nouvelles attentes en responsabilité sociale (Rouleau, 2007). C'est pourquoi une volonté d'élargir la théorie néo-institutionnelle a émergé, mettant l'accent sur le changement organisationnel et l'hétérogénéité des réponses des organisations face aux pressions institutionnelles, en examinant les membres des champs organisationnels à la lumière de leur contexte spécifique (Greenwood et Hinings, 1996; Holm, 1995; Kraatz et Zajac, 1996).

En outre, bien que les pressions organisationnelles soient constantes, l'isomorphisme comme aboutissement de ces pressions ne fait pas nécessairement consensus (Lounsbury, 2008). Ainsi, l'isomorphisme n'est pas un processus déraisonné et structurellement déterminé, mais plutôt un accomplissement qui prend place dans des environnements institutionnels divers (Meyer et Rowan, 1977, p. 356). Cette critique provient notamment de la surutilisation du mécanisme mimétique et sa lacune concernant les dynamiques de pouvoir dans les processus de diffusion (Mizruchi et Fein, 1999). Le mimétisme apparent résulte souvent de décisions rationnelles de gestionnaires orientés vers la performance (Strang et Macy, 1999). La notion de mimétisme a de fait laissé place à travers le temps à la notion culturelle-cognitive et la notion coercitive évolue vers la notion régulative découlant notamment du tournant cognitif (Scott, 2010; Wooten et Hoffman, 2017).

Ainsi, le mécanisme régulateur désigne l'aspect légal des institutions prenant la forme de réglementations ou de directives formelles, souvent coercitives, ou des sanctions légales (Hoffman, 1999; Scott, 2010). Le mécanisme normatif représente l'aspect social des institutions par des règles générales, des principes, des normes, des procédures d'opération (formelles ou informelles), bien souvent volontaires et qui prennent la forme d'une obligation sociale ou de professionnalisation (Hoffman, 1999; Scott, 2010). Enfin, le mécanisme culturel cognitif fait référence aux institutions matérialisées par les symboles, tels que les mots, les signes ou encore les gestes, ainsi que les règles et cadres culturels qui guident les connaissances de la nature de la réalité et les cadres par lesquels ce sens est développé (Hoffman, 1999; Scott, 2010).

Ce nouveau tournant s'intéresse ainsi aux différents processus permettant d'introduire des notions de changement, en tenant compte du rôle des intérêts personnels et de l'agentivité des individus dans

différents contextes (Covaleski et Dirsmith, 1988; DiMaggio, 1988; Perrow, 1986). Le concept d'action rationnelle dans le courant néo institutionnel prend dès lors une place centrale (Lounsbury, 2008). Face aux pressions institutionnelles, certaines stratégies et tactiques ont été identifiées telles que l'acquiescement, le compromis, l'évitement, la défiance et la manipulation (Oliver, 1991). La manipulation sera détaillée ultérieurement, ses tactiques étant particulièrement pertinentes pour cette recherche. Par ces stratégies, Oliver (1991) met en avant la notion d'agentivité organisationnelle, mais ce n'est pas la seule, par exemple Greenwood et Hinings (1996) explorent comment les conditions internes à l'organisation facilitent l'agentivité et le changement tout en contextualisant les champs. Ces articles permettent, entre autres, de rendre la théorie institutionnelle accessible pour les chercheurs en gestion, alors qu'elle était auparavant principalement abordée sous un angle sociologique.

Par la même occasion, la perception du champ organisationnel évolue, ce concept devient particulièrement pertinent dans la mesure où il permet d'étudier, les théories institutionnelles à un niveau méso en intégrant notamment les structures au niveau du champ, les organisations participantes et les acteurs travaillant avec et entre ces organisations, encourageant ainsi l'analyse multiniveau (Scott, 2010). Le concept de champ joue un rôle vital pour connecter l'étude des organisations à des structures macro plus larges (sectoriel, sociétal et transnational) (Scott, 2010). Dans cette thèse, l'approche du champ organisationnel adoptée est celle de Hoffman (1999) qui considère que celui-ci se forme autour d'un enjeu devenu et devenant important pour les intérêts et les objectifs d'un collectif spécifique d'organisations, rendant ainsi important la surveillance de ces enjeux pour éviter que d'autres organisations cristallisent le champ à leur place. Ces champs comportent également des événements structurants comme des conférences ou des cérémonies de remises de prix permettant aux différents acteurs de discuter, définir et débattre les enjeux d'intérêts (Lampel et Meyer, 2008). Les organisations ont d'autant plus intérêt à y participer car les constituants sont engagés dans une « guerre » de distribution du capital spécifique, accumulé au cours des « guerres » précédentes, qui orientent leurs stratégies futures (Calhoun, 1993, p. 86; Wooten et Hoffman, 2017). Les champs sont ainsi vus comme des espaces d'action stratégique où les acteurs cherchent un avantage et où les membres changent en fonction de l'enjeu (Fligstein et McAdam, 2012). Cette perspective permet d'analyser comment les organisations façonnent leur environnement tout en étant simultanément influencées par celui-ci (Scott, 1994).

2.5.3 Le changement institutionnel

En conséquence, cette approche se focalisant sur l'hétérogénéité des réponses des organisations face aux pressions institutionnelles permet de s'éloigner des mythes rationnels et de la conformité et met l'accent sur le changement organisationnel tout en examinant l'institutionnalisme au niveau d'analyse de l'organisation. Cela s'oppose à l'approche isomorphique appliquée chez les néo-institutionnalistes, qui ne prennent pas en compte l'agentivité ni le pouvoir des individus. Pourtant, DiMaggio (1988) suggère une réconciliation potentielle avec ces thématiques en affirmant que de nouvelles institutions émergent lorsque des acteurs organisés, disposant de ressources suffisantes, identifient en elles une opportunité de réaliser les intérêts qu'ils valorisent. Il s'agit ainsi d'une introduction claire de l'agentivité dans la théorie néo-institutionnelle (Garud et al., 2013), pouvant faire écho au principe d'opportunisme et d'intérêt personnel mis en avant dans la théorie de l'agence exposée précédemment.

De plus, Greenwood et Hinings (1996) ont combiné le vieil et le nouvel institutionnalisme en développant un cadre visant à comprendre les processus par lesquels les organisations individuelles conservent, adoptent ou abandonnent des modèles organisationnels, compte tenu de la nature institutionnalisée des domaines organisationnels. Ces recherches continuent leurs déploiement par l'entremise de projets mettant en avant trois constats. Premièrement, la nature contradictoire des arrangements institutionnels stimule la capacité des agents à initier un processus de changement institutionnel (Seo et Creed, 2002). Deuxièmement, ces changements peuvent parfois survenir à l'intérieur même des champs organisationnels, qui constituent dès lors des lieux de contestation et de difficulté, laissant derrière eux des pratiques organisationnelles désuètes (Schneiberg, 2007). Troisièmement, les associations professionnelles contribuent aussi à légitimer le changement dans des environnements fortement institutionnalisés (Greenwood et al., 2002). Dans ce courant, les chercheurs examinent notamment les différents facteurs institutionnels influençant l'adoption de pratiques (Lounsbury, 2001). Ces travaux ont fait l'objet d'un numéro spécial de *Academy of Management* (Dacin et al., 2002). En outre, d'autres courants de recherche, comme l'institutionnalisme scandinave, ont œuvré à analyser le changement institutionnel sur la base des processus de traduction ou d'emprunt d'un contexte à l'autre (Rouleau, 2022).

Beaucoup de critiques ont cependant émergé à l'encontre de cette vision du changement institutionnel, car la réponse était principalement unidirectionnelle. Autrement dit, l'agentivité des organisations se focalisait surtout sur la réaction aux pressions institutionnelles sans réellement considérer les réponses institutionnelles, ramenant l'attention vers les champs organisationnels (Greenwood et al., 2017). La

perspective des champs organisationnels, évoqués précédemment, se révèlent être un élément central pour y répondre. En conséquence, la consolidation du rôle de l'agence organisationnelle permet d'appréhender le changement institutionnel comme un sous-champ de la théorie institutionnelle (Rouleau, 2022). L'acceptation du changement institutionnel en tant que tel revêt une importance particulière, car cette approche introduit le caractère temporel et dynamique des champs organisationnels. Dans cette perspective, Greenwood *et al.* (2002) ont présenté un processus de changement institutionnel permettant de conceptualiser ce changement à travers six grandes étapes, soit : 1) les événements précipitateurs; 2) la désinstitutionnalisation; 3) la préinstitutionnalisation; 4) la théorisation; 5) la diffusion; et 6) la réinstitutionnalisation (Figure 2.3).

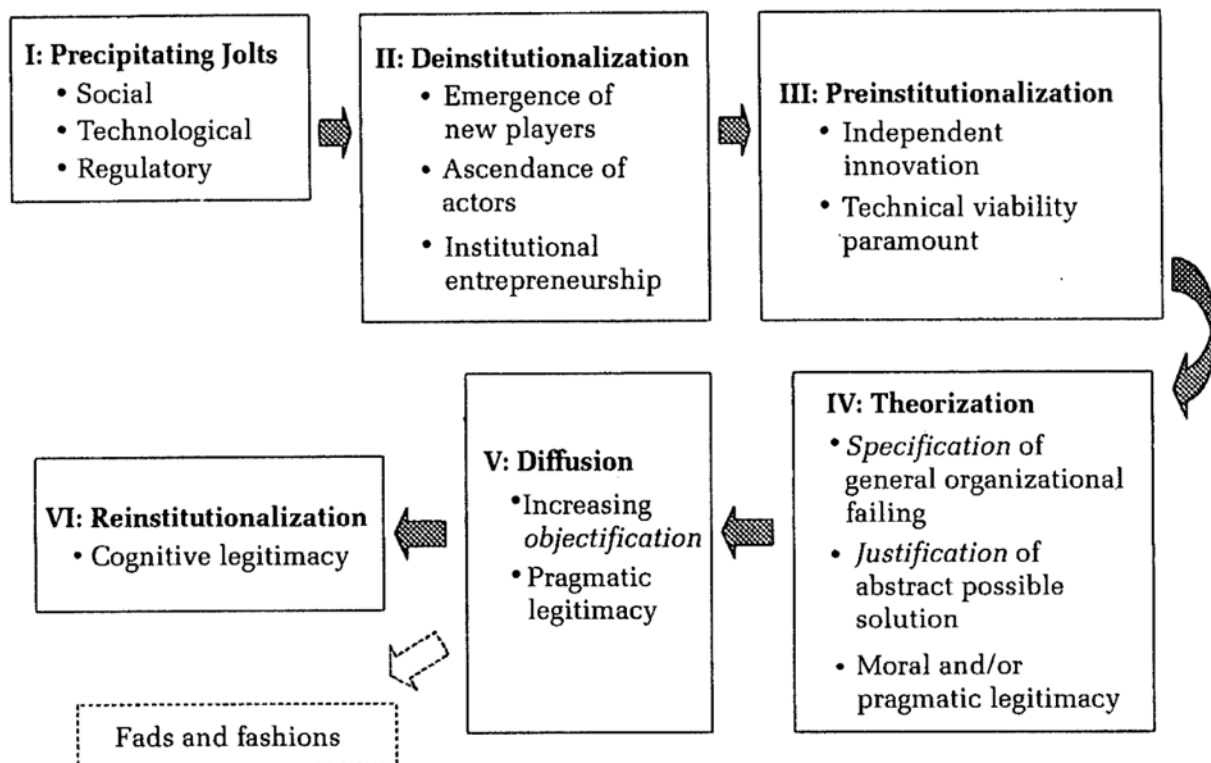


Figure 2.3 : Étapes du changement institutionnel (Greenwood *et al.*, 2002)

Toutefois, ce processus ne permet ni de saisir ni de représenter les interactions entre les différents niveaux abordés dans le chapitre 1 (macro, méso et micro). Il ne restitue pas non plus les dynamiques propres à chacun de ces niveaux, pourtant essentielles à la littérature sur le changement institutionnel. Micelotta *et al.* (2017) se sont servis de ce processus pour classer la littérature en distinguant les changements exogènes dans les environnements institutionnels, l'entrepreneuriat institutionnel et les improvisations

relevant des processus micro et des pratiques. Parmi les pistes de recherche envisagées figure notamment l'analyse des dynamiques à l'origine de la création de champs, et l'étude des facteurs contextuels responsables de l'éloignement de certains champs par rapport à d'autres (Greenwood *et al.*, 2017).

Le processus développé par Greenwood *et al.* (2002) peut faire écho à celui conceptualisé par Tolbert et Zucker (1996), qui se structure quant à lui en quatre phases, soit : 1) l'innovation, insufflée par la législation, les forces du marché ou encore le changement technologique; 2) l'habituatation; 3) l'objectivation, influencée par la théorisation et la gestion de l'interorganisationnel; et 4) la sédimentation, conditionnée par les résultats positifs et la résistance ou les accords de groupes d'intérêt (Rouleau, 2007). En outre, une fois sédimentés, les comportements institutionnalisés sont difficiles à transformer (Tolbert et Zucker, 1996). Néanmoins, ce processus ne permet pas de saisir les dynamiques inductives entre l'habituatation et l'innovation ni celles de l'espace interorganisationnel, celles-ci étant pourtant nécessaires à l'objectivation. En outre, pour étudier les processus d'institutionnalisation, la plupart des études de la littérature reposent sur une démarche historique et longitudinale (Rouleau, 2007).

2.5.4 L'institutionnalisme renouvelé

Le dernier pivot théorique, survenu dans les années 2000, porte sur la pluralité théorique. Il élargit la théorie institutionnelle en intégrant la considération du comportement au niveau d'analyse interne et multi-niveau, de même que l'analyse du comportement d'agentivité des acteurs dans la construction, le maintien et la promotion du changement institutionnel. Deux nouveaux sous-champs émergent de cette pluralité théorique : 1) l'entrepreneuriat et le travail institutionnel; et 2) les logiques institutionnelles (Glynn et D'anno, 2023). L'entrepreneuriat et le travail institutionnel trouvent toute leur place dans les théories institutionnelles, car : « De toute évidence, l'objectif de la théorie institutionnelle est de privilégier la continuité et la contrainte dans la structure sociale, mais cela ne doit pas empêcher de s'intéresser aux façons dont les individus agissent pour créer, maintenir et transformer les institutions. » (Scott, 2013).

L'entrepreneuriat institutionnel mérite une attention particulière, car il constitue un outil conceptuel majeur pour analyser l'agentivité organisationnelle. Plusieurs travaux ont exploré le rôle des entrepreneurs institutionnels dans l'élaboration, la diffusion et la consolidation des discours, normes et structures qui orientent l'action institutionnelle (DiMaggio, 1988; Fligstein, 1997; Lawrence, 1999; Maguire *et al.*, 2004). Dans cette approche certaines structures détiennent une influence suffisante pour orienter les règles du jeu, sans toutefois pouvoir les imposer aux champs organisationnels, puisque leur

acceptation dépend des autres acteurs du champ (Beckert, 1999; Fligstein, 1990). Ce constat s'inscrit dans le processus de création et de construction de la légitimité (Greenwood *et al.*, 2017; Suddaby et Greenwood, 2005) et permet ainsi d'enrichir l'approche induite par le changement institutionnel.

Plus spécifiquement, les entrepreneurs institutionnels sont des acteurs (individus ou organisations) mobilisant des ressources pour créer ou transformer de nouvelles institutions. De nombreuses études portant sur l'entrepreneuriat institutionnel analysent ainsi des acteurs ayant des positions sociales dominantes, car ils possèdent les ressources nécessaires pour mobiliser d'autres parties prenantes et transformer les règles de leur champ organisationnel (Rouleau, 2022). Pour qu'un entrepreneur puisse être qualifié d'institutionnel, deux conditions doivent être remplies, à savoir : 1) il doit initier un changement qui rompt avec les compréhensions et les croyances communément partagées dans son champ organisationnel; et 2) il doit être directement impliqué dans la mobilisation des ressources nécessaires pour mettre en œuvre le changement (Rouleau, 2022).

Ces entrepreneurs institutionnels agissent donc au niveau des champs organisationnels. Certaines recherches portent notamment sur les positions des acteurs dans les champs (centraux ou périphériques). Ces positions limitées offrent aux entrepreneurs institutionnels une identité légitime leur permettant d'agir (Battilana, 2006; Maguire *et al.*, 2001). Elles confèrent aux organisations qui les occupent des intérêts et des opportunités institutionnellement définies et parfois l'opportunité d'exercer un pouvoir temporaire sur le champ (Hardy et Maguire, 2017). Dans cette perspective les entrepreneurs institutionnels ne détiennent pas le pouvoir à proprement parler, mais occupent des positions leur permettant d'exercer du pouvoir dans un champ organisationnel donné (Hardy et Maguire, 2017).

L'état du champ organisationnel en soit peut aussi expliquer sa propension à voir émerger des activités d'entrepreneuriat institutionnel ou non. Par exemple, des champs qui sont dans des états de crises auraient plus de chance de voir apparaître des entrepreneurs institutionnels car ils soulèvent des contradictions qui demandent des solutions (Fligstein et Mara-Drita, 1996). Le degré de maturité (émergents ou mature) est également souligné avec dans les champs émergents plus d'opportunité en matière d'entrepreneuriat institutionnel (Greenwood et Suddaby, 2006; Leblebici *et al.*, 1991; Maguire *et al.*, 2004; Micelotta *et al.*, 2017). Dans les deux cas, le concept de « vides institutionnels » représenterait des opportunités pour l'entrepreneuriat institutionnel (Mair et Martí, 2009; Zietsma *et al.*, 2017).

L'analyse des entrepreneurs institutionnels comprend notamment la question du chevauchement des agences, c'est-à-dire la manière dont les acteurs, ainsi que leurs croyances et actions encadrées par les institutions existantes, peuvent contourner ou transformer ces institutions. Cette tension peut être qualifiée de « paradoxe de l'agence encastrée » (Battilana et D'ahunno, 2009) et se formule en d'autres termes comme suit : « Comment les acteurs peuvent-ils changer les institutions s'ils les tiennent pour acquises et ne peuvent donc pas envisager d'alternatives ? » (Weik, 2011). En conséquence, certains auteurs soulignent l'importance de déterminer quelles conditions « produisent » les entrepreneurs, ou, autrement dit, quelles conditions déclenchent un comportement entrepreneurial ou le rendent efficace (Battilana, 2006; Weik, 2011). Bien qu'il soit considéré que le changement dans un champ provienne d'acteurs périphériques ou en position de non-conformité institutionnelle, plusieurs études empiriques démontrent que dans ce paradoxe, des acteurs puissants, occupant des positions dominantes dans les champs matures peuvent apporter le changement (Hardy et Maguire, 2017; Lepoutre et Valente, 2012).

Le changement proviendrait de divers stimuli découlant des tensions et des contradictions présentes dans les champs organisationnels, créant de l'incertitude (Hardy et Maguire, 2017). L'incertitude dans un champ, soit le degré auquel les états futurs du monde ne peuvent être anticipés et prédits avec précision, stimule le changement institutionnel dans la mesure où les acteurs cherchent à la réduire (Hardy et Maguire, 2017). Liée au concept d'incertitude, l'approche Coasienne de l'entrepreneuriat institutionnel désigne l'initiation, la création et la direction d'organisations spécialisées dans le développement de cadres institutionnels réduisant les coûts de transaction pour les autres acteurs du secteur (Dew, 2006).

Prolongeant le travail d'Oliver (1991) des stratégies ont été identifiées afin de catégoriser les réponses des acteurs. Tout d'abord, les stratégies liées aux ressources désignent les ressources de nature politiques, financières, organisationnelles, matérielles, culturelles, de réseau et d'affiliation, discursives, des connaissances scientifiques et historiques pour s'en servir comme levier envers les autres acteurs (Hardy et Maguire, 2017). Poussée à l'extrême, cette stratégie s'apparente aux tactiques de contrôle visant à dominer les acteurs externes (Oliver, 1991).

La deuxième stratégie mobilise les logiques. Elle s'opère par des interventions dans la sphère discursive ou d'idéation, qui surviennent simultanément à la construction et à la communication de logiques ou raisons pour lesquelles les autres acteurs devraient appuyer le projet d'institutionnalisation (Hardy et Maguire, 2017). L'idée de cette stratégie est de légitimer le projet par le développement d'arguments

ciblés par la production, diffusion et consommation de textes (Boxenbaum et Battilana, 2005; Creed *et al.*, 2002; Maguire *et al.*, 2004; Phillips *et al.*, 2004). Les référentiels collectifs sont particulièrement pertinents par leur triple action de ponctuation de l'enjeu, d'élaboration du problème et de motivation pour résoudre le problème (Creed *et al.*, 2002; Hardy et Maguire, 2017; Misangyi *et al.*, 2008). Les investisseurs institutionnels utilisant cette stratégie s'appuient souvent sur des logiques préexistantes au niveau du champ et dans les discours dominants pour positionner leur projet dans des catégories et schémas connus pour rendre le changement compréhensible et porteur de sens pour les autres acteurs (Hardy et Maguire, 2017; Hardy et Phillips, 1999; Hargadon et Douglas, 2001; Lawrence et Phillips, 2004). Cette deuxième stratégie s'apparente aux tactiques d'influence qui sont dirigées vers les valeurs et les croyances institutionnelles ainsi que les définitions et les critères de pratiques ou de performance acceptable (Oliver, 1991).

Enfin, la troisième stratégie porte sur les relations visant à établir de nouveaux liens inter-acteurs pour amener le changement par l'action collective (Garud *et al.*, 2002; Lawrence *et al.*, 2002; Wijen et Ansari, 2007). Ici, aussi bien les ressources matérielles que logiques sont mobilisées pour développer de nouvelles relations entre les acteurs tels que des collaborations, des coalitions ou encore des alliances (Hardy et Maguire, 2017). Les compétences uniques des entrepreneurs institutionnels sur le plan politique et social leur permettent d'induire la coopération entre les autres (Fligstein, 2001; Maguire *et al.*, 2004; Perkmann et Spicer, 2007). Cette dernière stratégie s'apparente à la tactique de cooptation qui cherche à neutraliser l'opposition institutionnelle notamment et à renforcer la légitimité (Oliver, 1991).

Ces trois stratégies sont souvent utilisées ensemble. L'utilisation des dépendances et de leur autorité formelle change les comportements, l'usage d'histoire et de narratifs induit la coopération et enfin l'appui sur ce cadrage pour réunir des alliés et constituer une coalition (Hardy et Maguire, 2017). L'entrepreneuriat institutionnel peut ainsi être vu comme l'alignement et la stabilisation d'arrangements matériels, discursifs et relationnels dans un champ organisationnel (Levy, D. et Scully, 2007).

À présent que le concept d'entrepreneuriat institutionnel a été présenté. Une brève description des concepts de travail institutionnel et de logique institutionnelle est présentée. Le concept de travail institutionnel est défini comme la vaste catégorie d'actions délibérées visant à créer, maintenir ou perturber des institutions et des organisations. Le postulat adopté est proche de celui de Berger et Luckmann, selon lequel les institutions sont reproduites uniquement par l'entremise de l'agentivité des

individus (Dobbin, 2010). Ainsi, l'intérêt porte principalement sur la manière dont les individus, dotés d'agentivité et de raison, construisent, maintiennent ou changent les institutions. Le travail institutionnel met davantage l'accent sur les pratiques quotidiennes, les efforts ciblés et les actes locaux de résistance et de maintien des institutions menés par des individus et des groupes, tels que des travaux politiques, culturels ou encore techniques (Rouleau, 2022). Certaines recherches sur le travail institutionnel se focalisent ainsi sur le travail institutionnel d'acteurs impuissants dans la construction d'institutions alternatives en mobilisant les « biographies institutionnelles » afin d'analyser un individu par rapport aux institutions qui ont structuré sa vie (Rouleau, 2022).

Enfin, les logiques institutionnelles s'intéressent aux modèles historiques et socialement construits de symboles culturels et de pratiques matérielles, incluant les hypothèses, les valeurs et les croyances, grâce auxquels les individus et les organisations donnent un sens à leur activité quotidienne, organisent le temps ainsi que l'espace et reproduisent leur vie ou leurs expériences (Thornton et al., 2012). Les logiques institutionnelles examinent ainsi les forces socioculturelles ou les ordres cognitifs qui structurent un domaine institutionnel donné (Rouleau, 2022). Cette approche permet de mieux saisir la complexité et la fragmentation institutionnelle, au sens que les institutions façonnent les objectifs et les structures organisationnelles en même temps qu'elles fonctionnent également à plusieurs niveaux (Rouleau, 2022). Certaines organisations naviguant au sein de logiques contradictoires, ancrées dans divers ensembles de règles et de valeurs professionnelles, peuvent ainsi être amenées à gérer ces tensions et cette complexité institutionnelle (Rouleau, 2022). Le cadre d'analyse transversal fourni par les logiques institutionnelles permet donc de combiner les relations récursives entre les niveaux d'analyse macro et micro (Rouleau, 2022). Les différents champs issus des théories institutionnelles peuvent être visualisés dans la Figure 2.4.

Dans le cadre de cette thèse, l'approche adoptée porte sur l'agentivité institutionnelle par l'entrepreneuriat institutionnel des grands investisseurs en immobilier en tant qu'organisations. Si ces dernières répondent d'une part aux pressions institutionnelles de leur contexte politique, légal et réglementaire – comme le soulignent le néo-institutionnalisme et l'isomorphisme par lequel cette conformité se matérialise – ces organisations sont d'autre part en mesure d'influencer leur champ organisationnel par leur agentivité organisationnelle et leur comportement entrepreneurial, contribuant ainsi au changement de leur contexte. L'intérêt est donc porté sur le changement institutionnel afin de mieux saisir comment ces organisations répondent et contribuent à former les différentes pressions institutionnelles auxquelles elles font face. Pour ce faire, les théories de la gouvernance, en particulier la

théorie de l'agence, constituent une pierre angulaire pour comprendre comment le comportement entrepreneurial des investisseurs institutionnels en immobilier s'opère et contribuent au changement institutionnel malgré les pressions émanant de la diversité des contextes institutionnels au sein desquels évoluent les investisseurs en immobilier.

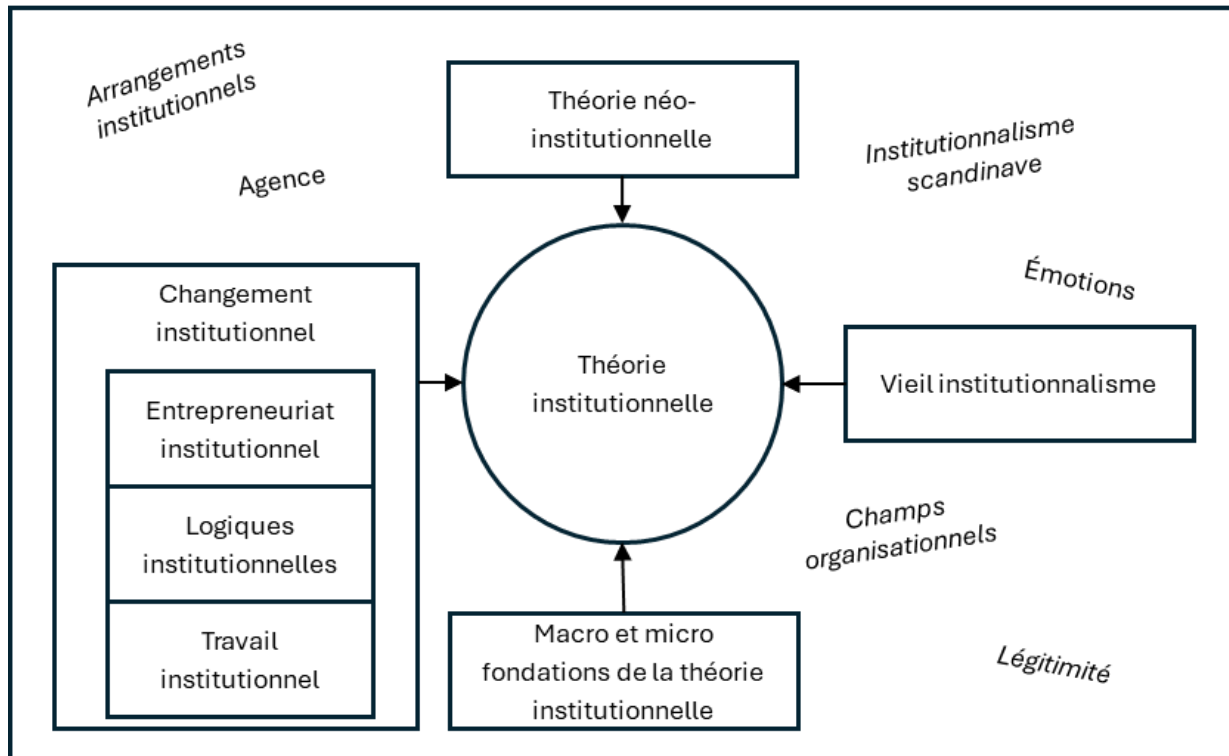


Figure 2.4 : Champs des théories institutionnelles, inspiré de Glynn et D'Aunno, 2023 et Greenwood et al., 2017

2.6 Interactions entre les théories institutionnelles et la gouvernance d'entreprise

Les théories de gouvernance et les théories institutionnelles ont été présentées. Cette section les articule pour construire le cadre théorique et conceptuel de cette thèse.

2.6.1 La théorie de l'agence comme levier analytique pour enrichir les théories institutionnelles

Comme le montrent les développements sur les théories institutionnelles, la notion d'agentivité constitue historiquement un sujet controversé au sein de la métathéorie institutionnelle, notamment en ce qui concerne l'influence réelle d'un acteur sur son contexte (Battilana et D'Aunno, 2009). Plusieurs auteurs soulignent par ailleurs un manque d'ancrage économique et juridique au sein de la théorie institutionnelle appliquée à la gestion. Le concept de gouvernance d'entreprise pourrait contribuer à combler cette lacune.

De surcroît, Ritzer (1992) incite les métathéories à s'intéresser davantage aux *middle-range theories*. Cartwright (2020) définit une *middle-range theory* comme une théorie « claire, précise et qui constitue un seul type de théorie pouvant être utilisée pour expliquer de manière partielle une gamme de phénomènes différents, sans toutefois prétendre être en mesure d'expliquer tous les phénomènes sociaux. ». La théorie de l'agence peut dès lors être caractérisée en tant que tel. Dans ce contexte, mobiliser la théorie de l'agence semble pertinent pour approfondir la théorie institutionnelle, notamment au regard des préoccupations soulevées dans la littérature sur l'entrepreneuriat institutionnel quant à l'identification des conditions déclenchant un comportement entrepreneurial ou en déterminant l'efficacité (Weik, 2011).

En outre, dans la continuité des constats de la littérature sur le changement institutionnel, il apparaît crucial de dépasser une approche statique pour adopter une perspective dynamique de la théorie de l'agence, élément central de la théorie du changement institutionnel. L'intégration des théories institutionnelles, en particulier la théorie néo-institutionnelle et du changement institutionnel, permettrait de répondre à ces enjeux afin de rendre la théorie de l'agence à son tour dynamique.

2.6.2 La gouvernance d'entreprise dans la diversité des contextes institutionnels : vers une approche élargie des relations d'agence

Dans les théories de la gouvernance d'entreprise, il est empiriquement établi que les forces institutionnelles, comme la législation ou encore les attentes des parties prenantes, façonnent les politiques de gouvernance soutenant le développement durable (Sancha *et al.*, 2023). Alors que les critiques de la théorie néo-institutionnelle soulignent une tendance à la sur-socialisation de celle-ci (Granovetter, 1985), celles adressées à la théorie de l'agence mettent plutôt en évidence son caractère sous-contextualisé et son incapacité à expliquer de manière précise la diversité des arrangements de gouvernance d'entreprise à travers différents contextes institutionnels (Wright *et al.*, 2013).

Pourtant, comme mentionné dans la section décrivant la théorie de l'agence, il est possible de dépasser l'approche dominante en gouvernance d'entreprise, trop souvent réduite à la relation bilatérale entre actionnaires et gestionnaires des entreprises cotées en bourse. L'adoption d'une approche plus complète et complexe de la théorie de l'agence permet plutôt de considérer l'ensemble des relations d'agence entre divers acteurs, en les replaçant dans le contexte institutionnel au sein duquel ils évoluent. Une telle approche des relations d'agence appliquée à la gouvernance d'entreprise met en évidence que les organes de gouvernance doivent élaborer des mécanismes capables de répondre aux attentes de multiples principaux issus de l'environnement institutionnel. La théorie de l'agence devient alors un outil pour inciter

les acteurs concernés – notamment ceux pour lesquels l’organisation agit comme principal – à adopter des pratiques conformes aux attentes institutionnelles. Ce constat est d’autant plus pertinent pour certaines entreprises perçues comme des institutions en elles-mêmes, car ces dernières devraient tenir compte des parties prenantes clés, privilégier une vision à long terme et favoriser la coopération (Selznick, 1996) ce qui diffère fondamentalement de la vision dominante dans la théorie de l’agence.

Dans ce cadre, la théorie néo-institutionnelle et le concept de pressions institutionnelles occupent une place centrale, puisqu’elles influencent nécessairement le contexte dans lequel évolue une organisation. Les pressions institutionnelles sont normatives, régulatrices et culturelles-cognitives (Scott, 2010). Ces pressions peuvent mener à l’isomorphisme par l’entremise des mécanismes coercitif, mimétique, normatif, associé à la professionnalisation des organisations. Ces mécanismes incitent dès lors les organisations à adopter des pratiques similaires (DiMaggio et Powell, 1983).

2.6.3 L’influence du contexte institutionnel sur les modes de gouvernance des organisations

Ces différentes pressions influencent profondément les structures organisationnelles à travers différents mécanismes identifiés par Scott (1987). Ces mécanismes comprennent l’imposition (le fait d’imposer quelque chose), l’autorisation, l’induction, l’acquisition, l’impression ou encore l’incorporation d’une structure organisationnelle (Scott, 1987). Ces différentes structures affectent les modes de gouvernance d’entreprise qui y sont associés. Dès lors, les mécanismes de gouvernance propres à une coopérative diffèrent de ceux observés dans les entreprises publiques. De même, les investisseurs institutionnels représentent souvent des acteurs dits « *sui generis* », en raison du fait que ces derniers sont créés par la loi et dotés de structures de gouvernance spécifiques. Il convient toutefois de souligner que, dans certains cas particuliers, les organisations peuvent parvenir à contourner ces contraintes structurelles.

Ces formes et structures organisationnelles, contribuant à l’isomorphisme, reposent aussi sur l’implication des individus. Ceux-ci jouent un rôle dans la théorie néo-institutionnelle en exerçant une influence collective par les normes, les coutumes, l’histoire, la religion, les mœurs, ainsi que par les réseaux sociaux et les relations (Rutherford, 2001; Scott, 2008; Williamson, 1998a). Aussi, ces formes et structures organisationnelles, ainsi que la manière dont elles répondent aux pressions institutionnelles, permettent d’intégrer la notion de légitimité, qui assure aux entreprises la continuité de leurs activités tout en limitant les risques liés à leur réputation (Brammer *et al.*, 2012). Cet effet est important dans la gestion des parties prenantes évoluant dans des contextes risqués, d’urgence ou disruptifs (Hällgren *et al.*, 2018).

L'entreprise ne constitue donc pas un organisme isolé, mais s'insère plutôt au sein d'une constellation d'organismes et de relations. Elle évolue dans un environnement institutionnel où les règles du jeu doivent être respectées (North, 1990). Cette approche confère plusieurs avantages, puisque les institutions et le changement institutionnel contribuent à des théories fondamentales de la gouvernance d'entreprise, notamment en réduisant les coûts de transaction, en diminuant l'incertitude, en internalisant les externalités et en produisant des avantages collectifs grâce à des formes organisationnelles, d'ensembles de routines ou de règles (Heugens et Lander, 2009; Rutherford, 2001).

Par ailleurs, la théorie institutionnelle renouvelée souligne que les entreprises évoluent dans des systèmes d'organisation combinant à la fois des formes similaires et diversifiées, tout en étant impliquées dans des relations aussi bien compétitives que coopératives (Scott, 2008). L'« environnement » dans lequel les entreprises opèrent est aussi lui-même structuré et la configuration relationnelle de ces champs offre différentes localisations. En outre, les entreprises sont influencées par des acteurs et forces locaux, mais aussi distants. Elles participent simultanément à des activités horizontales et des connexions verticales, alors que leur comportement dépend des relations d'échange directes et de l'existence de systèmes organisationnels analogues au leur. Cette dimension fait écho à un courant de la gouvernance d'entreprise stimulé par la publication de La Porta *et al.* (1998) et désigné sous le terme de gouvernance comparative.

2.6.4 La gouvernance comparative pour intégrer la diversité des contextes institutionnels

Les recherches sur la gouvernance comparative montrent que la majorité des études en gouvernance d'entreprise se focalisent sur les modèles anglo-américain et continental, tout en négligeant certaines formes apparues avec la mondialisation, l'internationalisation des marchés ainsi que leur dérégulation (Aguilera et Jackson, 2010). Parmi les différents enjeux posés par ce courant, l'un d'entre eux soulève la question suivante : est-il possible d'identifier les meilleures pratiques internationales en matière de gouvernance d'entreprise, ou existe-t-il des compromis économiques, sociaux et politiques clairs entre les différents systèmes de gouvernance d'entreprise ? (Aguilera et Jackson, 2010) La question est pertinente pour les acteurs globaux confrontés à une multitude de contextes institutionnels différents.

L'entreprise adapte ainsi sa gouvernance selon l'intensité des incitatifs, du contrôle administratif et des lois contractuelles influençant le(s) cadre(s) institutionnel(s) dans le(s)quel(s) elle évolue (Williamson, 1991). Des aléas liés à ce(s) contexte(s) peuvent survenir, tels que des droits de propriété faibles, la multiplicité des tâches et des types de principaux, des déséquilibres contractuels, des réponses en temps

réel, une longue latence, des abus stratégiques, un affaiblissement institutionnel ou encore une faible probité (Barzel, 1982; Dixit, 1998; Holmstrom et Milgrom, 1991; Levy, B. et Spiller, 1994; North et Weingast, 1989; Teece, 1986; Weingast, 1995; Williamson, 1998a). Ils dépendent des incertitudes liées à la rationalité et à l'opportunisme, de la variation des caractéristiques des transactions, des outils de gouvernance ex-post et de l'alignement discriminatoire (Rutherford, 2001; Williamson, 1998a).

En outre, les différents environnements institutionnels se caractérisent par leur culture réglementaire, leur type de marché (libéral, orienté vers les parties prenantes ou contrôlé par l'État), ainsi que leurs systèmes politique, financier, éducatif, culturel, et de travail (Brammer *et al.*, 2012; Ioannou et Serafeim, 2012; Kang et Moon, 2012; La Porta *et al.*, 1998). Les types de marchés influencent la manière dont la responsabilité sociale est institutionnalisée, tandis que les divers systèmes institutionnels déterminent les environnements favorables à la RSE. Cette diversité peut engendrer des réponses différentes en situation de crise. Par exemple, suite aux scandales de gouvernance des années 2000 (Enron, Worldcom, J2M, etc.), les mesures de protection des actionnaires ont privilégié l'obligation et la responsabilité des hauts dirigeants sur la qualité de l'information divulguée aux actionnaires aux États-Unis et en France. À l'inverse, au Royaume-Uni l'accent a été mis sur la responsabilisation des acteurs sollicitant de l'information sur les sociétés, notamment en responsabilisant les actionnaires, tels que les investisseurs institutionnels (De Serres, 2005). Un autre exemple concerne la RSE, pour laquelle les contextes « anglo-saxons » adoptent une approche plus volontariste, alors que, dans d'autres contextes, le « R » (responsabilité) relève souvent de la loi, des habitudes, de la religion ou d'institutions spécifiques (Brammer *et al.*, 2012).

Dans cette perspective, le courant de la « *New Governance* » peut être pertinent pour répondre à certains de ces enjeux. Ce courant souligne les changements profonds ayant pris place au sein de la théorie de la régulation qui a évolué pour intégrer désormais la conceptualisation de lois internationales initiées par les États et mise en œuvre par des traités internationaux. Cela permet de comprendre la régulation globale comme un cadre transnational composé d'hybrides évolutifs, créés conjointement par des entités privées et publiques (Aguilera et Jackson, 2010). Ce courant met aussi en évidence l'établissement d'organes de gouvernance transnationaux, tels que la International Financial Reporting Standards (IFRS), la International Accounting Standards Board (IASB), etc. Ces initiatives sont pertinentes, car, bien que les systèmes nationaux conservent leur importance, leur portée reste limitée à leur juridiction. Pourtant, dans le cadre d'échanges mondialisés, cette limitation peut constituer un facteur contraignant. Aussi, les enjeux liés à la RSE jouent un rôle central dans l'élaboration de règles internationales (Gendron *et al.*, 2004), tout en

permettant à la gouvernance d'entreprise de mieux s'adapter à son environnement institutionnel par une logique de similarité et de complémentarité institutionnelle (Kang et Moon, 2012).

2.6.5 Le double rôle de la gouvernance d'entreprise : performance et adaptation institutionnelle

L'institutionnalisation des cadres internationaux pour les entreprises reste un processus lent, requérant une cohérence sociale, environnementale et économique, puisque le changement rencontre souvent l'opposition de défenseurs institutionnels. Le facteur de succès de l'institutionnalisation d'un référentiel international repose fréquemment sur l'adaptation de normes existantes à un nouveau domaine, et sur le soutien d'acteurs légitimes, comme l'ONU, la Banque mondiale ou encore l'OCDE (Levy, D. L. *et al.*, 2010).

Cependant, la diversité de cadres institutionnels, ancrés dans la dynamique de mondialisation des entreprises, n'est pas contradictoire avec les mécanismes isomorphiques évoqués précédemment. Cela tient au fait qu'au niveau de la gouvernance d'entreprise, les pratiques convergentes et divergentes des firmes peuvent coexister, puisque ces dernières appliquent des mécanismes isomorphiques tout en tirant parti de la marge de manœuvre dont elles disposent pour se différencier (Krenn, 2016). En outre, cette marge de manœuvre dépend du degré d'institutionnalisation du champ organisationnel étudié.

Au milieu de ces multiples pressions, l'entreprise ne se limite donc pas à subir son environnement, elle exerce aussi une influence sur celui-ci. Cette perspective change considérablement l'approche des organisations, puisque l'adoption d'une théorie institutionnelle de l'entreprise ouvre la voie à leur responsabilité en remettant en question la seule maximisation du profit (Selznick, 1996). Par ailleurs, plusieurs recherches soulignent que davantage d'études devraient explorer cette perspective en adoptant une lentille institutionnelle au développement de la responsabilité sociale (Brammer *et al.*, 2012) afin de fournir des enseignements descriptifs, instrumentaux et managériaux.

Dans l'environnement institutionnel dans lequel évolue l'organisation, la gouvernance d'entreprise s'est alors transformée en un outil pour, non seulement atteindre un avantage compétitif, mais aussi pour assurer la conformité (Haron *et al.*, 2022). Il est donc possible de considérer la gouvernance d'entreprise comme un concept jouant un double rôle, d'une part en orientant la capacité d'agentivité institutionnelle des organisations et d'autre part en répondant aux diverses pressions institutionnelles auxquelles celles-ci sont confrontées. De ce fait, les relations d'agence instaurées par la gouvernance d'entreprise avec les

différentes parties prenantes pourraient constituer un levier essentiel pour comprendre comment certains acteurs endossent un rôle d'entrepreneurs institutionnels afin de contribuer au changement.

Au regard de tous ces éléments sur les théories institutionnelles, l'agentivité constitue historiquement un sujet controversé au sein de la métathéorie institutionnelle, notamment en ce qui concerne l'influence réelle d'un acteur sur son contexte (Battilana et D'ahunno, 2009). Plusieurs auteurs soulignent par ailleurs un manque d'ancrage économique et juridique au sein de la théorie institutionnelle appliquée à la gestion. Dans ce contexte, le concept de gouvernance d'entreprise pourrait contribuer à combler cette lacune. Enfin, dans la continuité du changement institutionnel, il apparaît crucial de dépasser une approche statique pour adopter une perspective dynamique, ce qui constitue un élément central de la théorie du changement institutionnel. À l'inverse, la gouvernance d'entreprise et la sous-contextualisation de la théorie de l'agence limitent sa capacité à étendre sa portée. L'intégration des théories institutionnelles, en particulier la théorie néo-institutionnelle et la théorie du changement institutionnel et le sous-champ d'entrepreneur institutionnel, permettrait de répondre à ces enjeux afin de rendre la théorie de l'agence à son tour dynamique.

2.6.6 Synthèse de l'articulation du cadre conceptuel et théorique

La préoccupation relative aux enjeux climatiques et à la perte de biodiversité transforme les institutions, qui exercent des pressions normatives sur les organisations. Dans le domaine de l'investissement en immobilier, cela soulève des contradictions au sein des champs organisationnels établis : les investisseurs, dont le mandat consiste à maximiser le rendement financier pour les bénéficiaires, doivent désormais intégrer des attentes institutionnelles en matière d'ESG. Une nouvelle question majeure émerge : comment concilier les activités d'investissement et de gestion d'actifs immobiliers avec les enjeux ESG, et plus particulièrement les changements climatiques et la perte de biodiversité ? Cette problématique constitue un enjeu autour duquel un champ organisationnel se structure.

Les organisations se trouvant dans ce champ, dans le cas présent, les grands investisseurs en immobilier, souvent des investisseurs institutionnels, sont confrontées à cet enjeu qui crée de l'incertitude dans leurs activités d'investissement et de gestion d'actifs.

Dans une perspective de la théorie de l'agence, les conseils d'administration (principal) ont pour rôle d'assurer la pérennité des activités de l'organisation. Ils y parviennent en élaborant des mécanismes

d'incitatifs et de contrôle encadrant l'espace discrétionnaire de la haute direction (agent). Face à l'incertitude générée par les enjeux ESG, ils mettent en place des mécanismes de gouvernance adaptés articulant deux dimensions complémentaires : le contrôle (surveillance ESG) et l'habilitation (délégation de pouvoir et de ressources aux agents pour développer des réponses innovantes). L'objectif est de permettre à l'organisation de s'adapter à cette nouvelle incertitude et de réduire celle-ci. Pour ce faire, deux types d'habilitation entrent en jeu : l'habilitation interne et l'habilitation externe.

L'habilitation interne permet aux agents de libérer leur potentiel de création d'innovations managériales, notamment dans les processus d'investissement et de gestion d'actifs immobiliers. Par la gestion active de leur portefeuille, que ce soit directement ou par l'entremise de gestionnaires externes, ces innovations se transforment également en stratégies de ressources permettant d'influencer le champ organisationnel.

L'habilitation externe permet aux agents de ces organisations, disposant de ressources importantes, de déployer des stratégies d'entrepreneuriat institutionnel. Les stratégies de relations favorisent les collaborations et la participation à des coalitions ou alliances. Les stratégies de logiques se réalisent par la production de rapports et de discours légitimant. Les stratégies de ressources mobilisent les moyens financiers et les réseaux. L'habilitation externe libère ainsi le potentiel d'entrepreneur institutionnel de ces investisseurs qui, par ces stratégies, créent des contraintes normatives sur le champ organisationnel. Ces contraintes peuvent, selon leur légitimité, devenir structurantes voire réglementaires si les juridictions décident de les formaliser.

Dans une perspective processuelle, les grands investisseurs en immobilier, par ces mécanismes de gouvernance, cherchent d'une part à limiter les effets de l'incertitude dans leurs activités internes en habilitant l'innovation managériale leur permettant de prendre des décisions éclairées sur leurs investissements et la gestion d'actifs. Ils cherchent d'autre part à influencer le champ organisationnel dans lequel ils évoluent pour y créer des contraintes normatives structurantes. Ces contraintes sont rendues possibles par la légitimité des stratégies mises en place, renforçant du même coup la légitimité de l'acteur principal et conduisant à un isomorphisme par la diffusion et l'adoption croissante de ces contraintes. Cette articulation est illustrée à la Figure 2.5.

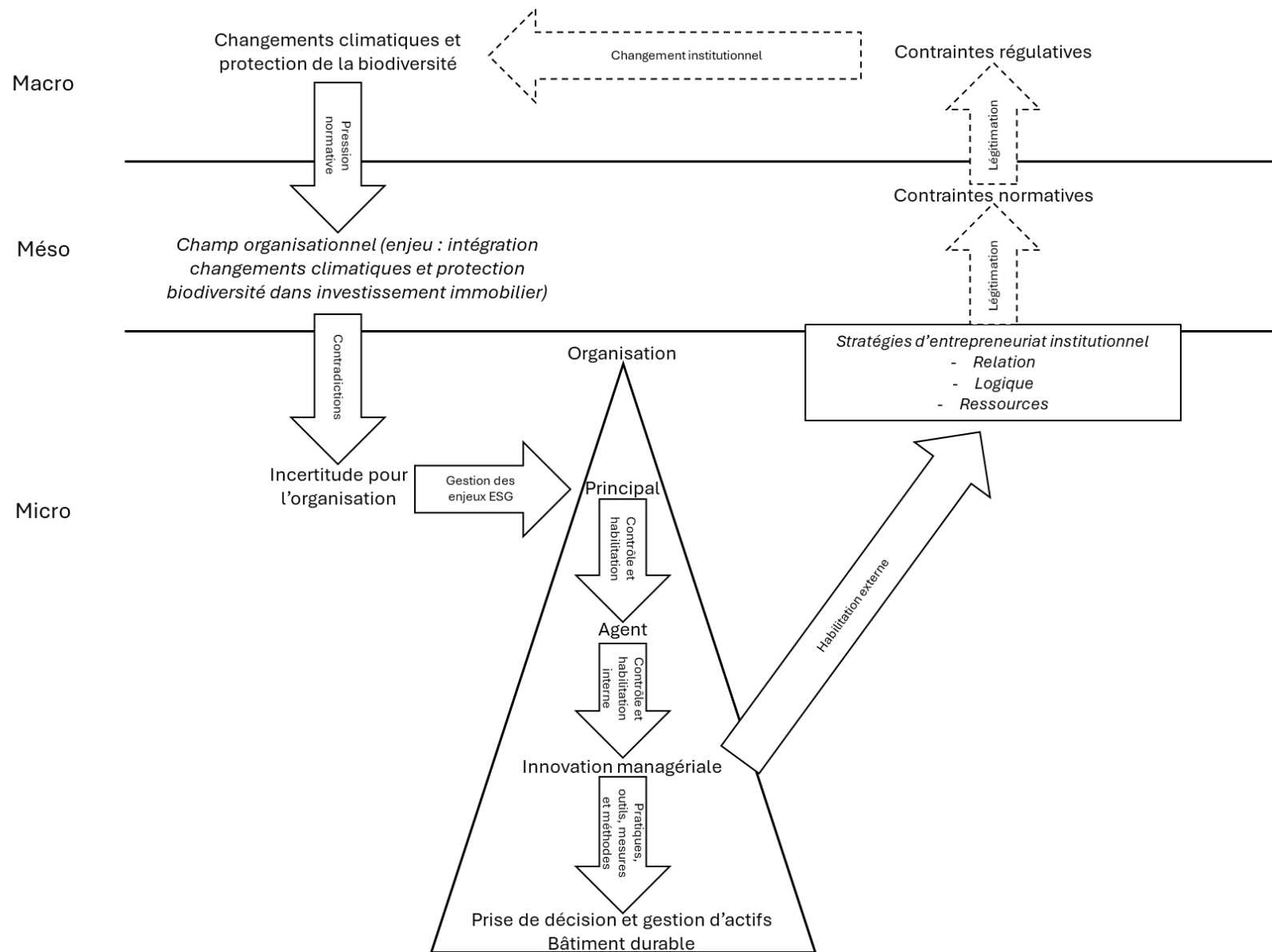


Figure 2.5 : Modèle conceptuel du changement institutionnel multi-niveaux : relation principal-agent et entrepreneuriat institutionnel

2.7 Conclusion

Pour conclure ce deuxième chapitre, les fondements conceptuels et théoriques essentiels à la compréhension du sujet ont été présentés. Le concept de bâtiment durable permet d'articuler le développement durable étudié précédemment avec l'actif physique que constitue le bâtiment. Si ce concept comporte des dimensions techniques, elles sont indispensables pour saisir la complexité des critères nécessaires à l'évaluation de l'alignement d'un actif immobilier avec les principes de durabilité. De même, l'intégration des enjeux ESG traduit ces dimensions physiques au niveau des décisions d'investissement, illustrant ainsi la pertinence de relier gestion, durabilité et gouvernance de l'actif immobilier. Les sections de ce chapitre consacrées à la gouvernance d'entreprise et aux théories institutionnelles constituent les fondements théoriques de cette thèse. Les différentes théories les constituant ont d'abord été présentées de manière synthétique avant que ne soient détaillées les théories pertinentes pour ce travail et que soit établi le lien entre elles. Une attention particulière a été accordée à la théorie de l'agence au sens large, une référence incontournable en gouvernance d'entreprise dont les bases sont souvent négligées et fréquemment réduites à une seule approche dominante, limitant ainsi son potentiel explicatif. Quant aux théories institutionnelles, celles mobilisées pour enrichir la compréhension et l'application de la théorie de l'agence sont la théorie néo-institutionnelle et la théorie du changement institutionnel en se concentrant sur le sous-champ de l'entrepreneuriat institutionnel.

Bien que les liens entre gouvernance d'entreprise et questions institutionnelles ne soient pas nouveaux, ils restent relativement limités et se concentrent surtout sur le courant de la gouvernance comparative, qui vise à analyser et comparer les différents modes de gouvernance à travers divers contextes institutionnels afin de mieux comprendre leurs similitudes et leurs différences. Toutefois, dans l'esprit du courant de la « *New governance* », il s'avérerait pertinent de comprendre comment des acteurs globaux menant des affaires et investissant dans des entreprises évoluant dans différents contextes institutionnels, comme doivent le faire les grands investisseurs en immobilier, notamment les investisseurs institutionnels détenant un portefeuille global, organisent leurs actions au niveau de la gouvernance d'entreprise pour s'adapter au changement et participer à celui-ci dans le champ organisationnel matérialisant l'enjeu.

Dans cette perspective, l'objectif de la présente étude est donc de faire ressortir, d'interpréter et de donner un sens commun aux divers contextes organisationnels ainsi qu'aux différentes organisations globales sélectionnées, dans une période d'institutionnalisation d'une thématique internationale qui transforme profondément les pratiques au sein de leur champ organisationnel. L'enjeu est ainsi de

comprendre comment les grands investisseurs en immobilier s'adaptent à ces changements tout en les influençant. Pour ce faire, il apparaît essentiel de recourir à une méthodologie appropriée, ce qui sera discuté dans le prochain chapitre.

CHAPITRE 3

CADRE MÉTHODOLOGIQUE

Ce troisième chapitre présente la démarche de recherche retenue pour répondre à la problématique principale. Il présente d'abord le paradigme scientifique sur lequel s'appuie cette recherche, suivi de la méthodologie, de la démarche de recherche et de son opérationnalisation.

3.1 Paradigme scientifique de la recherche

Cette première partie détaille le paradigme scientifique dans lequel s'inscrit cette recherche, en précisant le positionnement ontologique, épistémologique ainsi que la philosophie des sciences qui les sous-tend.

3.1.1 Positionnement ontologique

Le positionnement ontologique désigne l'étude de l'origine, de la nature et de la constitution de la réalité (Van de Ven, 2007, p. 299). En sciences sociales, ces interrogations prennent souvent la forme de questions, telles que « la réalité est-elle externe à l'individu ou bien interne à sa conscience ? » ou encore « la réalité est-elle de nature objective ou subjective ? » (Burrell et Morgan, 1979, p. 432).

L'ontologie s'intéresse ainsi à la manière dont la réalité est perçue dans la discipline étudiée. Il s'agit d'une vaste question qui, bien qu'inscrite dans une démarche scientifique, demeure également tributaire des convictions personnelles d'un individu à un moment donné. En sciences sociales, et plus particulièrement dans le champ des sciences de gestion, la position ontologique d'un chercheur peut être envisagée comme un continuum situé entre deux pôles, soit le nominalisme et le réalisme (Kolakowski, 1972, p. 15-16).

Le nominalisme correspond à une perspective subjectiviste de l'ontologie, où le monde extérieur au champ cognitif n'existe pas en soi, mais se construit à travers les mots, les concepts et les catégories utilisés pour structurer la réalité. À l'inverse, le réalisme représente la perspective objectiviste de l'ontologie, dans laquelle le monde social, externe à la dimension cognitive, est perçu comme une réalité ancrée et immuable qui existe par elle-même à l'état naturel, indépendamment de toute construction humaine.

Cette recherche adopte une ontologie réaliste car les enjeux liés aux changements climatiques et à la protection de la biodiversité existent indépendamment de notre perception, qu'on en ait conscience ou

non. Elle reconnaît toutefois l'importance des mots, concepts et catégories dans la structuration et l'idéation de cette réalité préexistante.

3.1.2 Positionnement épistémologique

L'épistémologie renvoie à l'étude de la nature et de la portée des connaissances, autrement dit, à la théorie de la connaissance (Van de Ven, 2007, p. 298). Les questions fondamentales qui s'y rattachent sont, par exemple : « la nature de la connaissance peut-elle être identifiée et communiquée de manière matérielle, réelle et transmissible de manière tangible ? » ou bien, au contraire « est-ce que la connaissance est subjective, spirituelle, transcendante, ou plutôt basée sur l'expérience et une nature unique et personnelle ? » (Burrell et Morgan, 1979, p. 432).

Le positionnement épistémologique traduit la conception de la nature du savoir et des modalités selon lesquelles il peut être acquis ou transmis. Comme le positionnement ontologique, il relève en partie de la conviction d'un individu à un moment donné. Les caractéristiques de l'épistémologie peuvent être situées sur un continuum allant du positivisme à l'antipositivisme, avec des positions intermédiaires présentant diverses nuances (Giddens, 1974; Walsh, 1972) (Tableau 3.1). Le positivisme conçoit l'épistémologie comme un objet d'explication et de prédiction des phénomènes, en recherchant des régularités et des relations causales entre les éléments. À l'inverse, l'anti-positivisme rejette la recherche de lois ou de régularités dans le monde social, privilégiant une compréhension interprétative des phénomènes.

L'épistémologie positiviste peut se décliner en deux approches (Guba et Lincoln, 1994, p. 113). La première relève du positivisme strict, selon lequel le savoir se compose d'hypothèses vérifiées, tandis que la seconde relève du postpositivisme. Celle-ci est plus nuancée et postule que la connaissance réside dans des hypothèses non-falsifiées, pouvant être observées comme des faits ou des lois probables.

L'anti-positivisme se décline aussi en deux approches (Guba et Lincoln, 1994, p. 113). La théorie critique, qui repose sur une série d'idées structurelles ou historiques appelées à évoluer ou à se transformer au fil du temps, et le constructivisme, selon lequel la connaissance est une construction socialement négociée, reposant sur un consensus relatif parmi les spécialistes d'un sujet. Le constructivisme peut lui-même être divisée pour distinguer les constructivistes des interprétativistes (Bell et Thorpe, 2013). La première approche porte sur la psychologie de l'individu, tandis que la seconde vise à comprendre la construction d'un sens collectif. C'est cette dernière approche qui est adoptée dans le cadre de la présente recherche.

Tableau 3.1 : Positionnements épistémologiques (adapté de Guba et Lincoln, 1994)

Positionnements	Positivisme		Antipositivisme		
	Positivisme	Post-positivisme	Théorie Critique	Constructivisme	
				Interprétativistes	Constructivistes
Objectif	Explication : prédiction et contrôle		Critique et transformation, restitution et émancipation	Compréhension, reconstruction	
Nature de la connaissance	Hypothèses vérifiées établies comme des faits ou des lois	Hypothèses non falsifiées qui sont des faits ou des lois probables	Perspective structurelle/ historique	Constructions collectives	Constructions individuelles
Accumulation de la connaissance	Accroissement		Révisionnisme historique, généralisation par similarités	Reconstructions plus informées et sophistiquées; expériences multiples	
Critères de qualité	Validité interne et externe, fiabilité et objectivité		Situation historique et érosion de l'ignorance comme stimulus	Crédibilité, transférabilité, fiabilité/répliquabilité et crédibilité	
Valeurs	Exclues : pas d'objectif formateur		Inclus : objectif formateur		
Éthique	Intrinsèque		Intrinsèque : tendance morale vers la révélation	Intrinsèque : tendance vers le processus	
Voie	Scientifique désintéressé		Intellectuel transformateur	Participant passionné	
Entraînement	Technique et quantitatif, théories substantives	Technique, quantitatif et qualitatif, théories substantives	Resocialisation, qualitatif et quantitatif, historique, valeur d'altruisme et de responsabilisation		
Compromis	Commensurable		Incommensurable		

3.1.3 Philosophie des sciences

La philosophie des sciences s'articule autour de plusieurs paradigmes regroupant : le positiviste logique, le relativisme, le pragmatisme et le réalisme (Johnson, P. et Duberley, 2000, 2003). Le positivisme logique considère les éléments scientifiques comme devant être analysés sous une perspective logique, dans un langage de position vérifiable, excluant toute dimension métaphysique et rejetant ainsi l'*a priori* du référentiel kantien (Blumberg et Feigl, 1931; Niiniluoto, 1999; Van de Ven, 2007). Le relativisme, apparu plus tard, regroupe les approches nées en réaction au positivisme logique (relativisme historique, constructivisme social, etc.) (Bloor, 1991; Feyerabend, 1962; Kuhn, 1962; Martin, J., 1990; Toulmin, 1953). Dans le relativisme, l'imbrication entre les facteurs contextuels ainsi que la théorie sont considérés comme capitaux et la dimension collective joue un rôle central (Gioia, 2003). Le pragmatisme, lui, cherche à réconcilier le rationalisme et l'empirisme en montrant que connaître et agir sont indissociables et constituent un même processus (Meyers, 1999). Enfin, le réalisme présume que le monde réel existe indépendamment des individus, que ces derniers peuvent accéder à cette connaissance et que la validité de ce savoir dépend partiellement du contexte (Leplin, 1984). En outre, le réalisme considère que la science développe des propositions qui sont vraies, tant sur le plan théorique que sur l'observation des

phénomènes, et qu'elle progresse en se rapprochant de la réalité par des approximations toujours plus proches de cette dernière (Chalmers, 1999, p. 233).

Pour déterminer le paradigme scientifique adopté dans le cadre de cette recherche, il est utile de se référer au Tableau 3.2. Le paradigme de recherche retenu ici est celui du réalisme, en cohérence avec le positionnement ontologique et épistémologique adopté précédemment. Le réalisme permet d'adopter une démarche explicative, tout en laissant place, comme il sera détaillé ultérieurement, à l'utilisation de méthodologies qualitatives (Trudel *et al.*, 2006).

Tableau 3.2 : Paradigmes scientifiques (Van de Ven, 2007)

Dimensions	Définitions	Ontologie	Épistémologie	Connaissances
Positivisme logique	Mouvement philosophique inspiré par l'empirisme, l'instrumentalisme et le positivisme	Objectif : la réalité relève du monde empirique	Objectif : la correspondance entre les hypothèses et la réalité par vérification inductive ou falsification déductive	Positiviste : le chercheur est indépendant du monde empirique
Relativisme	Mouvement intellectuel contemporain caractérisé par son scepticisme concernant les fondations de la philosophie de l'ouest	Subjectif : la réalité est socialement construite	Subjectif : pas d'épistémologie privilégiée dû à la diversité incommensurable de discours	Constructiviste : le chercheur fait partie du monde et ne peut s'en dissocier
Pragmatisme	Mouvement philosophique caractérisé par la relation entre la théorie et la praxis et spécialement dans des résultats prédéterminés de recherches	Subjectif (construite) et objectif car des limites sont posées par une réalité indépendante	Subjectif et dépendant des conséquences pratiques	Conséquentialiste : le chercheur a un cadre cognitif qui affecte sa perception du monde
Réalisme	Mouvement philosophique caractérisé par l'existence d'une réalité indépendante de l'esprit et la capacité d'une théorie à capturer des aspects partiels de la réalité	Objectif : la réalité existe de manière indépendante de la connaissance	Subjectiviste : pas de méthodologie ou critère prédéfini ou prédéterminé pour vérifier la véracité du savoir	Perspecticaliste : le chercheur a un cadre cognitif qui affecte sa perception du monde

3.2 Approche méthodologique

Cette deuxième partie présente la conceptualisation de la recherche. Elle expose d'abord, les principes méthodologiques, puis les critères de la méthodologie qualitative et enfin ceux de l'étude de cas.

3.2.1 Principes méthodologiques

Selon le positionnement choisi, la qualité méthodologique d'une recherche ne s'évalue pas de la même manière. Dans le paradigme positiviste, ces critères sont établis en termes de validité, comprenant la validité interne, la validité externe, la validité de construit et la fiabilité. Néanmoins, dans le cadre du paradigme et des positionnements sélectionnés, l'attention est plutôt portée sur la qualité, comprenant les critères de confirmabilité, de transférabilité, de crédibilité et de fiabilité/réplicabilité (Guba, 1981; Guba et Lincoln, 1994; Lincoln et Guba, 1985). L'authenticité est aussi centrale dans le processus de recherche.

Tout d'abord, la confirmabilité traduit la capacité à démontrer de manière transparente comment le travail est réalisé. La transférabilité renvoie à la possibilité d'appliquer les théories observées sur le terrain à d'autres contextes. La crédibilité repose quant à elle sur des pratiques telles que l'engagement prolongé, l'observation persistante, la triangulation des données, les discussions avec les pairs ou encore l'analyse de cas négatifs. Enfin, le critère de fiabilité/répliquabilité comprend l'implication de plusieurs chercheurs, la validation des répondants et la disponibilité des informations dans l'optique d'un audit externe.

Les critères d'évaluation de la recherche constituent un point de départ important pour comprendre les principes méthodologiques, mais il convient également de préciser le raisonnement sous-jacent aux méthodologies et démarches de recherches présentées *a posteriori*. Les raisonnements théoriques les plus communément acceptés sont les raisonnements inductif, déductif et abductif. Le raisonnement inductif vise la justification des théories en vérifiant leur validité de manière empirique. Il s'avère particulièrement utile lorsque la science cherche à établir des connaissances générales allant au-delà des données en vérifiant les prémisses (Bruner, 1973; Stinchcombe, 1968; Van de Ven, 2007, p. 123).

Le raisonnement déductif consiste à construire et à approfondir une théorie pour la compléter et s'applique aussi bien aux axiomes mathématiques que sémantiques (Suppe, 1977, p. 114; Van de Ven, 2007, p. 111). Il permet de naviguer entre différents niveaux d'abstraction (concepts théoriques, construits théoriques et variables observables ou événements) en mettant l'accent sur l'argumentation des prémisses de la recherche qui conduiront à la formulation des hypothèses (Giere, 1984, p. 33). Les prémisses peuvent être vérifiées par l'entremise de trois hypothèses fondamentales (Singleton *et al.*, 1999, p. 48), à savoir : 1) si toutes les prémisses sont vraies et que l'argument est valide, alors la conclusion est vraie; 2) si les prémisses sont vraies mais que la conclusion est fausse, alors l'argument est invalide; et 3) si l'argument est valide, mais que la conclusion est fausse, alors au moins une prémisse est fausse. Ainsi, la logique déductive ne traite que de ce qui est déjà connu (Kemeny, 1959, p. 113).

Enfin, le mode de raisonnement retenu dans cette thèse, l'abductif, est considéré comme étant à la base de la conception d'une théorie (Peirce, 1931, CP 2.96). Il se base sur l'identification d'une anomalie, en partant du principe que les faits peuvent être expliqués par des théories. La théorie est alors envisagée comme un cadre de référence permettant d'interpréter la réalité sous une perspective donnée (Locke *et al.*, 2004). Le raisonnement abductif se conclut par l'élaboration d'une solution cohérente, s'appuyant sur les connaissances et l'information du chercheur pour formuler des conjectures (Agar, 1986, p. 22).

Le dernier élément important à considérer concerne le type de recherche visé. Il existe deux catégories de modèles principaux, les modèles de variance et de processus (McKelvey, 2002). Le modèle de variance vise à identifier les antécédents ou les conséquences d'une problématique. Ce modèle est axé sur les résultats et l'explication d'une ou de plusieurs variables dépendantes à partir de plusieurs variables indépendantes. Dans ce contexte, la causalité repose sur la covariation, la préséance temporelle et l'absence de fausses associations (Aldrich, 2001; Blalock, 1972; Mohr, 1982; Ross, 1949). Ce modèle fait plutôt appel à la pensée logico-scientifique et a pour vocation de prédire le futur tout en visant à généraliser les résultats par une application commune à une multitude de contextes (Abbott, 1990; Bruner, J., 1986).

Le modèle de processus cherche, pour sa part, à comprendre comment les problématiques émergent, se développent, grandissent ou se terminent au fil du temps. Il est axé sur l'explication du déroulement des événements à travers le temps, en identifiant une séquence permettant de reconstituer un récit historique (Bruner, J., 1990). La causalité s'appréhende par des récits expliquant une séquence d'événements observée via des intrigues ou des mécanismes générateurs sous-jacents, qui produisent des effets dans le monde réel, ainsi que les circonstances ou contingences spécifiques qui se manifestent lorsqu'ils s'activent (Bruner, J., 1990; Tsoukas, 1989). Ce modèle privilégie ainsi un mode de pensée narratif (Bruner, J., 1986).

Bien que des différences existent entre ces deux modèles, ces deux types de recherche peuvent être considérés comme complémentaires sur certains aspects (Pettigrew, 1990, p. 268). Les deux approches sont mobilisées dans ce travail, avec toutefois un accent plus marqué sur le modèle de processus.

3.2.2 Méthodologie qualitative

La méthodologie qualitative est utilisée dans cette recherche, car l'un des objectifs de cette famille de méthodes est de rendre accessibles des résultats ayant une dimension holistique (Benbasat *et al.*, 1987; Eisenhardt, 1989b; Flyvbjerg, 2011; Patton, 1982; Stake, 2008; Wortman et Roberts, 1982). Bien que cette méthodologie de recherche soit difficile à définir de manière précise, sa caractéristique intrinsèque réside dans une immersion en profondeur au sein de diverses formes de données (Gehman *et al.*, 2018).

L'une des approches des méthodes qualitatives considère qu'elles relèvent de l'étude de processus, notamment à partir de données qualitatives, telles que des écrits, des entrevues, des observations, de l'ethnographie, etc. Ce type d'études peut mobiliser une multitude de méthodologies, à condition que ces dernières se réfèrent à une évolution dans le temps (Gehman *et al.*, 2018; Langley, 1999). Sept

méthodologies d'interprétation peuvent être soulignées⁵, soit : la recherche narrative, la quantification, les modèles alternatifs, la théorie ancrée (en tant qu'outil), la cartographie visuelle, le séquençage temporel, l'étude de cas, ainsi que l'analyse documentaire (Bowen, 2009; Langley, 1999) (Tableau 3.3).

Tableau 3.3 : Quelques méthodologies qualitatives (basé sur Bowen (2009); Langley (1999))

Méthodologie	Description
La recherche narrative	Elle s'intéresse aux expériences de vie d'individus, de groupes ou d'organisations.
La recherche par quantification	Les chercheurs commencent par des données de processus approfondies, puis répertorient et codent systématiquement les incidents qualitatifs selon des caractéristiques prédéterminées, réduisant progressivement la masse complexe d'informations à un ensemble de séries chronologiques quantitatives pouvant être analysées à l'aide de méthodes statistiques.
La recherche sur les modèles alternatifs	L'analyste propose plusieurs interprétations alternatives des mêmes événements basées sur des ensembles différents mais <i>a priori</i> intrinsèquement cohérents de prémisses théoriques <i>a priori</i> . Il évalue ensuite dans quelle mesure chaque modèle théorique contribue à une explication satisfaisante.
La recherche selon les approches de la théorie ancrée (grounded theory)	Elle s'intéresse à comprendre un phénomène et sa dynamique par un cheminement inductif, via divers niveaux de construction théorique – description, abstraction et catégorisation conceptuelle (Prévost et Roy, 2015).
La cartographie visuelle	Elle permet d'obtenir une représentation visuelle du processus observé.
Le séquençage temporel	Il s'agit du séquençage des différents événements en différentes périodes temporelles.
L'étude de cas	Elle s'intéresse à comprendre un phénomène (enjeu, problème) dans son contexte – basée sur des données mixtes (entrevues, observations, documents, etc.).
L'analyse de documents	Il s'agit de l'écrit (examen superficiel), la lecture (examination) et l'interprétation de documents par un processus itératif combinant des éléments de l'analyse de contenu et de l'analyse thématique

Pour cette thèse, l'étude de cas constitue la méthodologie principale. Celle-ci sera mise en œuvre à l'aide de trois approches complémentaires, soit : l'approche narrative, la cartographie visuelle, et l'analyse de documents. Ces méthodologies sont détaillées dans la sous partie dédiée à la démarche de recherche.

3.2.3 L'étude de cas

La méthodologie utilisée pour mener à bien cette recherche est l'étude de cas (Eisenhardt et Graebner, 2007; Gagnon, 2011; Yin, 2014). Dans le cadre d'une recherche qualitative, l'étude de cas constitue un riche exemple empirique d'un phénomène, mobilisant généralement plusieurs sources de données. Il est également possible de considérer des cas enchâssés, c'est-à-dire un processus unique comprenant plusieurs phases temporelles (Gehman et al., 2018). D'après la littérature, une démarche appropriée pour conduire une étude de cas exploratoire devrait comprendre : les questions de recherche de l'étude de cas;

⁵ Il est important de préciser que ces sept méthodologies ne sont pas exhaustives, mais couvrent un éventail assez large qui correspondra à la conception méthodologique de cette recherche. Par exemple, il existe aussi l'analyse de discours, de documents, de conversations ou encore les approches phénoménologique, sensorielles et participative, ainsi que les démarches critiques, les méthodes pour le numérique. etc.

la méthodologie de recherche pour analyser les cas (incluant l'unité ou les unités d'analyse); les considérations éthiques; la logique de liaison entre les données et les propositions; ainsi que les critères d'interprétation des résultats (Rashid *et al.*, 2019; Yin, 2014).

Les questions de l'étude de cas peuvent prendre différentes formes, mais visent principalement des questions de types « comment » ou « pourquoi ». Ces questions permettent de préciser les propositions et d'éclaircir la raison d'être de l'étude. Elles orientent également le choix de la ou des méthodologie(s) utilisée(s) pour collecter et interpréter les données permettant de constituer le cas. L'unité d'analyse doit aussi être clairement définie, car elle détermine ce qui constitue le ou les cas étudiés. Cette précision est essentielle pour éviter de couvrir une quantité d'information trop vaste, impossible à traiter de manière exhaustive. Le ou les cas peuvent ainsi correspondre à de petits groupes, des communautés, des décisions, des programmes, des changements organisationnels ou encore des événements spécifiques. L'unité de recherche découle directement de la question de recherche et sa sélection doit idéalement être justifiée pour en assurer la cohérence. Après avoir décrit le ou les cas, il importe également de définir les frontières de l'unité d'analyse, ou les limites du cas, en précisant ses caractéristiques. Celles-ci peuvent être multiples, mais peuvent inclure l'horizon temporel, la dimension spatiale ou encore la pertinence vis-à-vis de la question de recherche. Cette délimitation vise à distinguer clairement le cas de son contexte, afin de concentrer l'analyse sur ce qui est pertinent pour répondre aux objectifs de l'étude. Suite à la définition de l'unité de recherche, la logique de liaison entre les données et les propositions s'établit par le biais de techniques d'analyse appropriées. Ces différentes techniques incluent : l'appariement de modèles, la construction d'explications, l'analyse de séries chronologiques, les modèles logiques ainsi que la synthèse de cas croisés. Enfin, l'évaluation de la qualité de la recherche se fonde sur les critères méthodologiques présentés précédemment : la confirmabilité, la transférabilité, la crédibilité et la fiabilité/réplicabilité.

3.3 Démarche de recherche

La démarche de recherche détaille l'étude de cas. Elle présente successivement les questions de recherche, les précisions sur les méthodologies utilisées et le déroulement de l'analyse du cas.

3.3.1 Question principale et sous-questions de recherche

Pour rappel, la question principale de recherche est la suivante : **comment les grands investisseurs en immobilier innovent-ils pour intégrer la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité dans leurs stratégies de gouvernance et de gestion des enjeux ESG ?**

Découlant de cette question principale, des sous-questions sont élaborées pour mieux appréhender les contextes macro, méso et micro dans lesquels l'unité d'analyse étudiée évolue (Köhler, 2024; Matten et Moon, 2008). Pour rappel, le contexte macro est au niveau institutionnel, politique, légal et réglementaire et analyse le cadre institutionnel international et national; le contexte méso correspond au niveau sectoriel ou industriel et analyse le champ organisationnel regroupant les investisseurs en immobilier autour des enjeux d'intérêts; et le niveau micro vise les organisations des grands investisseurs en immobilier.

Au niveau macro, depuis 2015, le cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire en matière de lutte contre les changements climatiques et de protection de la biodiversité connaît des évolutions importantes. L'adoption de l'Accord de Paris en 2015 lors de la *Conference Of Parties* (COP) 21 sur les changements climatiques et de l'Agenda 2030 de l'ONU la même année, comprenant la définition des ODD, a marqué le début de cette dynamique. D'autres sommets ont suivi, tels que la COP 26 sur les changements climatiques à Glasgow en 2021 et la COP 15 sur la protection de la biodiversité à Montréal en 2022.

Bien que pour le moment la dimension volontaire prédomine, les cadres réglementaires intègrent progressivement ces éléments, notamment au Canada, aux États-Unis, dans l'UE, au Royaume-Uni, en Australie, en Nouvelle-Zélande, au Japon et à Singapour. Plusieurs réglementations ou projets de réglementation illustrent cette tendance, tels que la *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) adoptée dans l'UE en 2019, le projet de règlement no 2022-46 proposé par la *Securities and Exchange Commission* (SEC) aux États-Unis en 2022 sur la divulgation climatique, ou encore le Projet de règlement 51-107 relatif aux changements climatiques proposé en 2022 par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières du Canada (Autorité des marchés financiers, 2021; PE, 2019; SEC, 2022b).

Ces différents changements du cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire envoient un signal fort aux organisations qui doivent désormais se préparer à démontrer leur capacité à gérer l'impact de leurs activités sur l'environnement et la société. Il est ainsi dans leur intérêt de maîtriser la gestion des risques ESG afin d'assurer la pérennité de leurs activités et la rentabilité de leurs investissements. Les investisseurs en immobilier n'échappent pas à cette exigence, bien au contraire. Leur secteur est particulièrement prioritaire en raison de l'impact significatif de l'immobilier sur les changements climatiques et la perte de biodiversité à l'échelle mondiale (Baharetha *et al.*, 2013; GIEC, 2022a; WGBC, 2021a). Ainsi, la première sous-question est la suivante : comment les nouvelles attentes du contexte institutionnel, politique, légal et réglementaire incitent-elles les grands investisseurs en immobilier à

s'impliquer dans la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité pour protéger la valeur de leurs investissements à long terme ?

Les données utilisées pour répondre à cette première sous-question comprennent notamment plusieurs articles scientifiques, des centaines de documents institutionnels, légaux et réglementaires émis par les juridictions étudiées, ainsi que des dizaines de rapports de cabinets d'avocats. Les questions relatives à la réglementation émergente dans les cadres réglementaires de l'étude sont également intégrées telles que, par exemple, les politiques ou encore les groupes de travail.

Pour traiter le niveau méso, il apparaît pertinent de s'intéresser à la réponse de l'industrie à ces changements. Tel que mentionné, les grands investisseurs en immobilier sont des acteurs importants du secteur immobilier. Le choix des propriétés dans lesquelles ils décident d'investir exige de considérer de nombreux facteurs et risques liés à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité. Car ces actifs tangibles, immobiles et souvent peu liquides sont profondément ancrés dans leurs territoires urbains et naturels, ce qui les expose inévitablement à ces enjeux.

Pour ce faire, ces investisseurs ont besoin d'outils, de guides et de référentiels pour identifier et mesurer leurs risques climatiques et naturels, pour évaluer la valeur de leurs propriétés et pour comparer leur performance au sein de l'industrie. Diverses organisations comme la *World Green Building Council* (WGBC), le *Global Real Estate Sustainability Benchmark* (GRESB), la *Taskforce on Climate-related Financial Disclosure* (TCFD), la *Taskforce on Nature-related Financial Disclosure* (TNFD), la *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB), la *International Sustainability Standards Board* (ISSB) ou encore la *Global Reporting Initiative* (GRI), ont développé des outils permettant aux acteurs de l'investissement en immobilier de mieux comprendre et d'intégrer ces changements.

Ces évènements et regroupements favorisent le rassemblement, les échanges et le maillage d'organisations provenant de différents secteurs d'activités, en vue de développer des cadres de principes et des références communes pour mettre en œuvre des pratiques de gouvernance et de gestion des impacts sociaux, économiques et environnementaux causés par leurs activités sur les changements climatiques et la perte de biodiversité. Ainsi, les investisseurs en immobilier font souvent appel à ces principes et référentiels dans le cadre de leurs activités, chaque acteur demeurant libre d'adopter et d'intégrer ces pratiques comme il le souhaite, selon l'interprétation qu'il en a.

Le but de la deuxième sous-question est justement d’explorer les initiatives et outils développés au niveau du secteur immobilier pour permettre aux investisseurs propriétaires d’immeubles de mieux répondre aux nouvelles préoccupations reliées au changement climatique et à la protection de la biodiversité. Elle se lit comme suit : comment les acteurs immobiliers s’organisent-ils au niveau du secteur pour développer des outils permettant aux grands investisseurs en immobilier de répondre aux nouvelles attentes du contexte institutionnel, politique, légal et règlementaire en matière de lutte contre les changements climatiques et de protection de la biodiversité ?

Les données utilisées pour répondre à cette deuxième sous-question proviennent des normes et documents publiés par des organisations ayant des référentiels sectoriels, telles que la GRI, la SASB, les conseils du bâtiment durable dans les géographies étudiées, le GRESB, la TCFD, la TNFD ainsi que des organisations locales telles que BOMA Québec, par exemple. Plusieurs centaines de documents ont ainsi été analysés parmi les quelque 300 outils, référentiels et initiatives répertoriées.

Enfin, au niveau micro, l’intérêt porte sur les innovations mises en œuvre par les investisseurs en immobilier eux-mêmes afin de répondre aux attentes en matière de lutte contre les changements climatiques et de protection de la biodiversité. De plus en plus d’organisations propriétaires d’actifs, au sein de différents secteurs d’activités, déclarent ainsi avoir mis en œuvre des moyens sur le plan de leur mode de gouvernance permettant de mieux appréhender et intégrer ces enjeux. Par exemple, certains investisseurs ont choisi de désinvestir et de se retirer des entreprises dont les activités contribuent fortement aux changements climatiques ou affectent la biodiversité, telles que, par exemple, les entreprises de production ou d’exploitation d’hydrocarbures, d’exploitation minière ou encore de services de croisières de plaisance. D’autres investisseurs privilégient une approche progressive, accompagnant ces organisations vers des activités affectant moins le climat et la biodiversité.

Les investisseurs en immobilier, notamment les investisseurs propriétaires d’actifs réels et tangibles sont directement exposés aux impacts de risques climatiques et naturels qu’ils soient propriétaires exclusifs ou partiels, en propriété directe ou indirecte. Or, ces propriétés immobilières peuvent être directement impactées par les risques climatiques et les risques naturels. Leur valorisation peut en être lourdement affectée et les immeubles devenir prématurément obsolètes. De surcroît, ces immeubles sont aussi à l’origine de nombreux impacts sur leur voisinage, sur leur quartier et sur le territoire naturel dans lesquels ils sont ancrés. Les investisseurs propriétaires d’immeubles sont ainsi des acteurs de premier plan et ont

ainsi un important rôle clé à jouer dans la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité. Leur performance organisationnelle en matière de saine gouvernance ainsi que leur mode de gestion des impacts environnementaux et sociaux sont susceptibles d'influencer leur habilité à identifier, mesurer et gérer les impacts des risques climatiques et naturels sur le choix et la valeur des actifs dans leur portefeuille peut se refléter sur leur performance financière. L'évaluation des impacts de ces risques touche leurs devoirs de prudence. Les impacts de ces risques pourraient même être considérés comme des faits matériels financiers importants affectant tant le rendement et la valeur de leurs actifs que le rendement global et la valeur des actifs totaux de l'investisseur même. L'agrégation de ces impacts est souvent divulguée dans des documents rendus publics, généralement dans l'optique de respecter les principes de simple matérialité, il est crucial pour l'investisseur immobilier de pouvoir démontrer une bonne prise en considération des enjeux liés à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité. Ainsi, la troisième sous question est la suivante : quelles sont les mesures mises en œuvre et divulguées par les grands investisseurs en immobilier démontrant leur prise en compte des impacts liés à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité dans leur stratégie de gouvernance et de gestion des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ?

Les documents étudiés sont des documents corporatifs. Ces documents sont importants et conséquents pour les organisations afin de répondre aux exigences légales et aux attentes de marché, tout en limitant les risques juridiques liés à la divulgation de fausses informations. Étant donné qu'il s'agit d'une étude longitudinale, ils doivent pouvoir être suivis dans le temps. Ces documents consistent surtout en des rapports annuels et des rapports d'investissement durable ou responsable, particulièrement riches en informations. Ils permettent également de suivre l'évolution des politiques d'investissement durable, des politiques de rémunération ou encore des rapports TCFD, à titre d'exemple. Plusieurs dizaines de rapports, totalisant plusieurs milliers de pages, ont ainsi été analysés pour les fins de cette recherche après avoir codé leur contenu. La méthodologie employée pour coder des documents à l'aide de l'analyse documentaire est présentée plus en détail dans la sous-partie 3.3.3 portant sur l'étude de cas.

Les trois sous-questions s'articulent pour répondre à la question principale selon une logique multi-niveaux. Pour rappel, la voici : **comment les grands investisseurs en immobilier innove-t-ils pour intégrer la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité dans leurs stratégies de gouvernance et de gestion des enjeux ESG ?** Ainsi, la première sous-question (niveau macro) identifie les pressions institutionnelles, politiques, légales et réglementaires qui créent l'incertitude et la nécessité

pour les grands investisseurs en immobilier d'innover dans leurs stratégies de gouvernance et de gestion ESG. La deuxième sous-question (niveau méso) analyse comment le champ organisationnel répond à ces pressions par le développement d'outils, de référentiels et d'initiatives transnationales. Ces ressources structurent le champ et fournissent aux investisseurs les moyens de répondre aux attentes institutionnelles. La troisième sous-question (niveau micro) examine les mesures, stratégies de gouvernance et mécanismes de gestion ESG déployés par les grands investisseurs en immobilier dans leurs stratégies de gouvernance et de gestion ESG. Ces pratiques visent un double objectif : s'adapter aux pressions institutionnelles (habilitation interne) et influencer activement le champ organisationnel (habilitation externe). De plus, deux entrevues semi-dirigées confirmatoires ont été menées avec des experts en investissement immobilier à la fin de l'étude pour valider les interprétations émergentes. Enfin, le caractère longitudinal de l'étude (2015-2023) permet d'analyser la dynamique entre ces trois niveaux et d'observer le processus de changement institutionnel. Cette approche processuelle révèle comment les grands investisseurs, par leurs mécanismes de gouvernance, innoveront pour intégrer la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité dans leurs stratégies ESG, tout en contribuant activement à transformer leur environnement institutionnel.

3.3.2 Définition de l'étude de cas et délimitation de l'unité d'analyse

Les réponses obtenues à ces trois sous-questions, permettent de répondre à la question principale et ont pour objectif d'étudier les innovations mises en œuvre par plusieurs grands investisseurs institutionnels propriétaires d'actifs immobiliers en matière de lutte contre les changements climatiques et de protection de la biodiversité (niveau micro), tout en examinant les transformations survenues dans leur contexte institutionnel et sectoriel (niveaux macro et méso) et en analysant les dynamiques d'interactions entre ces trois niveaux. En s'appuyant sur le modèle de catégorisation des cas 2x2, la présente recherche s'inscrit dans une méthodologie d'étude de cas unique, enchâssée et longitudinale (Type 2) (Yin, 2014, p. 50).

Le cas porte ainsi sur les innovations managériales dans les stratégies de gouvernance et de gestion des enjeux ESG des grands investisseurs en immobilier en lien avec la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité.

L'unité d'analyse retenue est l'organisation et plus particulièrement celle des grands investisseurs en immobilier. Ce choix a été discuté et validé avec plusieurs chercheurs et praticiens. Les six unités

enchâssées ont été sélectionnées pour étudier l'évolution de leurs modes de gouvernance face aux enjeux climatiques et de biodiversité. Ce sont des leaders reconnus en investissement durable.

La sélection de ces six grands investisseurs en immobilier a été effectuée à partir d'un échantillonnage ciblé par critères (Coynes, 1997; Patton, 2002, p. 238). Selon la littérature, trois critères contribuent à définir le leadership en investissement responsable (Velte et Obermann, 2020). L'investisseur adopte une perspective d'investissement long terme associée à des mécanismes de surveillance sophistiqués (Bushee, 1998; Velte et Obermann, 2020). Ensuite, l'investisseur a des orientations non financières, notamment par son statut de signataire des PRI (Dyck *et al.*, 2019; Velte et Obermann, 2020)⁶. Enfin, le troisième critère vise le caractère actif de l'investisseur, déterminé par sa faible sensibilité aux pressions externes, les organisations sensibles étant généralement moins actives. Les fonds de pension publics, les fonds communs de placement, les fonds de dotation et les fondations présentent typiquement une faible sensibilité (Brickley *et al.*, 1988; Velte et Obermann, 2020). La localisation géographique, et donc le cadre institutionnel dans lequel évoluent les investisseurs, ainsi que la disponibilité d'informations fiables sur la période étudiée sont prises en considération. Le processus de sélection est opérationnalisé ultérieurement, mais les six unités enchâssées du cas retenues sont : APG, NBIM, CalSTRS, NYSCRF, CDPQ et RPC.

Pour identifier les investisseurs répondant à ces critères, la plateforme *Private Equity Real Estate* (PERE) a été utilisée comme base de sélection. PERE constitue une référence internationale pour le suivi des allocations en immobilier non coté détenues par les investisseurs institutionnels. Son classement *Global Investor 100* repose sur des données provenant de rapports annuels, de dépôts réglementaires et de validations croisées auprès des organisations. Cette méthodologie permet d'estimer les actifs immobiliers sous gestion (investissements directs, co-investissements, comptes séparés, fonds). Les leaders identifiés par PERE ont ensuite été évalués selon les trois critères de leadership présentés précédemment.

Les six investisseurs sélectionnés ont leur siège social au Canada, aux États-Unis, en Norvège et dans l'Union européenne. De plus, comme les portefeuilles d'actifs immobiliers de ces investisseurs sont mondiaux, leurs actifs étant répartis dans de nombreux pays, l'analyse du contexte institutionnel macro ne se limite pas aux juridictions d'origine. Au total, neuf juridictions sont ainsi étudiées, sélectionnées

⁶ Il semble pertinent de s'assurer que pour le critère de sélection traitant des orientations non financières, l'adhésion aux PRI de ces investisseurs ait été réalisée plusieurs années avant 2015 la cible est établie à 2010 afin de s'assurer d'avoir des investisseurs qui ont adhéré rapidement à ces principes, renforçant ainsi leur position de leader.

selon un échantillonnage par critères (Coyne, 1997; Patton, 2002, p. 238). La sélection des juridictions repose sur l'application de cinq critères successifs.

D'abord, les trois juridictions nationales ou supranationales abritant le siège social des six grands investisseurs sont automatiquement incluses. Ensuite s'ajoutent les pays qualifiés d'« intérêt spécifique » par PERE pour l'ensemble de ces investisseurs. Le troisième critère porte sur la primauté de droit (*rule of law*). L'analyse reposant principalement sur des documents formels (rapports, lois, réglementation, etc.), il faut s'assurer que les juridictions disposent d'un système réglementaire crédible où nul n'est au-dessus de la loi. L'indicateur de primauté de droit du programme *Worldwide Governance Indicators* (WGI) du Groupe de la Banque Mondiale (WBG) est utilisé. Cet indicateur est calculé à partir des perceptions de la confiance des agents envers les règles de la société et leur respect, la qualité de l'exécution des contrats, les droits de propriété, la police et les tribunaux, ainsi que la probabilité de criminalité et de violence (WBG, 2023a). La primauté du droit est également importante pour les propriétaires d'actifs (La Porta *et al.*, 1998). Les quatrième et cinquième critères concernent la taille du marché et la résilience climatique. Les juridictions doivent figurer dans le classement MSCI des plus grands marchés immobiliers mondiaux et se situer dans le premier quartile du ND-GAIN Country Index, qui évalue la vulnérabilité climatique et la capacité de résilience (MSCI, 2022; University of Notre Dame, 2023). Enfin, les pays encore présents à cette étape du processus sont présentés au niveau d'analyse le plus élevé qui est soit national ou supranational. Ainsi, les juridictions étudiées sont : l'Union européenne, la Norvège, les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni, Singapour, le Japon, l'Australie et la Nouvelle-Zélande.

Au-delà des juridictions, l'étude porte également sur certaines villes clés. Les actifs immobiliers que détiennent les investisseurs sont intrinsèquement liés à l'environnement physique dans lequel ils se situent. Un bâtiment résilient l'est-il vraiment si la ville qui l'abrite ne l'est pas ? La concentration des investissements immobiliers dans les grandes métropoles globales est largement documentée en économie urbaine et en finance immobilière. Les études mettent en évidence les effets d'agglomération, la prime urbaine et la liquidité transactionnelle supérieure des grandes villes grâce à leur activité économique diversifiée (Baum et Hartzell, 2012, p. 141; Drennan et Kelly, 2011; Heiniger *et al.*, 2025; Jennen et Verwijmeren, 2010; Liu *et al.*, 2026; Liusman *et al.*, 2017). Cette volonté de réduire l'incertitude est bien illustrée par ce passage : « *Core funds invest in well-located buildings that are highly occupied, often in 'gateway' cities with large populations and employment levels.* » (Baum et Hartzell, 2012, p. 308). L'investissement immobilier considère ainsi non seulement les bâtiments, mais aussi le territoire dans

lequel ils s'inscrivent. La résilience climatique et écologique constitue une nouvelle dimension de cette évaluation. Au-delà des avantages économiques, les grandes villes disposent généralement du pouvoir d'agir pour s'adapter à leur réalité locale et protéger leur territoire. La sélection des villes repose sur un échantillonnage par critères appliquant deux critères successifs (Coyne, 1997; Patton, 2002, p. 238). Le premier critère porte sur le PIB disponible en 2023 des quatre villes les plus importantes de chacune des juridictions étudiées. Le second concerne leur participation au C40 pour s'assurer que les villes sélectionnées ont déclaré publiquement vouloir se prémunir contre les enjeux environnementaux. Le processus de sélection est détaillé ultérieurement. Les 17 villes retenues sont : New York, San Francisco, Los Angeles, Washington, D.C., Montréal, Toronto, Vancouver, Paris, Madrid, Berlin, Londres, Oslo, Tokyo, Yokohama, Sydney, Melbourne et Auckland (et Singapour qui est déjà dans les juridictions).

Suite à cette délimitation géographique, les documents pertinents (réglementations, politiques, lois) ont été identifiés selon une logique émergente et opportuniste (Coyne, 1997; Patton, 2002, p. 240), en examinant systématiquement les cadres réglementaires relatifs aux enjeux climatiques et de biodiversité dans les marchés financiers et le secteur du bâtiment. Le niveau macro articule ainsi une délimitation géographique par critères et une sélection émergente des documents.

Enfin, un deuxième niveau d'analyse du contexte est étudié. Le niveau méso concerne le champ organisationnel structuré autour des enjeux climatiques et de biodiversité. De nombreuses initiatives internationales et transnationales ont émergé, constituant une source d'information considérable pour les acteurs. Ces initiatives permettent d'élaborer des stratégies, de se conformer aux cadres réglementaires, de mesurer des indicateurs et de divulguer des informations. Bien que transversales à plusieurs secteurs (agriculture, textile, etc.), certaines initiatives ciblent spécifiquement l'investissement immobilier (Plakantonaki *et al.*, 2023; Traldi, 2021). Ces initiatives transnationales, initialement volontaires, constituent un aspect novateur de l'Accord de Paris, qui a reconnu le rôle central des acteurs non étatiques dans la gouvernance climatique (Hale, 2016). Étant donné la nature internationale du sujet de recherche, les initiatives étudiées sont en large majorité internationales et transnationales.

Les investisseurs en immobilier sont soumis aux influences de deux secteurs d'activité. D'une part, en tant qu'investisseurs, ils font partie intégrante du secteur financier et sont par conséquent influencés par les évolutions de ce secteur. D'autre part, en tant que propriétaires d'actifs immobiliers (détenus directement

ou indirectement, partiellement ou entièrement), ils doivent comprendre l'objet sous-jacent à leurs investissements. Ils sont ainsi également influencés par les développements du secteur du bâtiment.

La sélection des initiatives transnationales et de leurs outils repose sur un échantillonnage opportuniste et émergent avec dimension longitudinale (Coyne, 1997; Patton, 2002, p. 240). Les initiatives sélectionnées devaient produire des outils traitant de la lutte contre les changements climatiques ou de la protection de la biodiversité, et être pertinentes pour le secteur de l'investissement ou le secteur du bâtiment. Cette approche a permis d'identifier progressivement les initiatives structurantes traitant de développement durable, de climat et de biodiversité dans les secteurs de la finance et du bâtiment. L'échantillonnage couvre deux périodes, les initiatives pionnières créées avant 2015 mais restant actives dans la production d'outils entre 2015 et 2023, et les initiatives apparues durant cette période. Cette approche permet de saisir la continuité historique du champ méso tout en documentant son évolution récente. Les initiatives ont été ajoutées itérativement selon plusieurs sources comme des références croisées, des mentions dans les rapports des investisseurs analysés, des échanges avec des experts du secteur et la reconnaissance dans la littérature spécialisée. Cette démarche a abouti à l'identification de 49 initiatives transnationales et l'analyse de près de 300 outils (référentiels, cadres de divulgation, guides, normes) produits entre 2015 et 2023. Ces initiatives incluent notamment les PRI, la TNFD, la TCFD et divers conseils de bâtiment durable.

Dans le cadre d'un échantillonnage opportuniste et émergent (Coyne, 1997; Patton, 2002, p. 240), deux entrevues semi-dirigées à visée confirmatoire ont été menées auprès d'experts du secteur de la finance immobilière ayant occupé des postes internationaux à des niveaux organisationnels élevés durant la période étudiée, dans le but de valider et de consolider les résultats émergents issus de l'analyse multiniveau. Les entretiens ont fait l'objet d'un enregistrement, d'une transcription, d'un codage et d'une anonymisation, conformément aux exigences du certificat d'éthique de la recherche de l'UQAM (annexe F). Le recours à des entrevues à visée confirmatoire s'inscrit dans une logique de triangulation méthodologique des résultats. Il permet de confronter les interprétations issues de l'analyse documentaire aux perspectives de praticiens du secteur, contribuant ainsi à renforcer la crédibilité et la confirmabilité de la recherche.

La période étudiée, de 2015 à 2023, débute avec une année charnière en matière de lutte contre les changements climatiques et de protection de la biodiversité, comme présenté en détail dans la sous-question 1. La conceptualisation de l'étude de cas unique enchâssée est illustrée à la Figure 3.1.

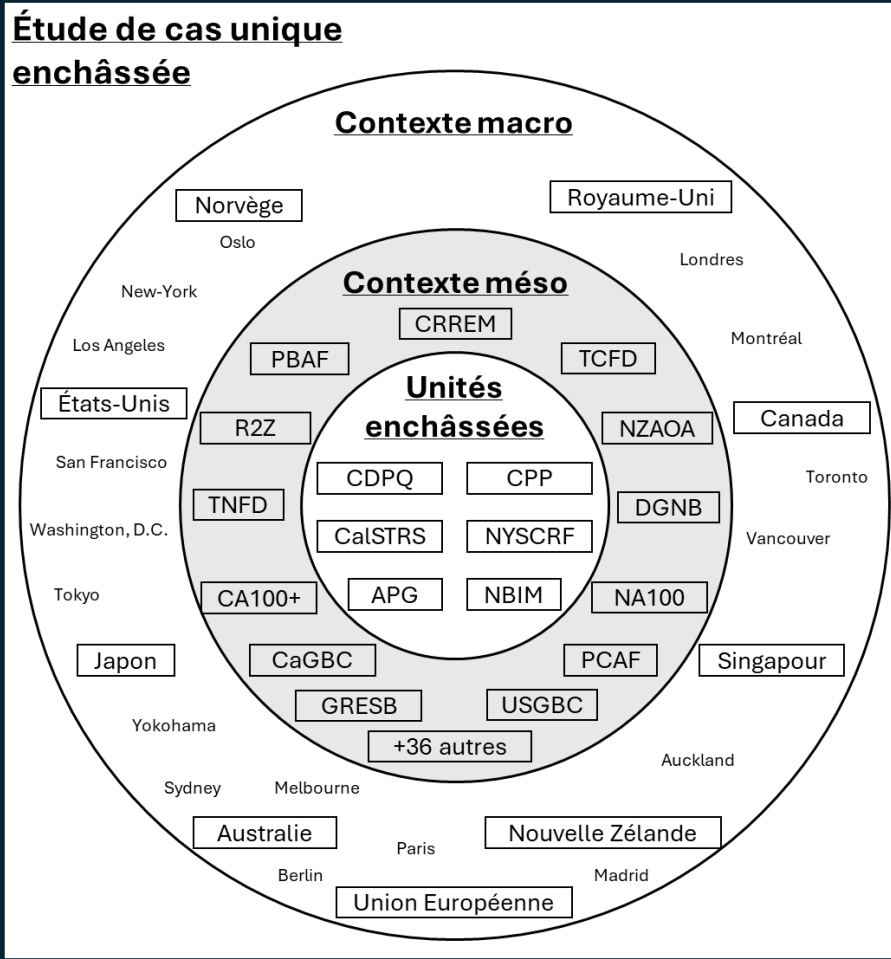


Figure 3.1 : Étude de cas unique enchâssée et échantillonnage

3.3.3 Analyse du cas

Pour l'analyse de données, trois des approches parmi celles présentées précédemment et issues de Langley (1999) et de Bowen (2009) sont mobilisées : l'approche narrative, la cartographie visuelle et l'analyse documentaire.

L'approche narrative consiste en un récit, oral ou écrit, rendant compte d'une série d'évènements ou d'actions reliés chronologiquement (Czarniawska, 2004, p. 17). Cette approche repose sur l'élaboration d'une histoire à partir des données brutes (Ex : Chandler (1969)) et est largement employée dans les perspectives contextualistes (Dawson, 1994; Johnson, G., 1987; Pettigrew, 1985, 1990; Pettigrew et Whipp, 1993). Elle exige la collecte et l'analyse de données en les replaçant dans une vision chronologique des évènements, une étude de processus étant propre à cette approche (Cortazzi, 1994). Les éléments clés

pour construire une histoire incluent la séquence temporelle, les acteurs, la voix narrative, un cadre de référence et des indicateurs contextuels (Pentland, 1999).

Dans le cadre de cette recherche, la narration est utilisée pour trois volets : la constitution du cadre international relatif à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité dans le secteur immobilier (sous-question 1); l'élaboration des diverses réponses du secteur immobilier face aux enjeux de la lutte contre les changements climatiques et de la protection de la biodiversité (sous-question 2); et l'adaptation des modes de gouvernance et de gestion des enjeux liés à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité des grands investisseurs en immobilier (sous-question 3). La collecte de données pour les sous-questions 1 et 2 est réalisée selon le modèle proposé par Juntunen et Lehenkari (2021), lequel repose sur le processus itératif d'une revue de littérature narrative entre les dimensions de l'exploration, de la (re)définition du focus, de l'écriture et de l'analyse ou de la synthèse. Pour la sous-question 3, les données ont été recueillies à partir des sites corporatifs alors que l'outil *Wayback Machine* de *Internet Archive* a été utilisé dans certaines occasions.

Ces histoires narratives sont ensuite synthétisées sous la forme d'une matrice graphique, intégrant la cartographie visuelle (Miles et Huberman, 1994). La cartographie visuelle est ainsi la deuxième méthode utilisée pour l'analyse des réponses aux sous-questions. Elle se définit comme une représentation visuelle d'un processus étudié. Cette méthode est particulièrement adaptée à la présente recherche, car elle est réputée pertinente pour la représentation d'un processus complexe (Langley, 1999). Cette méthode présente aussi l'avantage d'intégrer une grande quantité d'informations de manière condensée, permettant d'adopter une vision beaucoup plus large et globale, ce qui facilite l'analyse. Étant donné qu'il existe plusieurs formes de représentations visuelles, le choix de la représentation se fait en répondant à cinq questions, détaillées dans le Tableau 3.4 (Eppler et Burkhard, 2007).

Tableau 3.4 : Processus de choix d'une cartographie visuelle (questions de Eppler et Burkhard, 2007)

Étapes	Questions	Réponses
1	Quel type de connaissance est visualisée ?	Dans le cadre des présentes questions de recherche, l'objectif est de comprendre comment (know-how) la considération des impacts relatifs aux changements climatiques et à la biodiversité en immobilier a émergé à trois niveaux différents.
2	Pourquoi ces connaissances doivent être visualisées ?	Ces connaissances doivent être visualisées dans le but de coder les différentes étapes du processus de changement de la prise en considération des impacts relatifs aux changements climatiques et à la biodiversité.
3	Pour qui ces connaissances sont visualisées ?	La visualisation de ces connaissances est dédiée à une communauté de pratique intéressée à l'étude de l'évolution de l'immobilier durable.
4	Dans quel contexte ces connaissances devraient être visualisées ?	Le contexte de la visualisation de ces connaissances se fera par l'entremise de la présente thèse dont une version papier sera réalisée, mais également une version virtuelle.

5	Comment la connaissance peut être représentée ?	Enfin, d'après les réponses fournies aux questions précédentes et en se basant sur Eppler et Burkhard (2007), les connaissances seront représentées par l'entremise d'un diagramme conceptuel.

Une première forme de représentation visuelle est le diagramme conceptuel, désignant une représentation schématique d'idées abstraites à l'aide de formes standardisées, telles que des flèches, des cercles, des pyramides ou encore des matrices. Il peut être utilisé pour structurer les informations et illustrer les relations entre des concepts. Dans un but de transfert et de création de connaissances, les diagrammes conceptuels facilitent la compréhension des concepts abstraits, réduisent la complexité des questions centrales, améliorent la cognition et soutiennent la discussion sur les relations existantes (Eppler et Burkhard, 2007, p. 115). Les diagrammes conceptuels peuvent adopter plusieurs formes, mais seules deux d'entre elles intègrent la dimension temporelle : le diagramme de Gantt et la « *flowchart* ». Une visualisation inspirée de ces deux formes de diagramme a été utilisée dans la présente étude.

Enfin, la troisième et dernière méthode utilisée spécifiquement pour la sous-question 3 est l'analyse documentaire, qui est particulièrement applicable à l'étude de cas qualitative (Bowen, 2009). Elle consiste en un processus de révision systématique de documents qui requiert l'analyse et l'interprétation de données pour faire ressortir une signification, mieux comprendre et développer des connaissances empiriques (Bowen, 2009). Les documents sont ici considérés comme des faits sociaux qui sont produits, partagés et utilisés de manière organisée (Atkinson et Coffey, 1997, p. 47). L'analyse documentaire implique l'écramage (examen superficiel), la lecture (examen approfondi) et l'interprétation de documents par un processus itératif combinant des éléments de l'analyse de contenu et de l'analyse thématique. L'analyse de contenu est un processus d'organisation de l'information en catégories reliées à la question de recherche centrale (Bowen, 2009). Cette organisation se concentre sur des thèmes, des mots-clés et des codes présents dans les textes identifiés par des observations indirectes, notamment dans le cadre d'études d'archives (Ciesielska et Jemielniak, 2018, p. 47). L'analyse thématique, quant à elle, est une forme de reconnaissance de schémas dans les données où des thèmes émergents deviennent des catégories d'analyse (Fereday et Muir-Cochrane, 2006). Ce processus implique une lecture approfondie et une révision des données par le codage et la construction de catégories basées sur les caractéristiques des données dans le but de faire émerger les thèmes pertinents au phénomène étudié (Bowen, 2009).

Le codage constitue donc un élément central dans l'élaboration des catégories. Bien qu'une approche de codage ne soit jamais totalement inductive ou déductive, il est proposé de tendre vers une approche de codage inductive (Braun et Clarke, 2022, p. 58). Dans cette perspective, pour effectuer l'analyse

documentaire, il est proposé de mobiliser certaines techniques de codage issues du répertoire de la théorie ancrée appliquées de façon inductive et itérative. Il semble important de mentionner que l'utilisation de techniques de codage de ce répertoire appliquées à d'autres méthodes est acceptée dans la littérature (Saldaña, 2013, p. 51).

La première étape consiste à réaliser un codage initial, afin de classer les données en concepts de premier ordre par comparaison constante (Saldaña, 2013, p. 100). Le codage initial a l'avantage de ne pas avoir de formulation prédéterminée pour les codes; il est possible d'utiliser, par exemple, celles proposées par le codage *in vivo* ou encore le codage processuel (Saldaña, 2013, p. 100). Ce premier codage doit rester au plus près des données analysées; il vise plus particulièrement à donner un point de départ au chercheur avec des pistes analytiques pour plus d'exploration et pour voir la direction que doit prendre l'étude (Saldaña, 2013, p. 101). Pour cette phase initiale du codage, il est recommandé de rester ouvert et proche des données, de garder des codes simples, précis et concis, de préserver la dimension d'action, de progresser rapidement à travers les données et de les comparer entre elles (Saldaña, 2013, p. 100). Les stratégies de codage proposées dans la littérature sont souvent « mot par mot » ou « ligne par ligne ». Néanmoins, dans la pratique, il s'agit plus fréquemment d'un codage par séquences de phrases partageant un sens commun, ce qui permet d'analyser un volume plus important de données tout en saisissant davantage de nuances. Cette démarche consiste à étiqueter chaque séquence de phrases identifiée, puis à analyser l'ensemble des codes de premier ordre afin d'en dégager les similitudes, les divergences et les spécificités.

Une fois ce premier codage réalisé, la deuxième grande étape est le codage focalisé. Ce codage a pour objectif de chercher les codes les plus fréquents et les plus significatifs pour développer les catégories les plus saillantes dans le corpus de données tout en requérant des décisions sur les codes initiaux qui font le plus de sens analytique (Saldaña, 2013, p. 213). Ensuite, ces codages focalisés font l'objet de codages par pattern, étant des codes explicatifs ou inférentiels qui identifient un thème émergent, une configuration ou une explication tout en regroupant un matériel riche en une unité d'analyse plus parcimonieuse et ayant plus de sens (Miles et Huberman, 1994, p. 69; Saldaña, 2013, p. 209).

Enfin, comme le propose Saldaña (2013, p. 250), des catégories de catégories sont réalisées pour créer des méta-catégories permettant d'arriver au niveau d'abstraction désiré et mettre en lien les éléments pertinents avec les théories mobilisées précédemment sous formes de thématiques.

Il semble important de mentionner que ces quatre niveaux n'ont pas été appliqués de manière linéaire mais plutôt de manière itérative. Deux cas de figure sont présents dans le codage. Un premier cas où les quatre niveaux ont été mobilisés (codage initial, codage focalisé, codage de pattern et thématique) et d'autres où seulement trois niveaux ont été mobilisés (codage initial, codage focalisé et thématique). Cette structure des thèmes peut être observée ci-dessous (Figure 3.2).

F a i t s S o c i a u x	Code initial 1 ₁	Code focalisé A ₁	Code pattern α_1	Thème 1	
	Code initial 1 _i				
	Code initial 2 ₁	Code focalisé A _i			
	Code initial 2 _i				
	Code initial 3 ₁	Code focalisé B ₁	Code pattern α_i		
	Code initial 3 _i				
	Code initial 4 ₁	Code focalisé B _i			
	Code initial 4 _i				
	Code initial 5 ₁	Code focalisé C ₁			
	Code initial 5 _i				
	Code initial 6 ₁	Code focalisé C _i			
	Code initial 6 _i				
	Code initial 7 ₁	Code focalisé D ₁	Code pattern β_1	Thème i	
	Code initial 7 _i				
	Code initial 8 ₁	Code focalisé D _i			
	Code initial 8 _i				
	Code initial 9 ₁	Code focalisé E ₁	Code pattern β_i		
	Code initial 9 _i				
	Code initial 10 ₁	Code focalisé E _i			
	Code initial 10 _i				
	Code initial 11 ₁	Code focalisé F ₁			
	Code initial 11 _i				
	Code initial x ₁	Code focalisé F _i			
	Code initial x _i				

Figure 3.2 : Structure du processus de codage de l'analyse de documents

Pour stimuler la réflexion, des mémos analytiques sont utilisés en parallèle du codage. Cette technique repose sur une relation réciproque. D'un côté, le développement du système de codage alimente la rédaction des mémos, et de l'autre, l'évolution de ces mémos contribue à affiner la compréhension du phénomène étudié et à enrichir la structure du codage (Weston *et al.*, 2001, p. 397). Cette relation réciproque crée des espaces de réflexion et de critique, à la fois avec soi-même et vis-à-vis de son travail, qui portent sur les données utilisées ainsi que sur la manière dont les actions et décisions du chercheur peuvent influencer le déroulement et les résultats de la recherche (Clarke, A. E., 2005, p. 202; Mason, 2002, p. 5). Bien que créative, cette technique demeure rigoureuse (Dey, 1993). Les mémos doivent être produits tout au long du processus de recherche, comporter une date, un titre descriptif ainsi qu'un sous-titre

évocateur (Saldaña, 2013, p. 41). Bien qu'il existe un nombre conséquent de catégories de mémos, ceux utilisés dans le cadre de cette recherche permettent principalement de réfléchir sur les codes produits (libellés, catégorisations et relations). En outre, ils permettent d'affiner et d'améliorer les codes, ainsi que de contribuer à la conceptualisation de l'analyse.

Bien que la typologie de Yin (2014) structure la conception de l'étude de cas, les critères de qualité retenus s'inscrivent dans l'approche proposée par Guba et Lincoln (Guba, 1981; Guba et Lincoln, 1994; Lincoln et Guba, 1985), plus cohérente avec la nature interprétative de l'analyse documentaire et le positionnement épistémologique de cette recherche. Comme précisé, cette recherche s'inscrit dans le paradigme réaliste (Van de Ven, 2007). Sur le plan ontologique, elle reconnaît l'existence d'une réalité organisationnelle externe : les pratiques de gouvernance et de gestion ESG mises en œuvre par les grands investisseurs immobiliers constituent des phénomènes réels et observables. Sur le plan épistémologique, elle reconnaît que l'accès à cette réalité est nécessairement médiatisé par l'interprétation, particulièrement dans le contexte d'une analyse documentaire où les pratiques organisationnelles sont appréhendées à travers les discours institutionnels. Cette position justifie l'adoption des critères de crédibilité (analogue à la validité interne), transférabilité (analogue à la validité externe), fiabilité/répliquabilité, et confirmabilité (analogue à l'objectivité) (Guba, 1981; Guba et Lincoln, 1994; Lincoln et Guba, 1985).

La crédibilité de cette recherche repose sur plusieurs stratégies de triangulation et d'immersion prolongée. D'abord, une triangulation des sources a été réalisée aux niveaux macro (contextes institutionnels), méso (initiatives transnationales) et micro (six grands investisseurs), permettant de croiser les perspectives et de renforcer la robustesse des interprétations. Ensuite, une immersion prolongée sur le terrain a été assurée par trois stages de recherche de six mois chacun chez un grand investisseur immobilier. Ces stages, portant respectivement sur les sous-questions 1, 2 et 3, ont donné lieu à des discussions et présentations avec les équipes professionnelles, enrichissant la compréhension du chercheur des enjeux pratiques. Enfin, deux entrevues confirmatoires menées avec des experts en investissement immobilier à la fin de l'étude ont permis de valider les interprétations émergentes. La confirmabilité est assurée par la transparence sur le positionnement du chercheur (présenté au début du chapitre), la description détaillée de l'opérationnalisation de la démarche de recherche, ainsi que ces entrevues de validation externe.

La transférabilité des résultats est facilitée par une description dense du contexte institutionnel et organisationnel étudié, ainsi que par la justification rigoureuse de l'échantillonnage théorique. Cette

approche permet aux lecteurs d'évaluer dans quelle mesure les résultats peuvent éclairer d'autres contextes similaires. La fiabilité et la réplicabilité de la démarche sont assurées par plusieurs mécanismes. D'abord, l'ensemble des documents analysés est public et référencé en bibliographie, permettant un audit complet de la démarche. Ensuite, le processus de codage pour l'analyse documentaire a été explicité en détail, avec une documentation systématique des décisions méthodologiques, suivant les recommandations de Saldaña (2013) et Bowen (2009). Cette piste d'audit méthodologique permet à d'autres chercheurs de retracer et de comprendre l'ensemble du processus analytique.

Avant de passer à l'opérationnalisation de la recherche, il semble pertinent de synthétiser le cas unique enchâssé longitudinal et les différentes méthodologies utilisées (Tableau 3.5).

Tableau 3.5 : Synthèse de la démarche de recherche employée

Étude de cas unique enchâssée longitudinale						
Cas	Innovations managériales dans les stratégies de gouvernance et de gestion des enjeux ESG des grands investisseurs en immobilier en lien avec la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité		Sélection des unités enchâssées et des contextes	Approches utilisées pour l'analyse	Sources de données utilisées	Critères de qualité de l'étude
Période	2015 – 2023					
Unité	Organisation					
Unités enchâssées	Micro	Grands investisseurs en immobilier : APG, NBIM, CalSTRS, NYSCRF, CDPQ, Investissements RPC	- Échantillonnage par critères	- Analyse documentaire - Stratégie narrative - Visualisation	- Rapports annuels - Rapports d'investissement durable / responsable (incluant les rapports TCFD)	- Crédibilité : ○ Croisement des niveaux macro, méso micro ○ Immersion prolongée d'un an et demi chez un grand investisseur
Contexte	Macro	9 juridictions : Union-Européenne, Norvège, Royaume-Uni, États-Unis, Canada, Singapour, Japon, Australie, Nouvelle-Zélande 17 villes : New York, San Francisco, Los Angeles, Washington, D.C, Montréal, Toronto, Vancouver, Paris, Madrid, Berlin, Londres, Oslo, Tokyo, Yokohama, Sydney, Melbourne et Auckland	- Sélection des juridictions et des villes : échantillonnage par critères - Sélection des documents à analyser : échantillonnage opportuniste et émergent	- Stratégie narrative - Visualisation	- Politiques - Lois et propositions de lois - Réglementations et propositions de réglementations - Analyses de cabinets d'avocats	- Deux entrevues confirmatoires - Confirmabilité : ○ Transparence sur le positionnement ○ Description détaillée de la démarche de recherche ○ Entrevues de validation externe pour le cas
	Méso	49 initiatives transnationales et près de 300 de leurs outils touchant à la lutte aux changements climatiques et la protection de la biodiversité	- Échantillonnage opportuniste et émergent	- Stratégie narrative - Visualisation	- Sites web des initiatives - Outils disponibles (référentiels, cadres de divulgation, guides, standards, etc.)	- Transférabilité : ○ Description dense du contexte institutionnel et organisationnel ○ Échantillonnage rigoureux - Fiabilité / réplicabilité : ○ Documents étudiés disponibles ○ Processus de codage explicite

3.3.4 Opérationnalisation de la démarche de recherche

Cette dernière sous-partie vise à montrer comment la démarche de recherche présentée précédemment est appliquée concrètement pour répondre à chacune des sous-questions. Il semble important de préciser que les trois sous-questions de recherche sans exception ont fait aussi l'objet de travaux exécutés dans le cadre de trois stages de recherche subventionnés par le programme Mitacs Acceleration⁷ et la Chaire la Caisse en immobilier. Ces stages de recherche réalisés par le chercheur et rédacteur de cette thèse ont été effectués dans l'équipe d'investissement immobilier durable chez un grand investisseur institutionnel détenant des actifs immobiliers. Ils ont permis au chercheur d'être entouré d'une équipe de praticiens chevronnés avec lesquels il a pu échanger sur différentes sous-questions à l'étude dans cette thèse, s'imprégner de la réalité du terrain en investissement et en gestion d'actifs immobiliers et d'effectuer certaines tâches d'analyse présentées aux équipes. Le chercheur a eu l'occasion de travailler dans des bureaux présents dans trois grands centres urbains à l'étude dans cette thèse sur plusieurs continents. Les résultats des trois stages ont fait l'objet de rapports qui ont été présentés aux équipes, ce qui a permis de bénéficier de retours constructifs permettant de confirmer et de bonifier le contenu du travail exécuté. Trois stages ont été réalisés, un par sous-question, sur une durée totale d'un an et demi.

Ainsi, la sous-question 1 vise à répondre à la question suivante : « comment les nouvelles attentes du contexte institutionnel, politique, légal et réglementaire incitent-elles les grands investisseurs en immobilier à s'impliquer dans la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité pour protéger la valeur de leurs investissements à long terme ? »

La sélection des juridictions repose sur l'application successive de cinq critères. D'abord, les pays où sont incorporés les six grands investisseurs sélectionnés sont automatiquement intégrés. Même si le lieu d'incorporation se situe au niveau infranational, c'est le pays qui est retenu, car c'est l'unité utilisée pour communiquer la présence des investisseurs. Ensuite, à partir de la section « *Specific Focus* » du profil investisseur de PERE, tous les pays d'intérêt spécifique énumérés sont ajoutés. Le troisième critère porte sur la primauté du droit (*rule of law*), évaluée par l'indicateur du programme WGI du Groupe de la Banque Mondiale. Sur les 213 pays étudiés, seuls les 50 premiers du classement sont conservés. Le quatrième

⁷ Mitacs est une organisation sans but lucratif canadienne qui conçoit et met en œuvre depuis 25 ans des programmes de formation et de recherche. Avec plus de 60 universités, des milliers d'entreprises ainsi que les gouvernements fédéraux et provinciaux, Mitacs a construit des partenariats favorisant l'innovation industrielle et sociale au Canada. L'approbation de toute demande de stage, intégrant la conception de la recherche, est soumise à révision par les pairs aux fins d'approbation avant l'octroi de toute subvention permettant de débiter les stages.

critère concerne la présence dans le classement MSCI des plus grands marchés immobiliers mondiaux. Le cinquième critère utilise l'indicateur *ND-GAIN Country Index* de l'Université de Notre Dame, qui évalue la vulnérabilité aux changements climatiques et la capacité de résilience. Les pays sont analysés au niveau national, à l'exception des pays membres de l'Union européenne, étudiés à l'échelle supranationale de l'UE. Les neuf juridictions retenues sont : le Canada, les États-Unis, la Norvège, l'Union européenne, le Royaume-Uni, l'Australie, la Nouvelle-Zélande, le Japon et Singapour.

Pour la sélection des villes, les quatre villes ayant le PIB le plus important dans ces juridictions ont été identifiées, puis seules celles membres du C40 ont été conservées. Les 17 villes étudiées sont : Toronto, Montréal, Vancouver, New York, Los Angeles, San Francisco, Washington D.C., Oslo, Paris, Madrid, Berlin, Sydney, Melbourne, Londres, Auckland, Tokyo et Yokohama. Singapour, étant une cité-État, est déjà incluse dans les juridictions. Les caractéristiques des juridictions et villes étudiées sont résumées dans le Tableau 3.6. Le tableau exhaustif de sélection peut être consulté à l'annexe A.

Tableau 3.6 : Caractéristiques des juridictions et villes étudiées

Pays d'intérêt spécifique des investisseurs sélectionnés et place d'affaires (selon les profils d'investisseur PERE)	Positionnement dans le classement de règle de droit (WBG, 2023b)	Classement dans les marchés immobiliers mondiaux (MSCI, 2022)	Positionnement dans le Climate ND-Gain Country Index scores (University of Notre Dame, 2023)	Juridiction nationale / supranationale étudiée	Villes faisant partie du top 4 en matière de PIB dans la juridiction étudiée et étant membre du C40 (Australian Government, 2023b; Eurostat, 2023; Kenan Institute of Private Enterprise, 2023; Office for National Statistics, 2023; StatCan, 2022; Stats NZ, 2023; Wikipedia, 2023) ⁸
Canada	16 ^e place	7 ^e place	14 ^e place	Canada	Toronto Montréal Vancouver
États-Unis	25 ^e place	1 ^{ère} place	17 ^e place	États-Unis	New York Los Angeles San Francisco Washington DC
Norvège	5 ^e place	19 ^e place	1 ^e place	Norvège	Oslo
Pays-Bas	15 ^e place	12 ^e place	18 ^e place	Union européenne	Paris
France	32 ^e place	6 ^e place	16 ^e place		Madrid
Allemagne	18 ^e place	5 ^e place	9 ^e place		Berlin
Australie	20 ^e place	8 ^e place	12 ^e place	Australie	Sydney Melbourne
Royaume-Uni	24 ^e place	3 ^e place	10 ^e place	Royaume-Uni	Londres
Nouvelle-Zélande	8 ^e place	31 ^e place	8 ^e place	Nouvelle-Zélande	Auckland
Japon	17 ^e place	2 ^e place	19 ^e place	Japon	Tokyo Yokohama
Singapour	3 ^e place	16 ^e place	5 ^e place		Singapour

⁸ Les villes du Japon ont été déterminées en observant les préfectures par leur PIB et en désignant leur ville principale sur une page Wikipédia reprenant les chiffres des statistiques nationales du Japon écrite en japonais.

Cette recherche privilégie le niveau national comme unité d'analyse principale, et le niveau supranational dans le cas particulier de l'UE. Cette unité d'analyse est complétée par l'échelle urbaine via la sélection de 17 villes issues de ces juridictions. Le choix de ne pas systématiser le niveau infranational (provinces canadiennes, États américains, nations britanniques, États australiens, etc.) repose sur plusieurs considérations méthodologiques. Premièrement, l'échelle urbaine capture les pressions institutionnelles les plus contraignantes pour les actifs immobiliers. Les grandes villes étudiées adoptent fréquemment des politiques climatiques plus ambitieuses que leurs juridictions infranationales d'appartenance. Par exemple, le Local Law 97 de New York (2019) impose des limites d'émissions aux bâtiments plus strictes que les exigences de l'État de New York, tandis que le Plan climat de Montréal (2020-2030) dépasse les objectifs provinciaux québécois. Les actifs immobiliers étant physiquement situés dans des villes spécifiques, l'analyse urbaine permet de saisir les contraintes opérationnelles concrètes auxquelles font face les investisseurs. Deuxièmement, traiter de manière exhaustive les 27 États membres de l'UE, les 10 provinces canadiennes, les 50 États américains, les 4 nations britanniques et les 6 États australiens aurait compromis la cohérence narrative et la comparabilité internationale. Troisièmement, lorsque des politiques infranationales affectent directement les investisseurs institutionnels étudiés, au-delà de leurs seuls actifs immobiliers, elles sont intégrées au début de l'étude de la juridiction concernée. C'est notamment le cas des réglementations californiennes sur la divulgation ESG (SB 253 et SB 261, 2023) pour CalSTRS ou du marché du carbone québécois (système WCI depuis 2013) dans lequel évolue la CDPQ. Nous reconnaissons toutefois que certaines dynamiques infranationales modulent les pressions institutionnelles au-delà de ce que capture l'analyse urbaine. Les variations provinciales au Canada (marché du carbone québécois vs absence en Alberta jusqu'en 2023) et étatiques aux États-Unis (politiques climatiques californiennes vs texanes) créent des contextes réglementaires distincts pour les investisseurs selon leur localisation. Une analyse approfondie de ces contextes infranationaux constituerait un prolongement pertinent de cette recherche.

La période étudiée débute en 2015 et s'achève en 2023. Comme présenté plus en détail dans l'énonciation de la sous-question 1, l'année 2015 représente une année charnière en matière de lutte contre les changements climatiques et de protection de la biodiversité.

Pour cette première sous-question, 385 documents ont été étudiés au total pour les années 2015 à 2023. Les documents étudiés proviennent de diverses sources gouvernementales ainsi que de cabinets d'avocats, une attention particulière étant accordée aux documents traitant des enjeux de développement durable

et touchant les bâtiments d'une part et les acteurs financiers d'autre part. Pour chacune des juridictions, l'ordre chronologique est scrupuleusement respecté. L'analyse de ces documents se concentre sur deux grandes narrations : l'une sur l'encadrement des actifs immobiliers et la seconde sur l'encadrement des organisations. Pour chaque juridiction, ces deux narrations font l'objet d'une conclusion commune.

En résumé, l'analyse narrative des données de la première sous-question vise à structurer trois niveaux de visualisation: 1) une visualisation chronologique synthétisant les faits empiriques saillants observés ; 2) une visualisation conceptuelle cherchant à saisir la complexité du processus observé empiriquement ; 3) une visualisation conceptuelle simplifiée cherchant à faire ressortir l'essence de ce qui a été observé.

La sous-question 2 vise à répondre à la question suivante : « comment les acteurs immobiliers s'organisent-ils au niveau du secteur pour développer des outils permettant aux grands investisseurs en immobilier de répondre aux nouvelles attentes du contexte institutionnel, politique, légal et réglementaire en matière de lutte contre les changements climatiques et de protection de la biodiversité ? ». Elle vise à mener une démarche globale sur le plan géographique en étudiant les initiatives transnationales et internationales portant sur les enjeux climatiques et de biodiversité dans les secteurs de la finance et du bâtiment.

Il semble ici important de préciser que des initiatives telles que les *Principes pour l'Investissement Responsable* (PRI) ou encore la *Net Zero Asset Owner Alliance* (NZAOA) sont ici considérées comme des initiatives sectorielles, plus précisément de la finance dans ce cas-ci, dans la mesure où il s'agit d'initiatives créées de manière hybride entre l'ONU et le milieu industriel. Ainsi, bien qu'ayant été catalysées par des institutions telles que l'ONU, elles n'auraient sans doute pas existé et ne se seraient pas développées sans l'adhésion d'acteurs leaders de l'industrie lors de leur création. À titre d'exemple, il est précisé sur le site des PRI « *Founded by asset owners, supported by the United Nations* ».

La sélection des initiatives est réalisée par un échantillonnage opportuniste et émergent. La liste complète des initiatives étudiées peut être consultée à l'annexe B.

49 initiatives ont été identifiées, accompagnées de plus de 300 outils jugés pertinents pour ce champ d'étude. Ce sont au total 455 documents qui ont été étudiés. Tout comme pour la première sous-question, ces initiatives et les outils qu'elles ont créés sont traités de manière chronologique entre 2015 et 2023. Considérant que certaines initiatives aujourd'hui centrales, et encore actives dans la production de

référentiels, ont été instituées avant 2015, un retour historique préalable est entrepris afin de maintenir une continuité historique avec les outils que ces initiatives ont créés pendant la période d'intérêt.

Comme pour la sous-question 1, l'analyse narrative de la sous-question 2 vise à structurer trois niveaux de visualisation : 1) une visualisation chronologique synthétisant les faits empiriques saillants observés ; 2) une visualisation conceptuelle cherchant à saisir la complexité du processus observé empiriquement ; 3) une visualisation conceptuelle simplifiée cherchant à faire ressortir l'essence de ce qui a été observé.

Enfin, la sous-question 3 vise à répondre à la question suivante : « quelles sont les mesures mises en œuvre et divulguées par les grands investisseurs en immobilier démontrant leur prise en compte des impacts liés à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité dans leur stratégie de gouvernance et de gestion des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ? » Elle étudie six grands investisseurs institutionnels détenant des actifs immobiliers.

Les six investisseurs ont été sélectionnés en appliquant les critères de leadership en investissement responsable au classement *Global Investor 100* de PERE (PERE, 2023). La caractéristique relative à la perspective long terme se base sur le score en matière d'investissement durable (qui intègre la gouvernance et l'intégration) de la *Global Pension Transparency Benchmark 2023* (GPTB, 2026). Ensuite, la prise en compte de l'orientation non financière s'est faite en se basant sur l'adhésion aux PRI avant 2010 (PRI, 2026). Enfin, pour déterminer si l'institution était susceptible d'être active selon le principe théorique de sa faible sensibilité à la pression, le qualificatif d'investisseur attribué par le *Global Sustainable Finance Observatory* de la *UN Trade & Development* a été utilisé (GSFO, 2026). Afin de pouvoir observer l'évolution depuis l'Accord de Paris de fin 2015, trois années ont été étudiées : 2017, 2020 et 2023. La sélection des investisseurs selon les critères établis est illustrée au Tableau 3.7

Il convient de mentionner que CalPERS répondait aux critères de sélection et se situait à un rang supérieur dans le classement PERE 2023 par rapport à certains des six investisseurs retenus. Cependant, cet investisseur a été exclu en raison de l'insuffisance des données qu'il divulgue. Le processus de sélection complet est présenté à l'annexe C.

Tableau 3.7 : Caractéristiques des investisseurs leaders sélectionnés

Grand investisseur en immobilier	Position dans le classement <i>Global Investor 100</i> (PERE, 2023)	Orientations non financières (PRI, 2026)	Institution active à long terme (GSFO, 2026)	Perspective long terme (GPTB, 2026)	Pays d'origine
Caisse de Dépôt et Placement du Québec (CDPQ)	12 ^e - 35 milliards \$ US d'actifs en immobilier	Signataire PRI depuis 2006	Fonds de pension public	88% en 2023 Classement 7 ^e /100	Canada
Régime de Pension du Canada (Investissements RPC)	13 ^e - 34 milliards \$ US d'actifs en immobilier	Signataire PRI depuis 2006	Fonds de pension public	84% en 2023 Classement 14 ^e /100	Canada
California State Teachers' Retirement System (CalSTRS)	3 ^e - 60 milliards \$ US d'actifs en immobilier	Signataire PRI depuis 2008	Fonds de pension public	82% en 2023 Classement 20 ^e /100	États-Unis
New York State Common Retirement Fund (NYSCRF)	24 ^e - 25 milliards \$ US d'actifs en immobilier	Signataire PRI depuis 2006	Fonds de pension public	81% en 2023 Classement 22 ^e /100	États-Unis
Algemene Pensioen Groep (APG)	16 ^e - 32 milliards \$ US d'actifs en immobilier	Signataire PRI depuis 2009	Fonds de pension public	87% en 2023 Classement 8 ^e /100	Pays Bas (Union européenne)
Norges Bank Investment Management (NBIM)	14 ^e - 34 milliards \$ US d'actifs en immobilier	Signataire PRI depuis 2006	Fonds souverain	94% en 2023 Classement 1 ^e /100	Norvège (Espace Économique Européen)

Les six investisseurs sélectionnés comptent parmi les plus grands propriétaires d'actifs immobiliers au monde selon le classement *Global Investor 100* de PERE 2023. Leurs portefeuilles immobiliers varient de 25 à 60 milliards USD, représentant entre 2,7 % et 13,6 % de leurs actifs totaux sous gestion. APG est l'un des plus grands fonds de pension néerlandais au monde, gérant plus de 616 milliards EUR d'actifs (fin 2024). Son portefeuille immobilier s'élevait à 32 milliards USD en 2023 (5,6 % de l'actif total), le positionnant au 16^e rang mondial. NBIM gère le *Government Pension Fund Global*, le plus grand fonds souverain au monde, basé en Norvège. Ses investissements immobiliers atteignaient 34 milliards USD en 2023 (2,7 % de l'actif total), le classant 14^e mondialement. CalSTRS, fondé en 1913, est le plus grand fonds de retraite d'enseignants aux États-Unis, gérant environ 341 milliards USD (juin 2024). Avec 60 milliards USD en immobilier (13,6 % de l'actif total), il occupe le 3^e rang mondial. NYSCRF est le fonds de pension des employés de l'État de New York, gérant environ 270-275 milliards USD (mars 2025). Son portefeuille immobilier de 25 milliards USD représente 10,7 % de ses actifs, le plaçant au 24^e rang. CDPQ est l'institution financière du Québec gérant les fonds de retraite et d'assurance, avec 473 milliards CAD d'actifs nets (décembre 2024). Ses investissements immobiliers atteignaient 35 milliards USD (11,8 %), le positionnant 12^e mondialement. Enfin, Investissements RPC, créé en 1966, gère le Régime de pensions du Canada, fournissant prestations de retraite, d'invalidité et de survivant. Avec 714,4 milliards CAD d'actifs (mars 2025), son portefeuille immobilier de 34 milliards USD (8,6 %) le classe 13^e au niveau mondial.

Dans cette recherche, les six investisseurs étudiés sont analysés comme des leaders de champ capables d'influencer simultanément leurs structures internes, leurs portefeuilles immobiliers et les entreprises

qu'ils financent. Leur rôle ne se limite pas à l'allocation du capital, ils participent à la définition des attentes normatives et à la structuration des pratiques de marché. Les modalités précises de cette influence sont examinées dans les chapitres suivants. Les investisseurs analysés sont tous des investisseurs institutionnels de très grande taille, mais présentent des configurations organisationnelles et contextuelles distinctes.

La CDPQ et Investissements RPC incarnent le modèle canadien de gestion publique à long terme, caractérisé par une forte autonomie opérationnelle et une articulation explicite entre mandat fiduciaire et intégration des enjeux climatiques. La CDPQ se distingue par une structuration en filiales spécialisées, notamment en immobilier et en financement hypothécaire, permettant une traduction opérationnelle différenciée de ses engagements stratégiques. Investissements RPC adopte une approche plus centralisée, tout en affirmant la compatibilité entre maximisation du rendement et intégration des facteurs ESG. APG et NBIM s'inscrivent dans un contexte européen marqué par une pression normative accrue et une institutionnalisation avancée des dispositifs de divulgation durable. APG, gestionnaire de fonds de pension néerlandais, articule ses investissements immobiliers à des objectifs climatiques et à une logique d'alignement aux cadres réglementaires européens. NBIM, gestionnaire du fonds souverain norvégien, applique un dispositif transversal d'investissement responsable couvrant l'ensemble des classes d'actifs, immobilier inclus, en insistant sur la normalisation des attentes et la gestion systématique des risques climatiques. CalSTRS et NYSCRF représentent le modèle américain des grands fonds publics de retraite. Leur action s'ancre dans une logique fiduciaire centrée sur la matérialité financière, bien que l'intégration des risques climatiques s'y soit progressivement consolidée. Leur influence s'exerce principalement par l'engagement actionnarial, le vote et la participation à des coalitions, selon une institutionnalisation des pratiques ESG plus pragmatique et juridiquement encadrée que dans le contexte européen.

En dépit de leurs différences structurelles et contextuelles, ces six acteurs partagent des traits communs, soit, une capacité d'influence significative sur les entreprises, une formalisation croissante de l'intégration des risques climatiques et ESG, et une transformation progressive de leurs pratiques organisationnelles visant à adapter leur mandat fiduciaire aux défis systémiques contemporains. L'immobilier constitue, pour chacun d'entre eux, un terrain privilégié d'expérimentation et de mise en œuvre concrète de ces orientations stratégiques.

Le but étant de conserver une comparabilité dans le temps, les documents étudiés sont les rapports annuels, les rapports d'investissement responsable ou durable et les différents éléments y afférents. Ces

derniers représentent 35 fichiers comportant au total 4 163 pages (APG, 2017a, 2017b, 2020a, 2020b, 2023; CalSTRS, 2017a, 2017b, 2020a, 2020b, 2023a, 2023b; CDPQ, 2017a, 2017b, 2020a, 2020b, 2023a, 2023b; CPPIB, 2017a, 2017b, 2020a, 2020b, 2023a, 2023b; NBIM, 2018a, 2018b, 2021a, 2021b, 2024a, 2024b; NYSCRF, 2017, 2018, 2020, 2021, 2023, 2024). De fait, toutes les citations utilisées dans ce sixième chapitre proviennent exclusivement de ces documents. De manière plus détaillée, les rapports de APG représentent 560 pages, ceux de NBIM 739 pages, ceux de CalSTRS 720 pages, ceux de NYSCRF 702 pages, ceux de CDPQ, 823 pages et, enfin, ceux d'Investissements RPC 619 pages. Respectivement, cela représente une part du corpus équivalent à 13,5%, 17,8%, 17,3%, 16,9%, 19,8% et 14,9% du total. Il y a donc un certain équilibre dans la proportion des documents étudiés pour chacun des investisseurs étudiés (Tableau 3.8).

Tableau 3.8 : Étendue et proportion des documents étudiés pour les unités enchâssées

Investisseur	Type de documents étudiés	Nombre de documents analysés	Nombre de pages analysées	Proportion du corpus
APG	Rapport annuel et rapport d'investissement durable / responsable (incluant les rapports TCFD)	5	560	≈ 13,5%
NBIM		6	739	≈ 17,8%
CalSTRS		6	720	≈ 17,3%
NYSCRF		6	702	≈ 16,9%
CDPQ		6	823	≈ 19,8%
Investissements RPC		6	619	≈ 14,9%
Total		35	4 163	100%

Il convient de noter que si les 18 rapports annuels analysés sont formellement audités, la plupart des 17 rapports d'investissement durable ne le sont pas. Néanmoins, plusieurs éléments atténuent les risques d'écoblanchiment dans ces rapports volontaires. Premièrement, les six investisseurs figurent parmi les mieux classés mondialement en matière de transparence d'investissement durable (Tableau 3.7), ce qui réduit la probabilité d'écoblanchiment, la littérature établissant que la transparence élevée constitue un mécanisme atténuant ces risques. Deuxièmement, même pour les rapports "volontaires", ces organisations s'exposent à des risques de poursuites judiciaires et de compromission de leur obligation fiduciaire en cas de fausses informations. De fait, à notre connaissance, aucun des investisseurs étudiés n'a fait l'objet de poursuites judiciaires publiques à cet effet durant la période étudiée.

Les documents ont été en grande majorité récupérés depuis le site web de chaque investisseur tel qu'accessible en 2024. Tous les investisseurs conservent sur leur site public les archives de ces différents documents corporatifs à travers le temps. La plupart remontent à avant 2016-2017. Néanmoins, certains ne remontent pas aussi loin. Trois documents ont dû être récupérés depuis l'outil *Wayback Machine*

d'*Internet Archive*, lequel réalise des captures de sites web partout à travers la planète. Ces documents ont été obtenus à partir de versions plus anciennes du site de l'investisseur concerné. Concernant la langue de codage, bien que la CDPQ et CPP Investments publient leurs documents en français et en anglais, les versions anglaises ont été utilisées pour le codage afin d'assurer une cohérence linguistique dans l'analyse de l'ensemble des six investisseurs. Ainsi, tous les documents analysés étaient en anglais.

Pour rappel, l'analyse des documents a été effectuée par analyse documentaire, mobilisée ici comme outil de construction et d'approfondissement conceptuel. Cette approche, fondée sur un processus inductif et itératif de codage et de catégorisation, permet de faire émerger les thématiques de manière progressive et systématique plutôt que de les imposer a priori.

Le travail a été réalisé par un seul chercheur, ce qui garantit une cohérence analytique dans le traitement du matériel. L'utilisation du logiciel NVivo (version Windows) a facilité le codage, la structuration et l'organisation hiérarchisée des données, contribuant ainsi à assurer la rigueur méthodologique et la traçabilité du processus d'analyse. Ce dispositif technologique a donc permis de renforcer la validité de l'exercice, tout en optimisant la transparence des choix analytiques.

Le codage s'est fait en deux temps : un premier codage de l'année 2023 a été réalisé pendant l'un des stages de recherche. Il a permis de réaliser un travail exploratoire et a été utile pour développer une meilleure connaissance du vocabulaire et des pratiques du secteur. Cette première expérience a également permis de mettre en lumière l'importance de bien conceptualiser l'approche adoptée pour le codage dans le but d'être précis. Ainsi, le codage des documents pour l'année 2023 a été entièrement recommencé afin de s'assurer de mieux saisir l'ampleur et la pertinence des éléments à coder. Par la suite, les codages ont été réalisés pour l'année 2020 et pour l'année 2017.

Ainsi, pour étudier la période de référence de la présente recherche, soit 2015-2023, les documents corporatifs sélectionnés pour les années 2017, 2020, 2023 (espacés chacun de trois ans) ont été analysés. Ce choix de conserver trois années étudiées sur la période s'explique d'une part par des contraintes de temps et d'autre part par le fait qu'une analyse de documents espacés de trois ans semblait réaliste pour capturer les différentes évolutions de ces acteurs sans que celles-ci ne soient marginales.

Chacune des 4 163 pages ont été consultées afin de s'assurer de ne pas passer à côté d'un passage traitant le sujet d'intérêt. À raison d'une moyenne de codage de sept heures par jour, six jours par semaine entre

septembre 2024 et mai 2025 en supprimant environ trois semaines, cela mène à un travail de codage ayant demandé approximativement $7 \times 6 \times (39 - 2) = 1554$ heures de codage. Le chercheur principal a réalisé ce travail technique de manière individuelle pour s'assurer de conserver la meilleure cohérence globale dans la façon de faire.

Afin de mieux saisir l'approche adoptée lors du codage, il convient de présenter le mémo suivant. Véritable point de repère, il a servi de guide et de référence pour assurer la cohérence de la démarche de codage. Ce mémo a été rédigé à la suite des enseignements tirés du premier codage test réalisé pour l'année 2023, laquelle a ensuite été recodée conjointement avec les autres années et qui a abouti l'approche d'inclusion illustrée à la Figure 3.3 : Approche adoptée vis-à-vis de l'inclusion dans la démarche de codage.

2025-01-31 11:53

Dois-je considérer tous les codes ou bien seulement ceux qui touchent directement aux changements climatiques et à la biodiversité ? Que ceux relatif à l'immobilier ? Ces choix sont importants puisque d'une part il faut une densité d'information importante pour la méthodologie utilisée, mais il faut également rester réaliste quant à la contrainte de temps et l'efficacité du travail de codage réalisé.

D'après les méthodologies présentées dans la thèse, il faudrait que tous les codes soient intégrés, néanmoins, une certaine rigueur dans la manière de procéder doit être réalisée afin d'éviter de répéter l'erreur du premier codage de l'année 2023 qui a pris beaucoup de temps mais me semblait trop peu rigoureux. Cela s'explique principalement par le fait, que des documents tels que les rapports annuels et les rapports d'investissement durable ne touchent pas directement le sujet étudié comme pourraient le faire les entrevues.

Par conséquent, dans le cadre de cette reprise du codage, qui a pour intention de ne pas être repris pour le codage initial, il est nécessaire d'établir quelques principes de base qui resteront stable tout au long du codage.

1. Le codage sera réalisé selon une vision d'entonnoir vis-à-vis des enjeux liés aux changements climatiques et à la biodiversité. Autrement dit, tous les passages pouvant intégrer sous leur giron ces enjeux seront codés. Par exemple, la question du développement durable dans sa globalité englobe les enjeux précédemment cités. Cependant, sous le développement durable, il y a la dimension sociale qui lorsque traitée de manière spécifique ne sera pas codée.

2. La même approche sera adoptée en ce qui a trait à l'immobilier. Si les différents actifs de l'investisseur sont évoqués dans leur globalité, le principe selon lequel l'immobilier y est inclus sera adopté. Néanmoins, lorsque l'investisseur parle directement des investissements dans l'énergie par exemple, ce ne sera pas codé.

Dans un cas comme dans l'autre, si les concepts d'intérêts apparaissent directement, ils seront traités.

Le codage initial a ainsi résulté en 5 915 codes de premier niveau, lesquels ont été par la suite classés manuellement en codage focalisés puis pour certains en codage de pattern avant d'en faire ressortir les thématiques. Les possibles doublons ont été supprimés pour n'en conserver que 5 826.

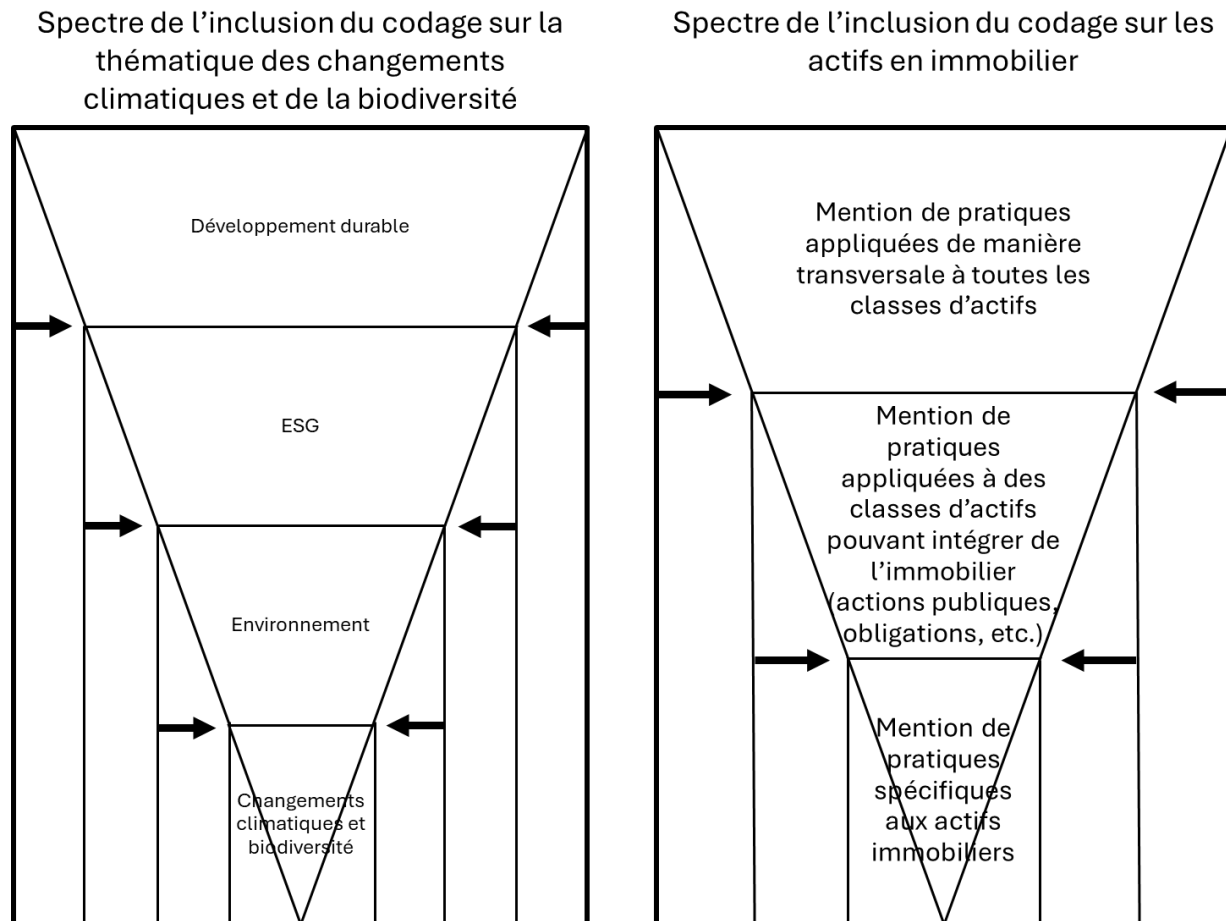


Figure 3.3 : Approche adoptée vis-à-vis de l'inclusion dans la démarche de codage

Les codages focalisés et pattern ont représenté une partie importante du travail pour lesquels des réflexions ont été menées dans le but d'éviter au maximum les doublons des codes initiaux. Cette réflexion a été menée après la réalisation d'un premier codage focalisé découlant de 400 codes initiaux. Elle peut être illustrée par le mémo suivant :

2025-05-29 10:44

Cela fait quelques temps que je tergiverse pour la réalisation de mes codages focalisés, que dois-je considérer ? Comment ? Même en utilisant le paradigme codant de Strauss et Corbin, cela n'est pas chose aisée. Un premier jet de près de 400 codes initiaux a été réalisé et révisé avant de poursuivre sur tous les autres.

Le problème réside dans le fait que les codes peuvent tous contenir plusieurs éléments intéressants qui représentent des mesures prises par l'organisation. Un exemple typique est la présence d'un code qui décrit le mandat d'une équipe à gérer les risques climatiques au niveau du portefeuille en réalisant des analyses de scénario. Ici trois éléments sont importants : 1) le fait qu'il y a une équipe dédiée, 2) le fait que ces risques sont gérés au niveau du portefeuille et 3) le fait que l'analyse de scénario leur permet de faire leur travail.

Ce cas est récurrent dans mon analyse qui contient près de 6000 codes initiaux. Étant donnée la densité de ces codes, il ne semble pas ici pertinent de copier un tel code 3 fois pour le mettre dans trois codes focalisés. En effet, la densité et la méticulosité avec laquelle les codes initiaux ont été réalisés, permet de supposer que chacun de ces trois éléments se retrouve dans un code où il est le sujet principal de celui-ci, ainsi, afin de suivre le processus de codage adopté qui demande de rester proche des données, seul le sujet principal du code initial sera retenu afin de créer le code focalisé. Tout en étant succinct, un élément de précision pourrait y être ajouté.

Voici un exemple :

- Code initial : Activités d'investissement durable guidées notamment par la politique d'investissement durable comprenant les principes de changement climatique - dans Investissement durable et valeur long terme
- Codage focalisé : Présence d'une politique d'investissement durable intégrant les changements climatiques

Après coup, il pourrait s'avérer pertinent de regrouper certains de ces codes focalisés qui feront l'objet par la suite d'un codage par pattern. »

Théoriquement, ces codages focalisés regroupent des codes initiaux. Dans la pratique, le processus s'est déroulé de manière itérative plutôt que linéaire. Parfois, ce sont certains groupes de codes contenant déjà des codes initiaux qui ont fait l'objet d'un code focalisé en réunissant d'autres codes initiaux. Après cette itération, les codages par pattern ont été réalisés en regroupant les codages focalisés lorsque cela s'avérait possible, puis le codage thématique a été effectué. La difficulté principale n'a pas été de classer les codages focalisés et par pattern, cette étape s'étant déroulée naturellement. Le plus grand défi a été de trouver les libellés qui puissent retranscrire de manière fiable leur contenu.

Après la réalisation de ce travail, il a été décidé de s'aider modérément de l'intelligence artificielle, et plus particulièrement de l'outil ChatGPT4, strictement pour la dimension descriptive et préliminaire des sept grandes thématiques ressortant du processus de codage. Ainsi, les 5826 codes initiaux présents dans chacune de ces sept grandes thématiques classifiées par années ont été scriptées dans un logiciel qui a permis par la suite de décrire de manière synthétique le contenu. Cette décision a été effectuée après la réalisation d'un test préliminaire pour chacune des sept thématiques sur l'un des investisseurs afin de vérifier que la qualité et la pertinence de la description étaient acceptable pour un premier jet. La description fournie permettait effectivement de reprendre les grandes lignes des codages par pattern et focalisés pour chacune des thématiques. Ainsi, chacune des descriptions proposées par le logiciel a fait l'objet d'une

révision et d'une réécriture attentive. Cette intervention contrôlée et purement descriptive de l'intelligence artificielle a permis de passer plus de temps sur l'analyse des résultats.

Pour naviguer à travers les codes initiaux de chacune des sept grandes thématiques, un graphique généré par un tableau croisé est utilisé pour sélectionner la thématique, l'année et l'investisseur désiré.

Dans le chapitre six, chaque thématique principale est brièvement présentée avant d'analyser pour chaque investisseur son évolution entre 2017, 2020 et 2023 selon la méthode de la stratégie narrative. Cela permet de finaliser chacun des sous-chapitres avec un tableau comparatif de l'évolution de la thématique concernée pour chaque investisseur afin de faire remonter une analyse globale. La cartographie visuelle est utilisée par la suite dans le but d'intégrer les grandes tendances communes observées chez tous les investisseurs pour chaque thématique lors de la synthèse, puis la conceptualisation commune des relations entre ces thématiques lors de l'analyse.

Enfin, dans le chapitre sept, les cartographies visuelles de chaque niveau (macro, méso et micro) sont analysées de manière commune afin de faire ressortir un sens commun de ces processus observés. Cette mise en commun des unités enchâssées et de leur contexte donne elle-même lieu à une narration accompagnée d'une cartographie visuelle visant à saisir la complexité du processus et des interactions multi-niveaux observées, puis d'une cartographie simplifiée, plus accessible.

En parallèle, deux entrevues semi-dirigées confirmatoires ont été menées avec des experts chevronnés du secteur de l'investissement immobilier ayant occupé des postes de responsabilité durant la période étudiée (Aldolaim *et al.*, 2025; Jacobsson *et al.*, 2018). Chaque entrevue, d'une durée d'une heure, a été réalisée par visioconférence *Teams* et enregistrée avec le consentement des participants. Les transcriptions anonymisées totalisent respectivement 17 et 21 pages. Un guide d'entrevue a été élaboré en français et en anglais (annexe D) pour structurer ces échanges (Patton, 2002, p. 343).

Pour conclure ce chapitre, il convient de souligner que le paradigme scientifique de cette recherche s'inscrit dans une ontologie réaliste et une épistémologie interprétativiste, conduisant à l'adoption d'une approche réaliste en philosophie des sciences. L'approche méthodologique adoptée s'appuie sur des principes assurant la qualité de la recherche par la confirmabilité, la transférabilité, la crédibilité et la fiabilité/répliquabilité, tout en intégrant la dimension d'authenticité. Elle repose sur une posture abductive orientée vers l'étude des processus. Ces principes s'articulent de manière cohérente avec l'utilisation

d'une méthodologie qualitative, et plus spécifiquement avec une étude de cas unique enchâssée et longitudinale mobilisant la stratégie narrative, la cartographie visuelle et l'analyse documentaire.

Pour y parvenir, la démarche de recherche s'articule autour d'une question principale de recherche et de trois sous-questions correspondant chacune à un niveau d'analyse : le niveau macro, qui porte sur le cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire du contexte international et national; le niveau méso, centré sur l'industrie et le champ organisationnel de l'investissement en immobilier; et le niveau micro, focalisé sur les organisations des grands investisseurs en immobilier. L'unité d'analyse retenue pour l'étude de cas dans son ensemble est l'organisation. Les deux premières sous-questions visant à établir le contexte des unités enchâssées sont examinées au moyen de la stratégie narrative et de la cartographie visuelle, tandis que la troisième mobilise, en plus des deux précédentes, également l'analyse documentaire, sur la base des documents corporatifs produits par les organisations étudiées. Finalement deux entrevues semi-dirigées confirmatoires portant sur l'ensemble du cas ont été menées.

Cette synthèse de la démarche de recherche et du plan de la thèse, permettant de visualiser la structure d'ensemble de la présente étude ainsi que les principales caractéristiques de ses composantes, est présentée à la Figure 3.4 sur la page ci-dessous.

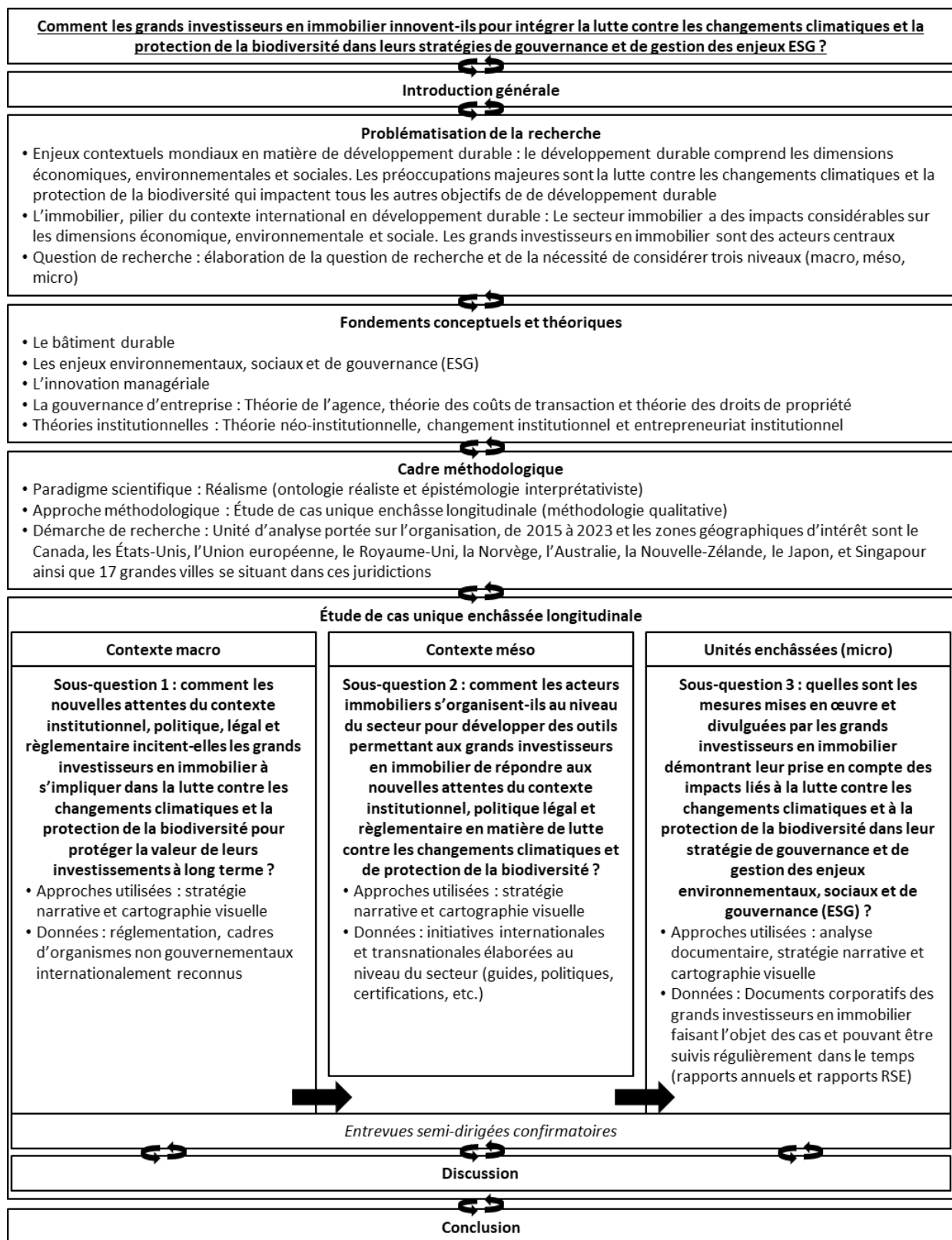


Figure 3.4 : Visualisation de la structure de la thèse

CHAPITRE 4

ÉTUDE DU CADRE INSTITUTIONNEL, POLITIQUE, LÉGAL ET RÉGLEMENTAIRE

Le présent chapitre traite de la sous-question 1 de cette thèse laquelle, pour rappel, cherche à comprendre comment les nouvelles attentes du contexte institutionnel, politique, légal et réglementaire incitent les grands investisseurs en immobilier à s'impliquer dans la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité pour protéger la valeur de leurs investissements à long terme.

Par cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire, on réfère aux institutions, politiques, lois et réglementations qui ont été adoptées par les gouvernements et qui exercent une influence sur les enjeux traitant de la lutte contre les changements climatiques et de la protection de la biodiversité.

Afin de retranscrire les facteurs du cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire ayant un effet sur les investisseurs en immobilier, l'intérêt portera plus particulièrement sur les actions que les juridictions ont entreprises dans les domaines économiques visant la finance ainsi que celles prises à l'égard de l'immobilier et, par conséquent, sur les actifs immobiliers que sont les bâtiments.

Ce chapitre s'articule en huit parties. Une introduction pose le cadre international en matière de lutte contre les changements climatiques et de protection de la biodiversité. Quatre grandes régions regroupant chacune des neuf juridictions sélectionnées sont ensuite étudiées. L'Europe intègre l'UE, le Royaume-Uni et la Norvège ; l'Amérique du Nord intègre les États-Unis et le Canada ; l'Asie comprend le Japon et Singapour et l'Océanie comprend l'Australie et la Nouvelle-Zélande. Chaque juridiction intègre les grandes villes sélectionnées se trouvant sur son territoire national. Pour chacune d'elles, le cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire est scindé en deux segments traités de manière chronologique. Le premier segment porte sur l'encadrement des actifs immobiliers et le second sur l'encadrement des organisations. Une synthèse des faits empiriques observés est ensuite menée, suivie de l'analyse, puis de la conclusion.

4.1 Introduction

Lors de la 21^e conférence des Parties sur les changements climatiques (COP21) se déroulant à Paris, l'Accord de Paris a été adopté le 12 décembre 2015 et est entré en vigueur le 4 novembre 2016 (UN, 2015).

Cet accord est un traité international « juridiquement contraignant »⁹ signé par 195 parties (tous les États reconnus par l'ONU à l'exception de l'Iran, de la Lybie et du Yémen). Parmi les engagements importants compris dans cet accord se trouvent notamment (UN, 2015, p. 3): 1) le renfort de la riposte mondiale à la menace des changements climatiques dans le contexte du développement durable et de la lutte contre la pauvreté par l'entremise de la limitation de la hausse des températures en dessous de 2° Celsius par rapport aux niveaux préindustriels; 2) le renforcement des capacités d'adaptation aux changements que cela implique, tout en faisant la promotion d'un développement à faibles émissions de GES; 3) ou encore la compatibilité des flux financiers avec un profil d'évolution vers un développement à faible émission de GES et résilient aux changements climatiques. Pour fin de suivi et de partage, les signataires se sont engagés à établir, communiquer et actualiser les contributions nationales qui sont prévues tout en prenant des mesures d'atténuation.

En parallèle à l'Accord de Paris, les Objectifs de développement durable (ODD), présentés précédemment, ont été adoptés à la même période par l'ensemble des États membres de l'ONU. 17 objectifs y sont présentés, ils comprennent au total 169 cibles à atteindre pour 2030. Les pays signataires s'engagent à coordonner leurs diverses actions pour y parvenir (Garrido et Fuentes, 2023). Le secteur de l'immobilier est particulièrement affecté par ces objectifs car il est considéré comme un élément clé pour atteindre ces objectifs (da Silva Costa, 2023; GIEC, 2022b; Scrucca *et al.*, 2023). La considération dans ce secteur des approches basées sur l'analyse cycle de vie, l'économie circulaire, l'efficacité énergétique ou encore l'intégration de la conservation de la biodiversité sont des pistes qui peuvent s'avérer fructueuses (Omer et Noguchi, 2020; Opoku, 2019; Singhal et Sagar, 2019; Zhang, K. *et al.*, 2023; Zhuang *et al.*, 2023).

Un peu plus tard, la COP 26 sur les changements climatiques, qui s'est déroulée à Glasgow en 2021, a abouti à l'adoption de mesures importantes autour des combustibles fossiles telles que la réduction progressive de l'électricité provenant de ces sources ou la suppression des subventions « inefficaces » qui leur sont attribuées (UN, 2022). En parallèle, d'autres accords pouvant avoir des effets majeurs sur le secteur immobilier ont été signés tels que celui sur l'arrêt du recul des forêts d'ici 2030 ou l'annonce par des institutions financières privées et des banques centrales¹⁰ de la réorientation de milliers de milliards

⁹ Bien que ce terme soit utilisé dans la demande, des questions restent en suspens quant aux capacités internationales légales de faire respecter une telle décision. Cela pourrait notamment remettre en cause la souveraineté des juridictions.

¹⁰ Il s'agit plus particulièrement de 450 entreprises, réparties à travers 45 pays et totalisant 130 000 milliards \$ US d'actifs.

de dollars américains vers la réalisation de l'objectif zéro émission nette au niveau mondial en établissant des cibles à court terme fondées sur des données scientifiques (GFANZ, 2022b; Nasi, 2022; UN, 2021).

Les deux COPs de Paris et de Glasgow ont abouti à des accords importants portant sur les changements climatiques. Une autre série de COPs, soit celles portant sur la biodiversité ont aussi produit des résultats notables. Un accord majeur a été signé en 2022, lors de la COP 15 sur la biodiversité se déroulant à Montréal: l'Accord Kunming-Montréal sur la biodiversité (CBD, 2022) a été adopté par 188 gouvernements qui se sont donc engagés à respecter les 23 cibles qui y sont établies. Ces cibles incluent notamment la conservation de 30 % des zones terrestres, des eaux intérieures et des zones côtières et marines, la restauration de 30 % des écosystèmes dégradés, ou encore la réduction de moitié de l'introduction d'espèces envahissantes (PNUE, 2023). Certaines dispositions peuvent impacter le secteur immobilier, dont notamment celle visant la limitation de l'étalement urbain, et qui peut restreindre la disponibilité des terrains constructibles. Dans cette optique, les gouvernements pourraient envisager de densifier les espaces urbains et de mettre l'accent sur le développement des friches industrielles. Les gouvernements pourraient aussi exiger le verdissement des bâtiments pour restaurer la biodiversité.

En plus des COPs, certains autres regroupements d'États travaillent notamment à l'élaboration de solutions visant à respecter leurs engagements vis-à-vis de la lutte contre les changements climatiques et de la protection de la biodiversité. Le G7, l'un d'entre eux, est un groupe informel réunissant l'Allemagne, le Canada, les États-Unis, la France, l'Italie, le Japon, le Royaume-Uni auxquels s'ajoute l'UE. Malgré son nombre restreint de membres, il est important puisque cette poignée de juridictions représente 40% de l'économie mondiale et 25% des émissions de GES au niveau mondial (IEA, 2022a; Karbassi et Pineda, 2021). Ses membres se sont entre autres engagés à un effort de transformation important pour lutter contre les changements climatiques et la perte de biodiversité en apportant des changements structurels conséquents pour atteindre leurs engagements zéro émissions nettes et leurs objectifs environnementaux, pour écologiser le système financier mondial et pour obtenir des renseignements sur l'incidence que les entreprises ont sur le climat et sur l'environnement (G7, 2019). Le G7 considère la réponse à ces enjeux comme une priorité urgente et reconnaît le rôle critique du gouvernement pour catalyser les changements nécessaires pour tenir les engagements de ses membres à travers toute l'économie (G7, 2023).

Le G7 n'est pas le seul regroupement de nations à souligner l'importance d'intégrer la question de la lutte contre les changements climatiques et de la protection de la biodiversité. Il est possible de citer le G20 qui

comprend le groupe du G7 et 13 autres membres¹¹ et dont les membres représentent 80% des émissions de GES au niveau mondial ou encore le groupe des BRICS¹² réunissant des économies en pleine croissance. Ces deux groupes mettent également l'accent sur la nécessité d'atteindre les objectifs de l'accord de Paris, des ODD et les objectifs convenus lors de l'accord sur la biodiversité de Kunming-Montréal tout en réitérant leurs engagements envers l'atteinte de ces objectifs (BRICS, 2023; G20, 2023; OCDE, 2021).

Ces engagements internationaux témoignent d'une volonté commune de répondre aux enjeux portant sur les changements climatiques et sur la protection de la biodiversité. Cette volonté devrait donc se retranscrire dans les cadres institutionnels, politiques, légaux et réglementaires de ces différentes juridictions. Ce chapitre vise donc à étudier certaines d'entre elles.

En conséquence, le développement des différentes actions entreprises entre 2015 et 2023 est décrit dans cette partie pour chacune des juridictions étudiées. L'étude indépendante de ces juridictions fait par la suite l'objet d'une analyse commune afin de comprendre si un sens commun à tous les cadres institutionnels, politiques, légaux et réglementaires vis-à-vis du sujet traité peut être décelé.

4.2 Région Europe

Dans le cadre de cette première section, trois cadres sont étudiés, soit celui de l'UE, celui du Royaume-Uni et celui de la Norvège. Ce dernier a un statut particulier puisque soumis dans une mesure importante aux réglementations de l'UE comme cela sera mentionné dans la sous-partie qui y est dédiée.

4.2.1 Union européenne¹³

L'UE est considérée comme un leader mondial en matière de développement durable et de climat depuis plusieurs décennies (CDP *et al.*, 2020, p. 17; Oberthür et Dupont, 2021; ULI *et al.*, 2023, p. 34).

¹¹ Afrique du Sud, Arabie saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Chine, Inde, Indonésie, Mexique, Russie, Corée du Sud, Türkiye.

¹² Ce groupe se compose de certains pays qualifiés d'émergents présents dans le G20 soit le Brésil, la Russie, l'Inde, la Chine, l'Afrique du Sud, l'Arabie Saoudite, l'Argentine auxquels s'ajoutent l'Iran, l'Égypte, l'Éthiopie et les Émirats arabes unis.

¹³ Pour rappel, lorsqu'on parle de l'Union Européenne dans le corps du texte, on réfère aux instances de l'Union Européenne et non celles des États membres (France, Allemagne, Espagne, etc.). Lorsqu'un État où une ville fait l'objet d'un aparté, cela est mentionné.

Encadrement des actifs immobiliers

Dès 2018, l'UE et certaines de ses grandes villes affichent un intérêt marqué pour l'enjeu énergétique appliqué aux bâtiments. Il se concrétise par un amendement augmentant les exigences de la directive de performance énergétique introduisant : 1) des normes minimales de performance énergétique pour déclencher la rénovation des bâtiments les moins performants; 2) une nouvelle norme pour les nouveaux bâtiments et une vision plus ambitieuse pour des bâtiments zéro émission; 3) des stratégies améliorées de rénovation à long terme (plans nationaux de rénovation des bâtiments); 4) une fiabilité, une qualité et une numérisation accrues des certificats de performance énergétique; 5) des classes de performance énergétique basées sur des critères communs; 6) une définition de la rénovation en profondeur (*deep retrofit*) et la mise en place de passeports de rénovation des bâtiments; 7) et enfin la modernisation des bâtiments et de leurs systèmes, et une meilleure intégration des systèmes énergétiques (pour le chauffage, le refroidissement, la ventilation, la recharge des véhicules électriques, les énergies renouvelables) (PE et CUE, 2018). L'UE vise ainsi d'une part les nouveaux bâtiments afin que le renouvellement du parc immobilier, bien que lent, se produise en prenant en considération les préoccupations énergétiques dans une optique de réduction des émissions de GES et vise d'autre part les bâtiments existants à l'aide des stratégies nationales de rénovation et de modernisation.

Cet intérêt pour la performance énergétique du bâtiment se manifeste aussi au niveau des politiques et réglementations adoptées par les villes. Berlin et Paris intègrent dans leur plan climat des objectifs spécifiques aux immeubles. Le *Plan climat* de la ville de Berlin intègre la rénovation des immeubles, leur adaptation et la mise en place de nouvelles normes pour les nouvelles constructions qui visent les immeubles en demandant leur rénovation et en ciblant leur réduction de GES de 85% (par rapport à 2012) en passant d'une consommation moyenne de 207 kWh/m² aujourd'hui à 77 kWh/m² en 2050 (Berlin, 2018; diBEK Berlin, 2023). La ville de Paris vise également la réduction des émissions de GES du parc immobilier sur son territoire. Cette réduction est fixée à 1/3 d'ici 2030 et de moitié d'ici 2050 (par rapport au niveau d'émission de 2004) en rénovant tout le parc immobilier. Le seuil de consommation demandé pour toute rénovation est de 80 kWh/m²/an, et pour les bâtiments neufs ce chiffre tombe à 50 kWh/m²/an. De plus, toute nouvelle construction doit intégrer un approvisionnement en énergie renouvelable ou de récupération à hauteur de 60% de ses besoins énergétiques d'ici à 2030 et 100% pour 2050, prévoir la réversibilité de ses usages et limiter l'éclairage nocturne pour les bâtiments non résidentiels (Ville de Paris, 2018). La ville de Paris a même vu ses obligations de réduction augmenter en 2019, puisque la France, pays membre de l'UE, a obligé sur son territoire une réduction de la consommation énergétique pour les

immeubles exclusivement tertiaires¹⁴ (offrant des services) de plus de 1 000 m² ou des immeubles mixtes hébergeant une surface de plancher supérieure ou égale à 1 000 m². Cette réduction de la consommation d'énergie finale pour l'ensemble des bâtiments est soumise à l'obligation d'au moins 40 % en 2030, 50 % en 2040 et 60 % en 2050 par rapport à 2010 (République Française, 2019).

En 2019, le Pacte vert pour l'Europe, décrivant comment l'UE entend devenir carboneutre d'ici 2050, est publié (CE, 2019). Les enjeux de construction et de rénovation économes en énergie et en ressources constituent des éléments importants alors que l'emphase est placée sur la législation de la performance énergétique tout en annonçant des travaux portant sur l'intégration des bâtiments au marché européen du carbone, un plan de rénovation massif dans l'UE et le respect des principes d'économie circulaire et de résilience climatique s'éloignant ainsi de l'unique question énergétique. Imbriqué dans la question environnementale, la dimension du financement pour une transition juste est également abordée.

En 2020, les bâtiments sont particulièrement affectés par la vague de rénovation réglementaire européenne (CE, 2020b). Le plan mis en place fait écho au Pacte vert pour l'Europe, évoqué précédemment, et vise la rénovation du parc immobilier de l'UE en intégrant des notions d'amélioration de l'efficacité énergétique des bâtiments et de transition vers l'énergie propre. Plus particulièrement, il vise à doubler le taux de rénovation d'immeubles d'ici à 2030 en ciblant les bâtiments engendrant de la pauvreté énergétique, les bâtiments les moins performants, les bâtiments publics, les infrastructures sociales et la décarbonation du chauffage et du refroidissement. Bien que l'emphase soit mise sur la rénovation énergétique, ce n'est pas le seul aspect traité. Les éléments clés présentés incluent la prise en considération d'une approche cycle de vie et de circularité, de hauts standards environnementaux et santé, ou encore le respect de l'environnement architectural. Il présente également une vision où les immeubles européens en 2030 agrandiront la surface verte des villes par la normalisation des toits et murs végétalisés dans le but d'améliorer le climat et la biodiversité urbaine. La finance a un rôle à jouer puisqu'il est attendu que les investissements directs et privés soient sollicités. Le secteur du bâtiment est également intégré dans la nouvelle mise à jour du système européen d'échange de quotas d'émission s'apparentant à un marché carbone dont le prix est en 2021 de 90 €/tonne (Ministère de la transition énergétique, 2022).

En 2021, la nouvelle stratégie de l'UE pour l'adaptation aux changements climatiques intitulée « Bâtir une Europe résiliente » est adoptée par la Commission européenne (CE, 2021b). Le secteur immobilier y

¹⁴ Bâtiments offrant des services.

occupe, une fois de plus, une place centrale puisqu'il est considéré à la fois comme une menace, du fait de la faiblesse des bâtiments face aux phénomènes climatiques extrêmes, et comme une opportunité, du fait de la possibilité de construire des toitures et des murs végétalisés ainsi que de promouvoir l'économie circulaire. Parmi les mécanismes proposés pour y parvenir, on y trouve l'étude de marchés biologiques intégrant des facteurs de végétalisation pour les rénovations, la révision de la directive sur la performance énergétique demandant notamment à tous les nouveaux bâtiments d'être à consommation d'énergie quasi nulle et la révision du règlement sur les produits de construction.

En parallèle, certaines villes se montrent encore plus audacieuses. Berlin, la capitale allemande, présente un plan pour devenir carboneutre d'ici 2045. Ainsi, la réduction des émissions de GES attendue est de 70% d'ici 2030 et de 90% d'ici 2040 par rapport à 1990. Ce processus se fait entre autres par l'entremise de la *Berlin Climate Protection and Energy Transition Act* (Berlin, 2021).

En 2022, l'UE adopte le *Paquet sur la protection de la Nature*, tout premier acte législatif visant la biodiversité (CE, 2022b). Celui-ci précise la mise en place de cibles d'arbres et d'espaces verts pour les immeubles nouveaux et existants (toits verts et murs verts). Les États membres doivent dorénavant s'assurer qu'il n'y ait pas de perte nette de canopée dans les villes, les villages et leurs environs entre 2021 et 2030; ils doivent aussi s'assurer que les espaces verts dans ces zones augmenteront de 3% d'ici 2040 et de 5% d'ici 2050 par rapport à 2021 toujours avec au moins 10% de canopée urbaine et l'intégration pour un gain net d'espaces verts dans les immeubles et les infrastructures.

À plus petite échelle, la ville de Madrid prend aussi action sur la carboneutralité avec la publication d'une feuille de route pour devenir carboneutre en 2050 (Ayuntamiento de Madrid, 2022). Dans celle-ci, il est prévu que les immeubles devront se soumettre à des rénovations de leur système énergétique, de leur enveloppe thermique, de remplacement de l'utilisation d'énergie fossiles. Elle souhaite également augmenter la surface de toits verts ou encore d'utiliser des matériaux avec un effet d'albédo fort.

Encadrement des organisations

Dès 2014, l'UE met en application la Directive de divulgation non financière qui exige notamment des entités d'intérêt public¹⁵ de plus de 500 salariés¹⁶ d'inclure dans leur rapport de gestion une déclaration

¹⁵ Désigne les sociétés européennes cotées sur un marché réglementé européen.

¹⁶ Cela permet de préserver les plus petites entreprises.

non financière comprenant au minimum des informations relatives aux enjeux environnementaux, sociaux et de personnel, de respect des droits de l'homme et de lutte contre la corruption (PE, 2014). Les investisseurs sont également déjà soumis à diverses obligations dont celle de préciser dans les documents décrivant certains produits d'investissement des informations clés incluant les éventuels objectifs environnementaux ou sociaux qui sont visés (PE et CUE, 2014, 2016).

En 2017, la volonté d'intégrer les facteurs ESG au niveau de l'UE se matérialise par une loi prévoyant une divulgation obligatoire d'information ESG sur les marchés dès 2022, mais aussi par l'obligation pour tous les pays membres d'intégrer la gestion de risques ESG dans leurs règles de divulgation de prospectus sur les marchés (PE et CUE, 2017b, 2017c). Les facteurs environnementaux sont introduits comme des risques que les investisseurs opérant sur les marchés européens doivent commencer à considérer sérieusement.

La promotion de l'engagement à long terme et l'amélioration de la transparence d'information est introduite par un amendement de la directive des droits des actionnaires comprenant notamment des exigences visant les investisseurs institutionnels, les gestionnaire d'actifs et les entreprises cotées sur les marchés de l'UE qui doivent désormais divulguer une politique d'engagement intégrant notamment l'impact environnemental des investissements (PE et CUE, 2017a).

En 2019, le secteur financier connaît une vague de changements. Les fonds de pension doivent divulguer des informations sur l'intégration des facteurs ESG à leur processus d'investissement et dans le cadre de leur gestion de risques tout en divulguant leur performance ESG (PE et CUE, 2019). L'UE publie aussi une réglementation de taille traitant de la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, communément appelée la SFDR (PE, 2019). Cette référence, citant explicitement les ODD comme cadre de référence, s'adresse à toutes les entreprises financières et vise notamment l'adoption de l'approche de double matérialité et l'assurance d'un flux de capital alloué à l'investissement durable. Ainsi, les entités visées doivent divulguer leurs principales incidences négatives, leurs informations précontractuelles pour les produits d'investissement classés article 8¹⁷ et 9¹⁸; leurs

¹⁷ « Produits qui promeuvent des caractéristiques environnementales et/ou sociales, et sans objectif d'investissement durable. » (Article 8) et « Produits qui promeuvent des caractéristiques environnementales et/ou sociales et qui ont une part d'investissement durable. » (Article 8 hybride)

¹⁸ « Produits qui ont pour objectif l'investissement durable, tel qu'énoncé au point 17 de l'article 2 du règlement SFDR, c'est-à-dire un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif environnemental ou social, à condition que cet investissement ne nuise à aucun autre objectif environnemental ou social et respecte des pratiques de bonne gouvernance. » (Article 9)

informations périodiques pour ces même produits ainsi que les informations attendues sur leur site web. Il leur est aussi demandé d'établir une politique d'intégration des risques ESG dans les processus d'investissement, une politique de diligence raisonnable relative aux incidences négatives des investissements sur les facteurs ESG et l'intégration des risques ESG dans les politiques de rémunération.

En 2020, des réglementations importantes et spécifiques à la finance ont aussi été publiées. Par l'entremise de la réglementation sur la taxinomie européenne un langage commun en matière de finance durable est développé (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020; PE et CUE, 2020)¹⁹. Il s'adresse aux participants des marchés financiers offrant des produits financiers en Europe, aux grandes organisations soumises aux réglementations de divulgation et aux États membres. La première divulgation du groupe technique s'est faite durant l'année 2022. Les objectifs environnementaux visés comprennent l'atténuation des changements climatiques, l'adaptation aux changements climatiques, la protection durable de l'eau et des ressources marines, la transition vers une économie circulaire, la prévention et le contrôle de la pollution ainsi que la protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes.

La vague de rénovation de l'UE, mentionnée précédemment, intègre certains éléments de végétalisation. Néanmoins, l'enjeu de la biodiversité est abordé de manière beaucoup plus sérieuse, cette même année, soit en 2020. La stratégie pour la biodiversité à l'horizon 2030 (CE, 2020a) prévoit dorénavant que le secteur de la construction fasse partie des trois secteurs les plus dépendants de la biodiversité avec celui de l'agriculture et de la production alimentaire. Ainsi, la conservation des espaces naturels riches en carbone est priorisé par l'entremise de l'investissement dans le capital naturel. Ce sont 30 % de la superficie marines et 30 % de la superficie terrestre qui sont visés. Le secteur immobilier contribuera principalement aux chapitres du contrôle de l'artificialisation des sols ainsi que de l'écologisation des zones urbaines et périurbaines. Le contrôle de l'artificialisation des sols traite de la perte de terres fertiles au détriment de l'étalement urbain comme un mal pour la nature et propose donc comme solution la réhabilitation de friches contaminées et la limitation de la perméabilisation des sols comme une stratégie pour un environnement bâti durable. La seconde, sur l'écologisation des zones urbaines et périurbaines, vise la nécessité d'intégrer des espaces verts urbains (parcs, forêts, toitures végétalisées, fermes urbaines) pour les habitants et les espèces naturelles. Il est attendu que ces éléments soient intégrés à la SFDR.

¹⁹ Il est intéressant de noter que cette taxinomie et son application se doivent d'être réalisées en accord avec les guides de l'OCDE et de l'ONU.

Ce sont au total 20 milliards € par année qui seront consacrés à la nature par l’entremise entre autres de *InvestEU* qui anticipe la mobilisation de 10 milliards € provenant de partenariats public/privé. La stratégie de l’UE intègre également le déploiement d’une promotion pour que l’imposition et la tarification reflètent les coûts de perte de biodiversité selon les principes d’« utilisateur payeur » et de « pollueur payeur ».

En 2021, les gestionnaires de fonds alternatifs, incluant notamment les actifs en immobilier, doivent considérer les risques de durabilité pour chacun de leur fonds d’investissement alternatif (CE, 2021a). Le secteur des assurances est également en ligne de mire, puisque la commission européenne a proposé une directive leur demandant de tenir compte de la dimension durable et long terme dans le cadre des règles prudentielles (CE, 2021c). Sachant que les immeubles doivent être assurés par des assureurs et que certains assureurs sont eux même des investisseurs en immobilier, cela pourrait se répercuter en des hausses des primes de risques et des coûts de souscriptions exigibles.

En 2022, les exigences en matière de divulgation se traduisent par l’adoption de la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) qui oblige dans un premier temps les grandes entreprises inscrites à un marché de l’UE à divulguer des informations de court, de moyen et de long terme ainsi que de l’information sur toute la chaîne de valeur (PE et CUE, 2022). Selon le principe du « *Comply or explain* », si l’information n’est pas disponible, l’entreprise doit expliquer dans quelle mesure elle a fait de son mieux pour considérer ces éléments. Les entreprises doivent plus particulièrement divulguer comment elles sont affectées par les questions de développement durable, mais aussi comment leurs activités impactent les personnes et l’environnement. Si ces informations sont demandées, c’est que l’UE considère que le delta entre les informations des utilisateurs et l’information concernant la durabilité fournie par les parties va s’accroître et peut représenter à terme un risque systémique qui menace la stabilité financière dû à une considération défailante des risques financiers liés à l’environnement. Les grandes entreprises seront les premières tenues à divulguer ces informations dans leur rapport annuel de l’année 2025. Ensuite, ces exigences s’appliqueront aux moyennes entreprises, aux petites entreprises, puis au micro entreprises (Tableau 4.1).

Tableau 4.1 : Catégories d’entreprises et de groupes

Catégories	Micro-entreprise	Petite entreprise	Moyenne entreprise	Grande entreprise
<i>Total du bilan</i>	≤ 350 000 €	≤ 4 000 000 €	≤ 20 000 000 €	≥ 20 000 000 €
<i>Chiffre d'affaires net</i>	≤ 700 000 €	≤ 8 000 000 €	≤ 40 000 000 €	≥ 40 000 000 €
<i>Nombre moyen de salariés au cours de l'exercice</i>	≤ 10	≤ 50	≤ 250	≥ 250

Il est intéressant de noter que la CSRD ne concerne pas seulement les organisations inscrites à un marché réglementé de l'UE, mais également toute entreprise de pays tiers générant un chiffre d'affaires net de 150 millions € ou plus dans l'UE, ou bien ayant une succursale réalisant plus de 40 millions € dans l'UE (à l'exception qu'elles soient considérées comme des micro entreprises). Ainsi, les investisseurs en immobilier souhaitant avoir des activités dans l'UE devront se conformer à ces exigences de divulgation durable dès 2029 (pour l'année 2028) en tant que grandes entreprises non européennes. Il semble important de préciser que le marché immobilier commercial au niveau de l'UE représente approximativement 7,1 billions \$ US (EPRA, 2022a). Cette application aux entreprises étrangères peut ne pas s'appliquer si l'UE a identifié le pays dans lequel est basé l'organisation comme ayant des réglementations similaires à la CSRD, les poussant ainsi à le faire. En plus de la CSRD, une proposition relative à la *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD) est également adoptée (CE, 2022a).

Applicable à partir de 2024, la CSRD est un signal fort qui intègre les notions financières en incluant les activités de secteurs très importants de l'économie. Le secteur de la production des matériaux de construction est notamment identifié parmi les activités ayant un impact environnemental important. En plus des obligations de divulgation, toutes les organisations visées par la CSRD se voient aussi imposer un devoir de vigilance sur le recensement et la prévention des incidences négatives réelles et potentielles en adoptant notamment un code de conduite pour leurs salariés et leurs filiales. Il est explicitement précisé que les entreprises concernées devront obtenir des garanties contractuelles des partenaires commerciaux directs quant au respect du code de conduite publié par l'entreprise, qu'elles devront réaliser les investissements nécessaires et fournir une aide ciblée aux petites et moyennes entreprises (PME) avec lesquelles elle a une relation commerciale bien établie lorsque la PME verrait sa viabilité compromise à cause du code de conduite ou du plan d'action en matière de prévention.

Enfin, en 2023, l'UE publie des normes spécifiques fournissant des repères pour permettre aux acteurs économiques de se conformer aux nouvelles normes de divulgation. Elle publie aussi les standards à suivre dans le cadre des règles de divulgation de la CSRD, un travail entrepris par la *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG) deux ans plus tôt (EFRAG, 2021). Ces standards sont notamment inspirés par d'autres référentiels internationaux tels que la ISSB, la *Global Compact*, les ODD, etc. avec pour objectif de respecter l'Accord de Paris et intègrent certains facteurs portant sur la lutte contre les changements climatiques et sur la perte de biodiversité. Cela concerne les investisseurs en immobilier qui doivent considérer certains de ces facteurs tels que l'adaptation et l'atténuation aux changements climatiques, la

consommation d'énergie, la pollution de l'air, de l'eau et des sols, la consommation d'eau, l'utilisation et la dégradation des terres, d'eau potable, l'imperméabilisation des sols, l'utilisation des ressources entrantes et les ressources sortantes, ou encore les déchets (CE, 2023). Ces thématiques sont divulguées dans certains chapitres tels que « Émissions brutes de GES de périmètres 1, 2 ou 3 et émissions totales de GES », « Incidences financières escomptées des risques physiques et de transition importante et des opportunités potentielles liées au changement climatique » ou encore « Incidences financières escomptées des incidences, risques et opportunités liés à la biodiversité et aux écosystèmes ».

L'UE publie également une réglementation portant sur le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières qui vise à imposer un tarif carbone sur les imports provenant de l'extérieur de l'UE d'ici 2026 (PE et CE, 2023). Enfin, la publication par la Commission européenne d'une réglementation portant sur la notation ESG vise à contrôler et à superviser les agences de notation ESG en exigeant plus de transparence sur les facteurs ESG, notamment en précisant mieux leurs contributions à chacun de ces facteurs fidèlement ainsi que les objectifs et les stratégies élaborées (Direction générale de la stabilité financière, 2023).

Résumé

En Europe Unie, les années 2015 et 2016 apparaissent relativement calmes en matière de politiques de durabilité, sans avancées significatives. C'est à partir de 2017 que l'intégration des facteurs ESG dans la réglementation émerge, accompagnée d'une promotion explicite d'une vision d'investissement de long terme. L'année 2018 marque un tournant, plusieurs grandes villes européennes et l'UE elle-même affichant un intérêt marqué pour l'efficacité énergétique des bâtiments. En 2019, l'Union européenne s'engage formellement sur la voie de la carboneutralité en dévoilant son plan stratégique. Cette même année, les investisseurs institutionnels sont ciblés par de nouvelles exigences de transparence : la normalisation des divulgations relatives aux produits financiers ESG s'impose, et les fonds de pension se voient explicitement contraints d'intégrer les facteurs ESG dans leur gestion. L'année 2020 est marquée par l'annonce d'un vaste plan de rénovation des bâtiments intégrant énergie, circularité et verdissement, ainsi que par l'inclusion du secteur immobilier dans le système européen d'échange de quotas d'émission. Dans le même temps, l'élaboration d'une taxinomie commune pour la finance durable est initiée, et la biodiversité fait son entrée dans les règles d'investissement. En 2021, la transformation du parc immobilier s'accélère, avec un accent mis sur la résilience, tandis que les règles prudentielles imposent aux gestionnaires de fonds alternatifs et aux assureurs d'intégrer explicitement les dimensions de durabilité et de long terme dans leurs portefeuilles. En 2022, l'UE annonce la mise en place d'un cadre de divulgation

particulièrement exigeant en matière de durabilité. Plusieurs villes s'engagent à atteindre la carboneutralité, et la première initiative législative dédiée à la biodiversité est publiée. Enfin, en 2023, de nouvelles normes spécifiques à la divulgation financière sont adoptées, une taxe carbone aux frontières est instaurée, et les agences de notation ESG se voient soumises à un encadrement renforcé.

4.2.2 Royaume-Uni²⁰

En remarque préalable, il est important de préciser que le Royaume-Uni est un pays pionnier sur les sujets d'intérêt de cette recherche, notamment en gouvernance et investissement responsable (De Serres, 2005). Le pays est reconnu pour ses normes de divulgation et ses bonnes pratiques en matière de gouvernance, c'est cette juridiction qui est à l'origine du code de gouvernance d'entreprise du Royaume-Uni, plus communément appelé rapport Cadbury de 1992 (The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd., 1992). Dès les années 2000, les fonds de pensions doivent divulguer le *Statement of Investment Principles* (SIP) dans lequel les considérations sociales, environnementales et éthiques doivent être prises en considération dans la sélection, la rétention et la réalisation des investissements (Secretary of State, 1999). En matière d'engagement envers les émissions de GES, c'est le premier pays à s'être muni d'un cadre légalement contraignant à cet égard par l'entremise du *Climate Change Act* de 2008 qui cible une réduction de 80 % des émissions de GES d'ici 2050 ("Climate Change Act," 2008). Dès 2013, la *Corporation Act* a été modifiée pour obliger la divulgation des émissions de GES, des droits humains et de la diversité pour toutes les entreprises publiques puis un amendement a permis d'y intégrer la directive sur les informations non-financières de l'UE puisqu'à ce temps-ci, ce pays était membre de l'UE (Parliamentary Under Secretary of State, 2016; Secretary of State, 2013).

Entre 2016 et début 2020, un évènement important a occupé le pays, le long processus du Brexit. Ainsi, avant 2018, les réglementations adoptées par le Royaume-Uni entrent dans le cadre de celles qui sont prises par l'UE et qui ont été présentées dans la sous-partie précédente. Une exception doit cependant être mentionnée, la création de la *Minimum Energy Efficiency Standard* (MEES) qui intègre la nécessité pour tous les immeubles de se doter d'une note de performance énergétique allant de A à G (Department of Energy and Climate Change, 2015). La loi prévoit que les propriétaires ne pourront plus engager à partir

²⁰ Pour rappel, lorsqu'on parle du Royaume-Uni dans le corps du texte, on réfère au gouvernement du Royaume-Uni et non celui de ses Nations Constitutives (Angleterre, Écosse, Pays de Galles et Irlande du Nord).

de 2018 un nouveau bail ou en renouveler pour les propriétés ayant des certificats notés en bas de E, et à partir de 2023, même un bail en cours doit être cassé si la note est en dessous de E.

Encadrement des actifs immobiliers

En 2018, au niveau local, la ville de Londres soutient la stratégie nationale et porte son intérêt sur la performance énergétique des bâtiments par l'entremise de la *London Environment Strategy*, qui prévoit notamment de changer les systèmes de chauffages inefficients (énergie fossiles) ainsi que d'améliorer leur efficacité énergétique en visant aussi bien les nouvelles constructions que les bâtiments existants (Greater London Authority, 2018).

En 2020, le gouvernement britannique publie un plan pour une révolution industrielle verte dans lequel des immeubles plus verts sont prévus avec l'installation de pompes à chaleur, un budget d'un milliard de livres pour les subventions de rénovation dans le but d'améliorer l'efficacité énergétique des maisons et de remplacement du chauffage aux énergies fossiles, mais également l'alimentation du fonds de décarbonation des logements sociaux (HM Government, 2020).

En 2021, le pays vise à décarboner toute la production d'électricité d'ici à 2035 (Department for Business et The Rt Hon Kwasi Kwarteng MP, 2021). Les bâtiments sont visés par la publication de la *Heat and Buildings Strategy*, qui présente notamment la stratégie nette zéro, dans laquelle le gouvernement désire décarboner l'immobilier en installant entre autres 600 000 pompes à chaleur d'ici 2028 et l'élimination des chauffe-eaux à gaz d'ici 2035 (HM Government, 2021; Secretary of State for Business, 2021). Il est aussi prévu que les normes au niveau des bâtiments soient révisées pour atteindre une réduction de 75% à 80% des émissions carbone par rapport aux normes actuelles. L'entrée en vigueur de ces nouvelles normes, basées sur l'optimisation du chauffage de l'eau et de la perte de chaleur, est prévue pour 2025.

En matière de biodiversité, le pays a publié sa loi sur l'environnement intégrant une disposition appelée la *Net Biodiversity Gain* (Parliament of the United Kingdom, 2021). Entrant en vigueur en 2023, elle s'applique à tous les projets de construction d'envergure en leur imposant d'augmenter au minimum de 10% les habitats dédiés à la biodiversité par rapport à ceux qui ont été détruits par le projet. Cela peut se faire sur les sites de développement, par l'achat de crédits auprès de tierce parties et, en dernier ressort, auprès du secrétaire d'état. Les projets de rénovation d'immeubles existants sont aussi visés (Gowling WLG, 2023). L'enjeu des déchets est également abordé avec la mise en place d'un système de traçage électronique des déchets afin de développer une connaissance sur l'économie circulaire (Thomson, 2022).

Au niveau de la ville de Londres, des changements portant sur la biodiversité sont aussi opérés puisque des politiques relatives aux murs verts, aux toits verts, aux espaces bleus ont été mis en place pour les nouveaux développements (Greater London Authority, 2021). Il est également attendu que la très grande majorité des immeubles de la ville subissent des rénovations profondes d'ici à 2050 pour réduire leur consommation d'énergie, produire de l'énergie renouvelable localement et perméabiliser les sols. Pour les immeubles commerciaux, une note d'efficacité énergétique est requise et les nouveaux projets de construction seront incités à considérer leur empreinte carbone selon l'analyse du cycle de vie.

En 2022, les recommandations du rapport *Building to net zero: costing carbon in construction* met de l'avant la nécessité d'obliger tous les acteurs d'adopter d'ici décembre 2023, pour chaque projet d'immeuble de 1000 m², une perspective de cycle de vie global, sans quoi l'objectif de réduction d'émissions de GES, auquel le pays est légalement contraint, ne sera pas atteint (House of Commons Environmental Audit Committee, 2022, p. 65 - 66). Il est anticipé que les projets de moins de 1000 m² seront intégrés ultérieurement. Une autre recommandation mentionne qu'il faut à tout prix prioriser le rétrofit ou la réutilisation de bâtiments tout comme la réalisation d'un audit pré-démolition démontrant clairement que le bâtiment visé n'a d'autres solutions que d'être détruit (House of Commons Environmental Audit Committee, 2022, p. 70 - 71).

Enfin, en 2023, la MEES passe un cap puisque l'arrêt de toute location pour les immeubles cotés F ou G entre en vigueur et une note du gouvernement prévoyant de resserrer la note à C d'ici 2027 s'y ajoute (Hugues et Morin, 2023).

Encadrement des organisations

En 2018, en matière de divulgation de données, le Code de gouvernance d'entreprise du Royaume-Uni a été modifié et republié par le *Financial Reporting Council* (Financial Reporting Council, 2018). Il demande aux conseils d'administration des organisations listées (incorporée au Royaume-Uni ou non) d'évaluer la base sur laquelle l'entreprise génère et préserve de la valeur à long terme. Un guide de la bourse en matière de divulgation ESG a également été publié dans lequel il est conseillé de divulguer sur les notions matérielles de l'ESG ainsi que de suivre les référentiels SASB et TCFD (London Stock Exchange Group, 2018).

En 2019, le gouvernement amende la *Climate Change Act* de 2008 pour passer de 80% à 100% de réduction d'ici 2050 (Department for Business et The Rt Hon Chris Skidmore MP, 2019). La loi régit notamment la gouvernance et les processus relatifs à l'adaptation aux changements climatiques avec une obligation de

la part du gouvernement d'évaluer les risques liés aux changements climatiques à tous les cinq ans. Afin de l'aider à accomplir sa cible avec une perspective indépendante, le gouvernement britannique a mis sur pied le *Committee on Climate Change*. Ce comité a pour mission de mener des analyses indépendantes; d'engager les parties prenantes et le public dans une discussion éclairée des changements climatiques; de fournir des conseils indépendants sur l'établissement et l'atteinte des cibles intermédiaires et sur la préparation aux changements climatiques; et de faire le suivi des progrès. Alignées avec ces objectifs au niveau national, les règles prudentielles pour les assureurs et les banques ont elles aussi été affectées. Ces acteurs doivent dorénavant prendre des mesures pour gérer et s'adapter aux risques liés aux changements climatiques en identifiant les risques climatiques et de transition mais également en adaptant leur stratégie en conséquence (Bank of England, 2019). S'adressant de manière plus large aux assureurs, aux gestionnaires d'actifs et toutes les compagnies exerçant dans des marchés réglementés, la *Financial Conduct Authority* (FCA) les oblige désormais à publier leur approche long terme et à décrire comment leur politique reflète la manière dont leur impacts environnementaux et sociaux sont suivis (FCA, 2019).

En 2020, le Royaume-Uni s'est muni d'un système d'échange de droits d'émissions très similaire à celui existant dans l'UE ("The Greenhouse Gas Emissions Trading Scheme Order," 2020). La FCA propose de plus une règle exigeant de toutes les entreprises transigeant sur un marché de premier plan et les émetteurs de réaliser une divulgation selon le référentiel de la TCFD en même temps que la publication d'une note technique demandant aux entités inscrites à la bourse, transigeant sur des marchés réglementés de divulguer les informations relatives aux enjeux climatiques et aux autres enjeux ESG (FCA, 2020).

En 2021, en ce qui a trait à la divulgation de données, tout investisseurs ayant plus de 5£ milliards est contraint de faire évaluer et de publier les risques climatiques de ses investissements (Secretary of State for Work and Pensions, 2021). La FCA élargie la portée de la divulgation prévue par le référentiel de la TCFD en rendant la divulgation de données alignées avec celle-ci obligatoire pour toutes les organisations sous son giron (gestionnaires d'actifs, assurances vie, et fonds de pension) (FCA, 2021). En 2022, toujours en matière de divulgation de données, la divulgation de données basée sur le référentiel TCFD est obligatoire pour les entreprises, peu importe leur forme, qui ont un chiffre d'affaires annuel net de plus de 500£ millions (Parliamentary Under Secretary of State Minister for Business, 2022).

Enfin, en 2023, la finance est directement visée par le gouvernement britannique qui élabore une stratégie portant sur la finance verte pour mener le secteur financier à la carboneutralité. Cette stratégie met de

l'avant la nécessité de continuer à appuyer l'IFRS dans la démarche entreprise par l'ISSB, de développer les émissions de portée 3 dans la divulgation des entreprises, de développer une taxinomie verte, la réglementation des agences de notation ESG notamment (Department for Environmental Food & Rural Affairs *et al.*, 2023). À cela s'ajoute, la publication par la FCA de la *Sustainability Disclosure Requirement* qui demande aux gestionnaires et propriétaires d'actifs de divulguer l'aspect durable de leurs produits quant à leur objectifs, stratégies et mesures tout en permettant de mieux délimiter ce qui peut être qualifié de produit ESG en investissement (FCA, 2023). Un peu à l'image de l'UE, le Royaume-Uni a lancé un groupe de travail sur les normes de divulgations en matière de développement durable pour établir des normes nationales en la matière (Department for Business and Trade, 2023).

Résumé

Au Royaume-Uni, l'évolution des politiques de durabilité entre 2018 et 2023 traduit une intensification progressive de l'intégration des enjeux climatiques, énergétiques et financiers. En 2018, l'attention se porte sur la performance énergétique des bâtiments à Londres, tandis qu'au niveau national, les entreprises publiques sont appelées à adopter une vision de long terme de la création de valeur, notamment à travers l'utilisation de référentiels reconnus. L'année 2019 marque un tournant avec l'affirmation de l'objectif de neutralité carbone et l'introduction de l'obligation, pour certains acteurs financiers, d'intégrer systématiquement les risques climatiques. En 2020, le gouvernement met en place un mécanisme visant la réduction des émissions de GES et inclut explicitement la performance énergétique des bâtiments dans ses plans de transition. Le secteur financier est parallèlement soumis à des obligations renforcées en matière de divulgation climatique et ESG. En 2021, dans le contexte post-Brexit, on observe une nette accélération des initiatives réglementaires, caractérisées par une attention accrue portée à l'électrification, par l'introduction de la biodiversité dans le cadre politique, et par un durcissement des exigences de divulgation liées aux risques climatiques. L'année 2022 confirme cette dynamique avec la mise en avant du concept de cycle de vie pour les bâtiments, tandis que la TCFD s'impose comme cadre de référence privilégié des autorités britanniques. Enfin, en 2023, la finance est directement ciblée par le gouvernement, qui élabore une stratégie dédiée à la finance verte afin d'orienter le secteur financier vers la carboneutralité.

4.2.3 Norvège²¹

La Norvège représente un exemple européen parmi les trois pays non-membres de l'UE mais participant à l'Accord sur l'espace économique européen (AEEE) avec l'Islande et le Lichtenstein. Historiquement, la Norvège considère l'AEEE comme son plus imposant accord économique, il comprend toutes les activités économiques à l'exception de l'agriculture et de la pêche. Cela permet aux citoyens et aux entreprises norvégiennes d'avoir les mêmes droits que les citoyens et que les entreprises des pays membres de l'UE (Ministry of Foreign Affairs, 2021). Si les mêmes droits sont octroyés, c'est aussi le cas pour les obligations en droit des sociétés et de l'environnement (López et Razauskas, 2023). Ainsi, un nombre conséquent de directives et de réglementations présentées dans la partie sur l'UE et relatives à la divulgation de données présentent la mention « texte d'intérêt pour l'EEE », par conséquent leurs dispositions entrent dans le cadre de cet accord auquel adhère la Norvège. C'est le cas notamment de la CSRD et de la SFDR (European economic area, 2013; PE, 2019; PE et CUE, 2022). Bien que la Norvège ne participe pas au processus décisionnel de l'UE, elle a le droit de contribuer à la phase préparatoire lorsque la Commission élabore des propositions de nouvelle législation UE/EEE devant être intégrées dans l'accord. Cela inclut le droit de participer à des groupes d'experts et à des comités de la Commission (World Trade Organization, 2018).

Ainsi, en plus des différentes réglementations présentées précédemment portant sur l'UE, les décisions relatives à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité ayant des effets sur les investisseurs en immobilier qui ont été prises par la Norvège entre 2015 et 2023 sont les suivantes.

Tout d'abord, une réglementation publiée avant 2015 mais qui est essentielle à la thématique étudiée est la *Planning and Building Act*, adoptée en 2008. Cette réglementation portant sur la planification et le processus de construction dans toutes les régions et les municipalités du pays vise les autorités compétentes au niveau régional et municipale. Il leur est demandé de mettre une emphase importante sur les solutions long-terme ainsi que la nécessité d'évaluer et de décrire les risques et les impacts environnementaux notamment qui sont générés (Ministry of the Environment, 2008).

Encadrement des actifs immobiliers

En 2016, la Norvège adopte de nouveaux codes de construction intégrant des normes énergétiques élevées qui sont révisées régulièrement pour les rendre encore plus performants (IEA, 2022b). Cet intérêt

²¹ Lorsque les documents ou pages web n'ont pas pu être obtenus dans une autre langue que le norvégien, une traduction automatique vers l'anglais de Google Traduction a été utilisée.

pour la question énergétique se poursuit aussi par la volonté de ne plus utiliser de systèmes de chauffage aux énergies fossiles à partir de 2020 pour tout immeuble, neuf ou rénové, quel que soit le type d'actif (CCAC, 2025; Reuters, 2017), mais aussi par l'intégration de la Directive européenne sur la performance énergétique des immeubles demandant à tout nouvel immeuble construit d'être quasi nul en énergie.

Entre 2020 et 2022, la dimension énergétique reste certes importante mais un pas de plus est réalisé en obligeant l'intégration des questions de circularité et de carboneutralité sur le plan de la construction et de la rénovation. Ainsi, la ville d'Oslo, publie une stratégie climatique et énergétique (City of Oslo, 2020). Celle-ci prévoit notamment de bannir totalement les énergies fossiles des immeubles et de la construction d'ici à 2030. De plus, il est anticipé que la ville rehausse ses attentes en matière d'efficacité énergétique des immeubles en les obligeant à réduire leur consommation et à produire de l'énergie renouvelable localement. Les nouvelles constructions devront quant à elles tenir plus longtemps, être plus flexibles et être construites avec des matériaux ayant une empreinte carbone faible et pouvant être réutilisés à l'avenir. Par conséquent, il est possible d'anticiper des modifications dans les codes de construction.

En 2021, au niveau national, la Norvège réfléchit à instaurer la nécessité pour tout nouvel immeuble d'être en mesure de produire de l'énergie et elle s'est engagée à utiliser de manière optimale ses propriétés, à réutiliser les matériaux de construction et même en faire profiter les autres acteurs. En outre, il est prévu que tout le secteur (public ou non) doive cesser l'utilisation d'énergies fossiles pendant les phases de construction d'ici 2025 et que des amendements permettant de limiter la construction sur des territoires naturels et leur augmentation sur les friches industrielles soient introduites ainsi que de stimuler la rénovation (Norwegian Ministry of Climate and Environment, 2022; Norwegian Ministry of Trade, 2022).

Encadrement des organisations

En 2021, le code norvégien de pratiques en matière de gouvernance corporative met de l'avant que l'élaboration et la définition d'objectifs clairs, de profils stratégiques et de risques par les conseils d'administration pour les activités d'une organisation permet de créer de la valeur de manière durable pour les actionnaires. Ce faisant, ils devraient tenir compte des considérations financières, sociales et environnementales (Norwegian Corporate Governance Board, 2021). Pour les fonds prudeniels pour les banques et les assurances, les réglementations sont les mêmes que celles mises en place dans l'UE.

Enfin, en 2023, toute organisation, publique ou privée, doit intégrer dans son rapport annuel ou dans un rapport distinct les informations sur les conditions auxquelles l'activité peut résulter en un impact

significatif sur l'environnement et doit comprendre les effets sur l'environnement que l'activité peut causer ainsi que les mesures établies pour prévenir ou limiter ces impacts négatifs (Ministry of Finance, 2023), elle est alignée avec la directive d'information non-financière de l'UE (iclg, 2025).

Résumé

En Norvège, l'évolution des politiques de durabilité s'inscrit dans la continuité des réglementations européennes, tout en intégrant des initiatives nationales spécifiques. Le pays adopte de nouveaux codes de construction incorporant des normes énergétiques ambitieuses, régulièrement révisées afin d'en accroître la performance. Entre 2020 et 2022, la circularité et la carboneutralité deviennent des priorités, particulièrement dans le domaine de la construction et de la rénovation. En 2021, une réflexion s'engage autour de la transformation du rôle des bâtiments, envisagés non plus seulement comme des consommateurs d'énergie mais également comme des producteurs, tandis que le code national de gouvernance est adapté pour favoriser la création de valeur durable. Enfin, en 2023, la Norvège franchit une étape importante en imposant aux entreprises une obligation de divulgation systématique de leurs impacts environnementaux significatifs ainsi que des mesures mises en place pour les atténuer.

4.3 Région Amérique du Nord

Cette section décrit les principales interventions institutionnelles, politiques et réglementaires adoptées aux États-Unis et au Canada en ce qui a trait la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité.

4.3.1 États-Unis²²

Les États-Unis (ÉU) représentent le plus important marché d'investissement de la planète. Son influence est particulièrement importante pour les investisseurs en général et les investisseurs en immobilier ne sont pas en reste (Medina *et al.*, 2022; MSCI, 2022).

Bien que l'analyse se porte sur les niveaux fédéral et urbain, certaines politiques étatiques affectent directement les investisseurs étudiés et méritent d'être soulignées. La Californie, siège de CalSTRS, s'est dotée d'un cadre réglementaire pionnier en matière climatique. La loi AB-32 *Global Warming Solutions*

²² Pour rappel, lorsqu'on parle des États-Unis dans le corps du texte, on réfère aux instances fédérales et non celles des États ou des Territoires (Californie, New-York, Texas, Floride, etc.). Lorsqu'un État où une ville fait l'objet d'un aparté, cela est mentionné.

Act de 2006 par son programme *cap-and-trade* (California legislature, 2006) est le premier système de plafonnement et d'échange d'émissions aux ÉU. L'État s'est fixé un objectif de carboneutralité à 2045 (California legislature, 2018) et a récemment adopté des obligations de divulgation climatique pour les grandes entreprises opérant en Californie (California legislature, 2023a, 2023b).

New York, siège du NYSCRF, a adopté le *Climate Leadership and Community Protection Act* (The New York State Senate, 2019) visant une réduction de 85 % des émissions d'ici 2050 et imposant des obligations sectorielles contraignantes. Ces cadres étatiques complètent et parfois dépassent les politiques municipales détaillées ci-après dans l'ordre chronologique. Ils créent des pressions institutionnelles spécifiques sur CalSTRS et NYSCRF, qui doivent naviguer simultanément entre exigences fédérales (limitées), étatiques (ambitieuses) et municipales (souvent les plus strictes).

Avant de revenir à la période de référence concernée pour cette recherche, soit celle entre 2015 et 2023, il est important de préciser que la *Securities and Exchange Commission* (SEC)²³ a publié en 2010 un texte d'interprétation de la réglementation existante sur la divulgation d'informations par les organisations assujetties à son contrôle (SEC, 2010). Dans ce dernier, elle met de l'avant que le concept de matérialité des informations, concept primordial pour comprendre toute la portée des obligations de divulgation et de transparence aux ÉU, peut inclure la dimension des changements climatiques. Ainsi, les organisations dont les activités peuvent être affectées par ces changements doivent divulguer les conséquences des impacts des changements climatiques sur leurs activités dans les sections dédiées à la description de l'entreprise, aux procédures judiciaires, aux facteurs de risques et à la discussion et l'analyse de la gestion (Norton Rose Fulbright, 2021). Ainsi, la SEC considère que toute organisation qui lui est assujettie, que ce soit une entreprise ou un investisseur, doit divulguer les impacts matériels générés sur la valeur de l'entreprise par les changements climatiques.

Encadrement des actifs immobiliers

En 2015, l'emphasis est principalement mise aux ÉU sur la notion énergétique avec une actualisation des normes énergétiques pour la construction de nouveaux logements qui a été déterminée en considérant l'accessibilité financière au logement, mais également des mises à jour concernant le programme de conservation de l'énergie permettant notamment de réduire la consommation d'équipements dans les

²³ La SEC est l'autorité des marchés financiers aux États-Unis.

immeubles commerciaux et industriels comprenant notamment l'air conditionné, les pompes à chaleur, les chaudières, les déshumidificateurs, les lumières, etc. (EPCA, 2015a, 2015b, 2015c; HUD et USDA, 2015).

En 2016, au niveau fédéral le changement est observé principalement à travers les amendements apportés au programme pour la conservation de l'énergie de nouveaux équipements (EPCA, 2016a, 2016b, 2016c, 2016d). Ainsi, malgré l'action assez restreinte du gouvernement fédéral sur l'enjeu de l'énergie cette année-là, il a tout de même élaboré une loi intégrant les changements climatiques pour certains logements. Cela s'est fait dans une réglementation ayant pour but d'harmoniser le cadre fédéral au niveau des états et des acteurs locaux visant les développements de logement pour les résidents à revenu faibles ou modérés (HUD, 2016). Elle demande notamment la considération des effets liés aux changements climatiques sur leur développement. Bien qu'il s'agisse d'un cas très spécifique et d'une règle relativement vague, il démontre une évolution de la prise de conscience du gouvernement fédéral cet égard. Cette année-là, la ville de New York joue un rôle de leader en durcissant ses règles sur le plan de l'énergie puisque les bâtiments doivent désormais divulguer leurs données liées à la consommation d'énergie, en plus de l'eau, pour permettre une comparaison de référence (New York City Council, 2016a, 2016b)

De 2017 à 2020, le gouvernement fédéral américain a été très peu actif en la matière, avec peu de document publié à ce sujet. Certaines actions ont été prises vis-à-vis de l'électricité, toujours par l'entremise du programme de conservation de l'énergie qui reste donc très marginal (EPCA, 2017a, 2017b, 2017c, 2017d, 2017e, 2019, 2020a, 2020b, 2020c, 2020d).

Néanmoins, pendant cette période, les villes ont été proactives vis-à-vis de leurs parcs immobiliers en visant principalement la notion de consommation d'énergie et la réduction des émissions de GES des bâtiments. La ville de Los Angeles publie en 2019 le *L.A.'s Green New Deal* dans lequel la ville prévoit de rendre tous les bâtiments sur son territoire net zéro d'ici 2050, de réduire la consommation énergétique des bâtiments de 34% d'ici 2035 et de 44% d'ici 2050 (City of Los Angeles, 2019). La ville de New York quant à elle, publie diverses lois en ce sens dont la *Local Law* (LL) 33, la LL 95 et la LL 97. Les deux premières portent sur l'obligation de divulguer la performance énergétique ENERGY STAR® dans leur hall d'entrée (New York City Council, 2018, 2019b). La troisième, la LL 97, est beaucoup plus contraignante puisqu'elle demande à tous les bâtiments de plus de 25 000 pi² de respecter des limites d'efficacité énergétique mais également d'émissions de GES en fonction du type d'immeuble avec des réductions drastiques (New York City Council, 2019d). La LL 97 plafonne les émissions pour une grande majorité des immeubles de 2024 à

2029 à 0,01074 tCO₂e/pi², puis à 0,00420 tCO₂e/pi² entre 2030 et 2034 et enfin à 0,0014 tCO₂e/pi²/an d'ici à 2050 soit une réduction totale de 87%. Les propriétaires d'immeubles devront publier leurs données à cet effet. La LL 97 n'est pas uniquement restrictive, mais elle est aussi incitative puisqu'elle offre la possibilité d'obtenir des abattements de taxes pouvant aller jusqu'à 200 000 \$ US pour le développement de toits verts. La ville de New York a également publié pendant cette période la LL 92 et la LL 94 qui obligent tous les propriétaires qui entreprennent de grandes rénovations de recouvrir les toits avec des panneaux solaires, des toits verts ou une combinaison des deux (New York City Council, 2019a, 2019c). Ainsi, des changements sont entrepris par deux grandes villes américaines pour resserrer la vis en matière de consommation énergétique et d'émissions de GES notamment en visant l'objectif zéro émissions nettes.

En 2021, la dimension énergétique reste bien sûr importante avec des modifications constantes apportées au plan de conservation de l'énergie, mais également par l'adoption de règlements comme à Los Angeles où toute grosse réfection de toits doit désormais se faire avec des matériaux dotés de taux minimaux de réflexion solaire (EPCA, 2021a, 2021b; Los Angeles City Council, 2021).

L'intérêt pour la lutte contre les changements climatiques et le développement de plus de résilience à leur égard s'observe notamment par l'adoption par le Congrès d'une loi très importante. Il s'agit de la *Bipartisan Infrastructure Law* qui octroie un investissement public total de 1 200 milliards \$ US d'investissement sur 10 ans afin d'améliorer l'infrastructure vieillissante du pays notamment face aux changements climatiques (Badlam *et al.*, 2021; Badlam *et al.*, 2022; Office of the Federal Register et National Archives and Records Administration, 2021). L'immobilier commercial est visé par cette réglementation qui prévoit des dispositions visant la décarbonation, l'efficacité énergétique, la résilience climatique des bâtiments et des programmes orientés vers l'ESG (Rockey, 2021). Il est intéressant de noter que ce sont en grande majorité des incitatifs financier qui y sont intégrés.

Le dynamisme dû au rattrapage effectué par le gouvernement fédéral passe aussi par la considération de la protection de la biodiversité. L'administration Biden-Harris a lancé *America the Beautiful Initiative* qui vise à conserver 30% des terres et des eaux américaines d'ici 2030 ainsi qu'à conserver les forêts en luttant contre la déforestation et à stimuler les solutions basées sur la nature (Biden, 2022; U.S. Department of the Interior *et al.*, 2021). Il est prévu en ce sens une évaluation périodique de l'état de la biodiversité.

En 2022, les bâtiments sont spécifiquement visés par l'initiative de la *National Building Performance Standards Coalition* qui regroupe des États et des gouvernements locaux s'engageant à réaliser des

politiques et des programmes de rénovation équitables visant les émissions de GES et l'électrification des bâtiments. Il regroupe les États de la Californie, du Washington, du Colorado, de Rhode Island et une quarantaine de grandes villes qui comptent pour environ 25% de l'environnement bâti du pays, ce qui est loin d'être négligeable (National BPS Coalition, 2025; Schlegel, 2021).

À cela s'ajoute une réglementation très importante incluant des dispositions visant spécifiquement les actifs immobiliers pour les inciter financièrement à économiser de l'énergie. Votée par le congrès en 2022, la *Inflation Reduction Act* ²⁴ est considérée comme une réglementation pouvant avoir des impacts favorables sur les investissements qualifiés de ESG en immobilier (House of Representatives et Congress, 2023; PwC, 2022b). Elle prévoit notamment un investissement de 370 milliards \$ US de mesures de soutien à la politique industrielle verte des ÉU (La rédaction de Vie-publique.fr, 2023). Les mesures avancées sont :

- Des incitatifs de nature financière touchant la performance énergétique des bâtiments grâce notamment aux l'articles 179D et 45L. L'article 179D portant sur l'efficacité énergétique des bâtiments commerciaux permet d'obtenir 5 \$ US de déduction par pieds carrés rénovés. Bien que cela puisse paraître peu, sur un immeuble commercial cela peut représenter des sommes conséquentes. À titre d'exemple si l'*Empire State Building* avait bénéficié de ces mesures, le rabais se serait élevé à 11 241 775 \$ US ($5 \$ \times 2\,248\,355 \text{ pi}^2$). Ce montant est non négligeable lorsqu'on sait que les projets de rétrofit liés à l'efficacité énergétique ont coûté près de 106 millions \$ US (Harrington et Carmichael, 2009), cela aurait représenté une économie de plus de 10,5 %. L'article 45L quant à lui porte sur l'efficacité des maisons individuelles ou des immeubles multi résidentiels en donnant droit à des déductions fiscales qui sont de 2000 \$ US par unité d'habitation lorsqu'elles sont considérées comme énergétiquement efficaces, de 2500 \$ US par unité d'habitation lorsqu'elles sont certifiées *Energy Star* et de 5000 \$ US par unité d'habitation lorsque le *Zero Energy Ready Homes Program* est respecté (BDO, 2023).
- Un autre incitatif intégré dans cette loi est la *Investment Tax Credit (IRC Sec. 48)* adoptée en 2022 facilite l'installation d'équipement de production d'énergie renouvelable en visant l'octroi de crédits d'impôts. L'immobilier est concerné dans la mesure où les projets solaires, éoliens, d'investissements dans les communautés à faible revenus et les projets permettant de protéger

²⁴ Il est à noter que l'administration Trump entrée en fonction en 2025 souhaite abolir cette loi.

les plus démunis peuvent permettre d'obtenir 30 % de crédit d'impôt avec des bonus qui peuvent permettre d'atteindre 50 % de crédit d'impôts (BDO, 2023).

- Enfin, une de ses dispositions porte sur la *Alternative Fuel Refueling Property Tax Credit (IRC 30C)* qui facilite l'installation d'infrastructures au sein des bâtiments aidant l'évolution vers la mobilité à faible émissions de GES avec. Elle impacte également les investisseurs immobiliers qui installent des chargeurs pour les voitures électriques qui peuvent se qualifier pour un crédit d'impôts de 30 % (à hauteur de 100 000 \$ US) lorsque ceux-ci sont installés dans des régions non urbaines ou des communautés à faibles revenus (BDO, 2023).

En plus de ces aspects climatiques, les ÉU considèrent plus sérieusement la biodiversité. Par l'entremise d'une vision stratégique, elle est incluse dans la stratégie de sécurité nationale 2022 (The White House, 2022b). Dans ce plan, ils prévoient 600 millions \$ US pour combattre les menaces environnementales, 320 millions \$ US dédiée à l'aide internationale pour la conservation de la biodiversité, protéger les océans, travailler avec les premières nations et les défenseurs de l'environnement, etc. (The White House, 2022a).

Les grandes villes semblent suivre ces tendances, puisque la ville de Los Angeles demande que tous les nouveaux bâtiments soient totalement électriques (Los Angeles City Council, 2022). La ville de San Francisco quant à elle intègre le bâtiment vert dans le code municipal de la ville où tout bâtiment, qu'il soit nouveau ou bien existant et ayant subi des rénovations majeures, a l'obligation de devenir LEED Or ou Platine et a l'obligation de mettre des systèmes de CVCA totalement électriques (City and County of San Francisco, 2022, Chapitre 7). En ajout à la dimension énergétique, une dimension de circularité est intégrée puisque la ville demande la documentation relative à la gestion des matériaux de constructions ou encore à l'évaluation du cycle de vie de l'immeuble dans son entièreté.

En 2023, à Los Angeles, par exemple, le programme *Existing Buildings Energy & Water Efficiency Program* (LADBS, 2023) s'applique à tous les immeubles de plus de 20 000 pi² et a pour objectif d'obliger les propriétaires à divulguer leur consommation d'énergie et d'eau annuellement ainsi que de réaliser un audit sur la consommation d'énergie et d'eau à tous les cinq ans. Ces données sont publiques (The City of Los Angeles, 2023, Division 97). De son côté, Washington DC, met en place des réglementations très similaires à celles de San Francisco. Le *Green Building Act* demande à tous les immeubles et projets de plus de 50 000 pi² et toutes les nouvelles constructions d'envoyer une liste de vérification au *Department of Buildings* et d'avoir obtenu la certification LEED (District of Columbia, 2023, Chapitre 14 a).

Encadrement des organisations

En 2016, la prise de conscience à l'égard des changements climatiques n'est pas en reste sur le plan de l'investissement, puisque les fonds de pensions sont particulièrement visés par l'émission d'un nouveau bulletin interprétatif portant sur la *Income Security Act* de 1974 visant à imposer les normes minimales pour les fonds de pensions (DOL, 2024). Le document formalise la volonté du gouvernement d'encourager les fonds de pensions à considérer les enjeux ESG en mettant l'accent sur la dimension long-terme des investissements, en réponse à un document similaire publié en 2008 ayant le même objectif, mais ayant eu l'effet inverse (DOL, 2016). Il est intéressant de noter que ce bulletin interprétatif utilise comme argument la considération d'enjeux ESG par de grands investisseurs aux États-Unis et à l'international.

De 2017 à 2020, le gouvernement fédéral américain a été très peu actif en la matière, avec peu de documents publiés à ce sujet. Il modifie cependant le bulletin interprétatif de 2016 portant sur la *Income Security Act* de 1974 ayant permis aux fonds de pension de considérer sérieusement les facteurs ESG afin de leur imposer la prise en considération de l'unique facteur de performance financière et en retirant la possibilité d'intégrer des considérations de long terme dans leurs prises de décisions d'investissement (DOL, 2020a, 2020b). De plus, c'est lors de cette période que l'annonce et que le retrait effectif des États-Unis de l'Accord de Paris est officiellement survenu (M. R. Pompeo, 2019).

Malgré les vents contraires prenant place au niveau national, la SEC a publié une règle à la fin de cette période exigeant des informations plus détaillées concernant certaines sections de ses formulaires de divulgation concernant toutes les entreprises inscrites sur les marchés américains (SEC, 2020). Celle-ci demande la divulgation des effets matériels que les réglementations environnementales pourraient avoir sur les activités de l'entreprise, en détaillant notamment toute poursuite légale portant sur les questions environnementales qui peuvent dépasser un montant de 300 000 \$ US de préjudice.

En 2021, lors de son arrivée à la Maison Blanche, le président Biden a signé différents ordres exécutifs permettant aux agences de réintégrer les enjeux liés aux changements climatiques et à l'ESG. Les effets se font ressentir cette même année. De manière contrastée avec la période précédente, l'année 2021 marque un tournant pour le gouvernement fédéral américain qui remet une emphase importante sur les enjeux de lutte contre les changements climatiques en se concentrant sur les émissions de GES et sur la résilience climatique. Tout d'abord, le pays rejoint officiellement à nouveau l'Accord de Paris dont il s'était retiré deux ans plus tôt (A. J. Blinken, 2021).

Le gouvernement exprime aussi la volonté de mieux connaître les actions à entreprendre pour assurer la viabilité du système financier des ÉU face aux changements climatiques. Ainsi, la *Financial Stability Oversight Council*²⁵ (FSOC) publie un rapport dont la conclusion est sans appel : les changements climatiques représentent un risque pour le système financier des ÉU (FSOC, 2021). Pour garantir la stabilité du système financier, le FSOC recommande notamment d'obtenir de meilleures données normées, incluant les émissions de GES, et de rehausser les réglementations en matière de divulgations de risques climatiques pour y intégrer et inciter les organisations à divulguer selon le référentiel de la TCFD. Cela va dans le même sens que le gendarme des marchés financiers, la SEC, qui en 2021 a créé la *Climate and ESG Task Force* pour identifier les violations existantes dans la divulgation des organisations en matière climatique et ESG (SEC, 2021).

En 2022, dans un contexte favorable à l'intégration des enjeux environnementaux et climatiques, les bottines suivent les babines sur les marchés. Faisant suite à la *Climate and ESG Task Force* mis en place un an plus tôt, des actions ont été entreprises concernant les divulgations exagérées sur les engagements ESG des organisations, l'échec relatif à la divulgation de matériel et d'objectifs et l'échec d'établir des contrôles effectifs autour des politiques et de la divulgation ESG (Donnelly et Wellmeyer, 2023). Ces actions ont notamment porté sur Bank of New York Mellon Corp., Benefytt Technologies Inc., Goldman Sachs Asset Management, ou encore Brazilian mining company Vale S.A. (Ramonas, 2022). En mars 2023, la Brazilian mining company Vale S.A. a écopé d'une amende de 55,9 millions \$ US (Malone *et al.*, 2023).

En parallèle à ces sanctions, la SEC développe diverses règles visant les facteurs ESG, l'environnement et les changements climatiques. Tout d'abord, les facteurs ESG sont visés dans le cadre de la *Marketing Rule* qui remplace la *Advertising Rule*, permettant ainsi à la SEC d'examiner les processus de conformité du matériel publicitaire et marketing, incluant les revendications ESG, en adoptant une approche de gestion de risques financiers (Satran, 2023). Cette réglementation a été bien reçue par les investisseurs, ce qui laisse entendre une adoption plus large par d'autres acteurs (Donnelly et Wellmeyer, 2023; Paulin, 2023).

En matière de changement climatique et de biodiversité, une règle et une proposition de règle peuvent être cités. La première concerne l'adoption d'une règle qui change les catégories de divulgation au sein de la *Investment Company Act* de 1940 pour améliorer la transparence de certains fonds en intégrant

²⁵ Créée en 2010 par la *Dodd-Frank Act*, ce conseil a pour mandat de répondre aux menaces émergentes pesant sur le système financier des États-Unis.

notamment une catégorie portant exclusivement sur l'environnement et le climat et qui comprend par exemple « *greenhouse gas (GHG) emissions, transition planning or reporting, biodiversity or ecosystem risk, chemical footprint, renewable energy or energy efficiency, water issues, waste or pollution, deforestation or land use, say-on-climate, environmental justice* » (SEC, 2022a). La seconde est une proposition portant sur la divulgation des émissions de GES de portée 1 et 2 ainsi que certaines émissions de GES de portée 3 pour toutes les entreprises listées (Warren, 2023). Cette proposition de règle vise également les fonds utilisant des facteurs ESG devraient se classer sous une forme particulière (Integration fund, ESG-Focused fund ou ESG impact fund), ils devront divulguer sur la manière dont les facteurs ESG sont considérés ou encore sur les pratiques ESG adoptées. Cela passera entre autres par l'entremise de récapitulatifs annuels dédiés à l'ESG qui devront être compatibles avec les analyses automatiques (Harnisch et al., 2022). Les ordres exécutifs du Président Biden permettant aux fonds de pensions de reconsidérer les facteurs ESG dans le cadre de leurs investissements a officiellement été instaurée (DOL, 2023). Ainsi, le *Department of Labour* (DOL) a modifié cette règle afin de retirer les termes pécuniaires et non-pécuniaire à la réglementation et d'ajouter que tous les facteurs considérés comme pertinents pour réaliser une analyse risque/rendement prudente doivent être considérés. Les planificateurs fiduciaires sont fortement encouragés à considérer les effets des facteurs ESG (Coddington et al., 2023). Bien que l'intention initiale fût d'obliger la considération des facteurs ESG et qu'elle n'est ici que fortement encouragée, l'intégration explicite du terme facteurs ESG dans la réglementation est un acte fort. Cette règle intègre également la notion de *Tiebreaker* qui permet aux fiduciaires de considérer les bénéfices collatéraux qui ne sont pas liés à l'analyse risque/rendement tant que ce dernier n'est pas affecté (Latham & Walkins, 2022). Les chambres du Congrès ont tenté d'adopter une résolution visant à annuler cette réglementation, mais le Président y a mis son veto (H.J.Res.30 - 118th Congress, 2023). Elle fait tout de même l'objet d'une poursuite de 25 États (Coddington et al., 2023). Il est cependant important de garder à l'esprit que certains états républicains, bien que poursuivant le gouvernement fédéral en matière de réglementations ESG, prennent des réglementations qui intègrent cette notion, sans la citer, comme l'Alaska (Eccles, R., 2023). De plus, les politiques de gouvernance d'entreprise des investisseurs institutionnels ont clairement suggéré que ces investisseurs devaient considérer l'horizon long terme de leurs investissements et divulguer leurs pratiques en matière de changements climatiques notamment (Council of Institutional Investors, 2023).

Le travail de la SEC envers les facteurs ESG continu en amendement la *Investment Company Act* de 1940 (SEC, 2023). Cet amendement vise les noms donnés aux entreprises d'investissements qui ne doivent désormais

plus être trompeurs en ce qui a trait aux facteurs ESG. Ainsi, il est nécessaire que l'investisseur en question détienne au minimum 80% d'actifs en lien avec l'objet de l'investissement suggéré par le nom du fonds.

Pour les investisseurs institutionnels, il a clairement été suggéré qu'ils devaient considérer l'horizon long terme de leurs investissements et divulguer leurs pratiques en matière de changements climatiques (Council of Institutional Investors, 2023). Cela va dans le même sens que le document déposé par le *Board of Governors of the Federal Reserve System* (BGFRS) qui traite des principes de gestion de risque financiers climatiques pour les grandes institutions financières (plus de 100 milliards d'actifs sous gestion) (BGFRS, 2023). Désormais, il oblige notamment les banques à considérer les risques physiques et les risques de transition dans leur système de risques comprenant la gouvernance, la stratégie, et l'analyse de scénario.

Certains états emboîtent le pas en matière de divulgation. La Californie, état américain le plus peuplé et générant la plus grande part du PIB des ÉU, a adopté deux projets de loi. La *SB-253 Climate Corporate Data Accountability Act* demande aux organisations américaines et à toute entité commerciale exerçant en Californie et ayant des revenus annuels de plus de 1 milliards \$ US de déclarer publiquement et de vérifier annuellement les émissions de GES de portée 1 et 2 à partir de 2026 et leurs émissions de GES de portée 3 à partir de 2027 (California legislature, 2023a). La seconde, la *SB-261 Greenhouse gases: climate-related financial risk Act* exigera que toutes les entités américaines exerçant leurs activités en Californie et dont les revenus annuels dépassent 500 millions \$ US préparent un rapport biannuel divulguant leurs résultats financiers liés aux risques climatiques conformément aux recommandations du référentiel de la TCFD et aux mesures adoptées pour réduire et s'adapter à ces risques (California legislature, 2023b).

Résumé

Aux États-Unis, l'évolution des politiques de durabilité entre 2016 et 2023 témoigne d'une dynamique contrastée, marquée par une alternance entre périodes d'inertie et relances politiques. En 2016, l'accent est mis sur les réglementations énergétiques au niveau national, mais également sur la divulgation de la consommation énergétique des bâtiments dans certaines grandes villes. Parallèlement, l'impact des changements climatiques est intégré dans la réglementation fédérale, tandis que les investisseurs institutionnels sont formellement incités à adopter une perspective de long terme en intégrant les facteurs ESG. La période allant de 2017 à 2020 se caractérise par un net ralentissement des initiatives fédérales, marqué par l'absence de nouvelles politiques significatives en matière de lutte contre les changements climatiques et de protection de la biodiversité. Toutefois, les grandes villes poursuivent une trajectoire

plus ambitieuse, en renforçant progressivement leurs exigences relatives à la performance énergétique des bâtiments. L'arrivée du président Biden en 2021 constitue un point de rupture : plusieurs ordres exécutifs réintègrent les enjeux climatiques et ESG dans l'agenda fédéral, et la résilience ainsi que la consommation énergétique des bâtiments sont de nouveau placées au premier plan. En 2022, l'intérêt fédéral se cristallise particulièrement autour des actifs immobiliers, avec un accent mis sur leur performance énergétique et leurs émissions de GES, tandis que les marchés financiers perçoivent un signal clair quant au rôle structurant des facteurs ESG. Enfin, en 2023, la politisation des enjeux ESG devient manifeste : si elle suscite des tensions, elle contribue néanmoins à renforcer les décisions antérieures relatives à la consommation énergétique, à la résilience climatique et à la réduction des émissions de GES.

4.3.2 Canada²⁶

Le gouvernement canadien adopte l'Accord de Paris en 2016. Il a adopté plusieurs lois par la suite pour y donner effet sur le territoire canadien. Dans le cadre de ses engagements déterminés au niveau national (NDC), le Canada s'est fixé un objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre de 40 à 45 % par rapport aux niveaux de 2005 d'ici 2030. Cet objectif est enchâssé dans la Loi canadienne sur la responsabilité en matière d'émissions nettes zéro, adoptée en juin 2021, et soutenu par le plan fédéral de réduction des émissions (Gouvernement du Canada, 2021).

Le Canada étant une fédération, les provinces disposent de compétences importantes en matière environnementale, créant des contextes réglementaires distincts pour les investisseurs institutionnels. Le Québec, siège de la CDPQ, participe au marché du carbone de la *Western Climate Initiative* depuis 2013, en partenariat avec la Californie (WCI, 2025). Ce système de plafonnement et d'échange constitue un mécanisme de tarification plus contraignant que le système fédéral de tarification du carbone adopté en 2019 (Gouvernement du Canada, 2016). Le Québec s'est également doté d'objectifs climatiques provinciaux ambitieux, visant la neutralité carbone en 2050 (Gouvernement du Québec, 2020).

L'Ontario, siège d'Investissements RPC, a connu une trajectoire différente. Après avoir mis en place un programme *cap-and-trade* provincial en 2017, celui-ci a été aboli en 2018 par le nouveau gouvernement (FAO, 2018). L'Ontario s'appuie désormais sur le système fédéral de tarification du carbone, bien que la

²⁶ Pour rappel, lorsqu'on parle du Canada dans le corps du texte, on réfère aux instances fédérales et non celles des Provinces ou Territoires (Québec, Ontario, Colombie Britannique, Alberta, etc.). Lorsqu'un État où une ville fait l'objet d'un aparté, cela est mentionné.

province conteste juridiquement certains aspects de ce cadre (Gouvernement du Canada, 2016). Ces variations provinciales, notamment en matière de tarification du carbone et d'objectifs climatiques, modulent les pressions institutionnelles sur la CDPQ et Investissements RPC au-delà des politiques municipales de Montréal, Toronto ou Vancouver détaillées ci-après.

Encadrement des actifs immobiliers

En 2016, le gouvernement fédéral publie une documentation importante sur l'approche pancanadienne pour une tarification de la pollution par le carbone (Gouvernement du Canada, 2016). Dans ce dernier, il est annoncé qu'un système de tarification du carbone sera imposé au niveau pancanadien aux provinces ne s'étant pas dotées d'un système de tarification du carbone ou de plafonnement et d'échange répondant à certains critères de prix, alignés avec ceux du gouvernement fédéral, d'ici 2018. Cette approche vis-à-vis de la tarification du carbone fait partie d'un cadre plus large de transition vers une économie bas carbone dans lequel il est prévu que les nouveaux bâtiments soient plus écoénergétiques, que les bâtiments existants soient modernisés en appuyant notamment la transition vers des combustibles moins polluants tout en parlant de résilience face aux changements climatiques (Gouvernement du Canada *et al.*, 2016).

De plus, la ville de Vancouver commence à introduire l'aspect de biodiversité vis-à-vis du secteur immobilier en envisageant dans sa stratégie que tout nouveau développement intègre des éléments de protection de la biodiversité tels que la protection des arbres, la collision des oiseaux ou encore des toits verts favorisant l'habitat de pollinisateurs et d'oiseaux (Vancouver Board of Parks and Recreation, 2016).

Les annonces de l'année 2016 au niveau fédéral sont complétées en 2017 par l'annonce de la création d'un fonds pour soutenir le passage à une économie à faible émission carbone générant de la croissance propre (Gouvernement du Canada, 2017). C'est un total de deux milliards \$ CA qui seront alloués en deux volets. Le premier, de 1,4 milliards CAD, permet de soutenir les provinces dans leurs engagements précisés dans le plan pancanadien sur la croissance propre, tandis que le second de 600 millions \$ CA permettant de cibler des projets dont des allègements fiscaux pour l'installation de matériel à haute performance et des mesures incitatives pour la rénovation de maisons et d'immeubles commerciaux.

Après plusieurs années de réflexion, de consultation et d'élaboration, l'année 2019 marque le début de l'action. Le gouvernement a adopté la Loi sur la tarification de la pollution causée par les gaz à effet de serre. Le prix, fixé initialement à 20 \$ CA la tonne, augmente pour atteindre 10 \$ CA en 2021, 50 \$ CA en 2022 et une augmentation pour toutes les années suivantes de 15 \$ CA par année jusqu'en 2030 atteignant

ainsi 155 \$ CA la tonne. Par ailleurs, il est intéressant de noter que le gouvernement applique un prix du carbone plus important pour lui-même puisque tous les travaux importants de modernisation de bâtiments, y compris les contrats importants de rendement énergétique, doivent faire l'objet d'une analyse du coût sur le cycle de vie de la réduction des GES afin de calculer les économies optimales de GES. L'approche du coût sur le cycle de vie reposera sur une période de 40 ans et un coût implicite du carbone de 300 \$ CA la tonne (Gouvernement du Canada, 2022b). Avec le résultat des élections en Ontario et en Alberta où ont été respectivement élus en tant que premier ministre Monsieur Ford et Monsieur Kenny, qui ont une perspective vis-à-vis de l'environnement les poussant à peu le considérer, il va sans dire que cette réglementation du gouvernement fédéral est contestée (Lake, 2019; Ontario, 2019).

En 2020, au niveau fédéral, la mise à jour du plan climatique du Canada prévoit notamment un investissement de 2,6 milliards \$ CA sur sept ans pour l'amélioration de l'efficacité énergétique des maisons proposant des subventions allant jusqu'à 5 000 \$ CA à 700 000 ménages canadiens et en proposant de travailler avec les programmes provinciaux et territoriaux de rénovation pour permettre aux ménages à faibles revenus d'améliorer l'efficacité énergétique de leur logement (Environnement et Changement climatique Canada, 2020). L'amélioration de la performance énergétique ne vise pas uniquement les bâtiments résidentiels, mais également les bâtiments commerciaux. Il est précisé que la Banque d'infrastructure du Canada investira deux milliards \$ CA pour l'infrastructure verte et exploitera des outils de financement novateurs pour coopérer avec les propriétaires de bâtiments publics et commerciaux à des projets de rénovation de haute efficacité énergétique.

Cette pression sur l'efficacité énergétique s'observe aussi dans la Ville de Montréal qui dédie dans son plan climat 2020-2030 une section complète à l'immobilier (Ville de Montréal, 2020). Cette section évoque notamment l'élimination de l'utilisation du mazout dans tous les bâtiments et l'implantation des règlements de minimums de réduction de consommation énergétique pour chaque rénovation. Au-delà de l'énergie, le plan intègre notamment des règlements de minimums de réduction d'émissions de GES et de résilience aux changements climatiques à nouveau pour chaque rénovation. De son côté, la ville de Vancouver, qui a pour ambition de devenir la ville la plus verte du monde, exige la considération de l'entièreté du cycle de vie pour les nouvelles constructions. Il est attendu que cela puisse permettre la réutilisation des matériaux provenant d'autres immeubles déconstruits localement (General Manager of Planning et General Manager of Engineering Services, 2020; Glotman Simpson Group of Companies, 2023).

En 2021, une pression toujours plus importante des villes se fait ressentir sur les actifs en immobilier. De grandes villes canadiennes sont proactives sur les questions de zéro émission nette et de la consommation énergétique. La ville de Toronto a dévoilé sa stratégie pour devenir Net Zéro d'ici 2040 dans laquelle les nouvelles constructions devront être toutes sans émissions d'ici 2030 (Toronto City Council, 2021a). Les constructions existantes quant à elles sont évoquées sur la question de l'utilisation du gaz et la nécessité de créer un cadre comprenant des incitatifs ou d'autres mécanismes pour encourager les rénovations profondes des immeubles tout en étudiant la possibilité de limiter leurs émissions. Une des clés de voûte de la ville en matière de réduction des émissions de GES sont les *Toronto Green Standards* qui s'appliquent tous les nouveaux projets de construction ou de rénovation (Toronto City Council, 2021b, 2021c). Les immeubles commerciaux, les nouveaux immeubles ou les projets majeurs de 2 000 m² ou plus ont notamment l'obligation de respecter une limite d'émissions de 15 Kg CO₂ éq./m²/an pour les immeubles résidentiels et de bureau et une limite de 10 Kg CO₂ éq./m²/an pour les centres commerciaux; ils ont l'obligation d'intégrer des infrastructures vertes sur le site (soit 80% de toit verts, 50% de la surface du toit dédié aux pollinisateurs ou encore la réservation de 25% du terrain pour planter des espèces natives). La ville de Montréal a de son côté adopté la réglementation sur la divulgation et la cotation des émissions de GES (Ville de Montréal, 2021). Ce règlement s'applique aux bâtiments existants des secteurs commercial, institutionnel et grand résidentiel multi logements de 2 000 m² ou plus de 25 logements. Il oblige les propriétaires à divulguer les sources d'énergie et les quantités d'énergie que leurs immeubles utilisent.

En 2022, le gouvernement fédéral accélère la cadence en électrifiant les immeubles, à partir de sources propres. Il est aussi prévu de rendre les immeubles résilients aux changements climatiques en s'appuyant sur les initiatives existantes et en définissant les politiques, les programmes, les normes et les régimes incitatifs novateurs nécessaires à la modernisation massive du parc immobilier existant et à la construction de bâtiments répondant aux normes les plus rigoureuses en matière de réduction des émissions de carbone, tout en renforçant la résilience climatique du secteur (Gouvernement du Canada, 2022b).

Après Toronto, c'est Vancouver qui ambitionne de réduire les émissions des immeubles de 50% d'ici 2030 et de 100% d'ici 2050. Les bâtiments de plus de 4 645 m² se voient ainsi dans l'obligation de divulguer leur consommation énergétique ainsi que leurs émissions de GES (Vancouver City Council, 2022). Pour les bâtiments de plus de 9 290 m² ce sont des limites d'émission de GES et de consommation énergétique par m² se situant entre 14 et 25 CO₂e/m² et de 0,09 GJ/m². La ville ne s'arrête pas là puisqu'elle a déjà prévu des amendements pour resserrer encore plus les dispositions relatives à la limite des émissions de GES afin de la généraliser à d'autres bâtiments (General Manager of Planning, 2022).

En 2023, il est prévu que d'ici 2026, des considérations supplémentaires relatives à la résilience aux changements climatiques soient intégrées dans trois codes canadiens (Code national du bâtiment, Code canadien sur le calcul des ponts routiers et Code canadien de l'électricité). Cela se fait alors que le gouvernement fédéral a récemment mis en place un nouveau modèle de gouvernance pour unifier l'élaboration des codes de construction, en intégrant les provinces et les territoires dans le processus national afin de mieux répondre aux priorités juridictionnelles et d'harmoniser les codes de construction à l'échelle nationale (Gouvernement du Canada, 2023b).

En matière de biodiversité, le Canada établit une Stratégie nationale pour la biodiversité en vue de 2030. Dans le cadre de cette stratégie, il est mentionné que le nouveau cadre mondial de Kunming à Montréal est la pierre angulaire sur laquelle il sera bâti. Parmi ses cibles le gouvernement évoque l'aménagement du territoire dans le but de ne pas impacter négativement les écosystèmes, la restauration de 30% des écosystèmes terrestres et marins dégradés tout en protégeant 30% des écosystèmes terrestres et marins. Une autre cible importante est la cible 12 qui vise à accroître la superficie, la qualité et la connectivité des espaces verts et bleus dans les zones urbaines et densément peuplées, en intégrant la conservation et l'utilisation durable de la biodiversité et en garantissant une planification urbaine intégrant la biodiversité, en contribuant à une urbanisation notamment inclusive et durable et à la fourniture de fonctions et de services écosystémiques (Environnement et Changement climatique Canada, 2023).

Encadrement des organisations

Quelques années avant l'Accord de Paris, les Autorités canadiennes des valeurs mobilières (ACVM) avaient déjà présenté l'Avis 51-333 du personnel des ACVM, intitulé « Indications en matière d'information environnementale » (ACVM, 2010). L'avis impose aux entreprises de publier les informations significatives sur les risques environnementaux et les questions connexes, la surveillance et la gestion des risques, l'information prospective (p. ex., les objectifs et les cibles) et la présentation des questions comptables en matière d'information environnementale (p. ex., les obligations financières et autres) (Deloitte, 2010).

Lors de l'année 2015, on observe peu d'activité de la part du gouvernement à l'exception d'une obligation de divulgation de données relative aux émissions de carbone noir de la part du gouvernement, qui fait état des estimations des émissions provenant de sources industrielles, de la combustion du bois de chauffage résidentiel et de sources mobiles (Gouvernement du Canada, 2015).

L'année 2018 marque le début de l'intérêt portant sur la thématique de la finance durable. Le gouvernement fédéral canadien met alors sur pied le Groupe d'experts sur la finance durable (GEFD) pour consulter les acteurs des marchés financiers canadiens sur les questions liées à la finance durable, y compris l'information relative aux changements climatiques (Gouvernement du Canada, 2018).

En parallèle, les ACVM²⁷ ont publié l'avis 51-354 qui est venu ajouter des notions importantes aux divulgations relatives aux changements climatiques notamment en recommandant la nécessité de rendre obligatoire la divulgation d'information climatiques matérielles (ACVM, 2018).

En 2019, le GEFD rend son rapport et fait état de 15 recommandations (Gouvernement du Canada, 2019). Parmi ces dernières on retrouve notamment la recommandation 8 qui propose l'intégration des risques liés au climat à la surveillance, à la réglementation et à la supervision du système financier, ou encore la recommandation 13 proposant d'accélérer le développement d'un marché dynamique de la rénovation d'immeubles privés. Les ACVM ont également publié l'avis 51-358 portant sur les informations relatives aux risques liés au changement climatique visant à guider les émetteurs qui souhaitent divulguer sur le sujet et qui souligne notamment l'intérêt croissant envers les référentiels SASB et TCFD (ACVM, 2019).

En 2021, en plus d'apporter des précisions sur le déploiement de son plan climatique, le gouvernement fédéral a suivi la 3^{ème} recommandation du GEFD mentionnant la mise sur pied un conseil canadien d'action en matière de finance durable, appuyé par un secrétariat interministériel, pour conseiller et aider le gouvernement à la mise en œuvre des recommandations. Le gouvernement du Canada a créé ce groupe qui mettra l'accent sur la divulgation d'information financière relative aux changements climatiques dans les secteurs privé et public canadiens qui s'appelle le Conseil d'action en matière de finance durable (CAFD) (Environnement et Changements climatiques Canada, 2021; Gouvernement du Canada, 2025). Le gouvernement a aussi reçu une sanction royale lui demandant de fixer des cibles nationales de réduction d'émissions de GES en vue de l'atteinte de la carboneutralité en 2050 (Gouverneur général, 2021).

²⁷ Au Canada, chaque province et territoire a une autorité des valeurs financières qui lui est propre. L'ACVM permet de regrouper ces autorités afin d'améliorer, coordonner et harmoniser la réglementation des marchés de capitaux. Elles cherchent le consensus sur les politiques qui ont une incidence sur les marchés de capitaux et ses participants et collaborent à la mise en œuvre de programmes réglementaires comme l'examen des documents d'information continue et de prospectus. ACVM. (2024). *Présentation des ACVM*. <https://www.autorites-valeurs-mobilières.ca/survol/>

De plus, en matière de finance, cet élan envers la comptabilisation des émissions de GES est observée aussi par la création en Ontario d'un comité dédié à la modernisation des capitaux de marchés qui a rendu un rapport en 2021 (Capital Markets Modernization Taskforce, 2021). Il recommande entre autres d'obliger la divulgation ESG pour toutes les entreprises publiques, incluant les émissions de portée 1, 2 et 3.

En 2022, en matière de divulgation financière, le gouvernement fédéral s'engage à se tourner vers la divulgation obligatoire des risques financiers relatifs aux changements climatiques pour un large spectre de l'économie canadienne selon le cadre international du Groupe de travail sur l'information financière relative aux changements climatiques (TCFD) (Cartier, 2021; Gouvernement du Canada, 2022a). Ainsi, le pays se dirige vers des exigences de divulgation de ces facteurs axés sur les risques climatiques en finance pour une grande majorité des organisations. Pour que le langage de la finance verte soit commun aux organisations, le CAFD a reçu le mandat du gouvernement du Canada de travailler sur une feuille de route pour la réalisation d'une taxinomie pour définir les investissements verts et les investissements de transition. Il est recommandé ici que cette taxinomie, dans sa version finale, devrait être publiée au début de l'année 2025 (Conseil d'action en matière de finance durable, 2022).

En parallèle, les ACVM publient en 2022 l'Avis 81-334 portant sur les informations des fonds d'investissements au sujet des facteurs ESG dans lequel il est demandé aux fonds d'investissements d'utiliser le terme ESG dans leurs produits, uniquement lorsque celui-ci est pertinent et que de manière transparente il est conséquemment précisé les objectifs, les stratégies et les décisions qui permettent d'intégrer ces facteurs (ACVM, 2022a).

Enfin, en 2023, dans le cadre de la *Loi sur la protection de l'environnement*, le gouvernement peut demander à toute personne la divulgation de leurs émissions dont leurs émissions de gaz à effet de serre (Gouvernement du Canada, 2023a). Le *Règlement 51-120 relatif aux obligations d'information continue* des organisations listées sur les marchés publics comprend la nécessité de considérer les problématiques d'ordre environnemental et l'impact que cela peut avoir sur les activités aussi bien dans les notices annuelles que dans les discussions managériales (AMF, 2023).

Protection de l'environnement - L'incidence financière et opérationnelle des exigences en matière de protection de l'environnement sur les dépenses en immobilisations, le résultat net et la position concurrentielle de la société pendant l'exercice en cours ainsi que leur incidence prévue sur les exercices futurs (AMF, 2023, p. 110)

De plus, le CAFD a publié des recommandations concernant la divulgation de données des organisations exerçant au Canada. Parmi celles-ci, la nécessité des normes d'informations canadiennes de s'aligner avec la *International Sustainability Standards Board* (ISSB) est soulignée, notamment en ce qui concerne le besoin d'exiger les émissions de GES de portée 3 et non d'utiliser la règle « se conformer ou expliquer » à cet égard comme l'envisage l'ACVM. Le Conseil canadien des normes d'information sur la durabilité (CCNID) se chargera de l'intégration des ISSB au contexte canadien. Une autre recommandation importante du groupe faite au gouvernement est la préconisation d'une couverture complète des divulgations (à l'exception de certaines entités dont les risques et les opportunités climatiques sont moins importants). Les sociétés privées sont particulièrement visées puisqu'il est avancé que leur exclusion des exigences de divulgation limiterait la capacité du Canada à passer à une économie faible émission de carbone et le bâtiment est l'un des secteurs ciblés (Bardswick, 2023; Conseil d'action en matière de finance durable, 2023). Enfin, le bureau du surintendant des institutions financières du Canada a intégré la gestion des risques climatiques auprès des banques, des sociétés d'assurance vie et de secours mutuels, des sociétés d'assurance multirisque et des sociétés de fiducie et de prêts (BSIF, 2023). Elles doivent désormais communiquer des informations à cet effet pour notamment comprendre comment elle gère ces risques physiques et de transition, sur la nature, sur la gouvernance ou encore sur leur stratégie.

Résumé

La période 2016–2023 illustre une dynamique de consolidation progressive des politiques climatiques et financières au Canada, traduisant un passage graduel d'une phase de sensibilisation à une phase de normalisation et de régulation. Dès 2016, la transition vers une économie bas carbone s'impose comme priorité nationale, avec une première ouverture vers l'intégration de la biodiversité dans les politiques urbaines. La mise en place du Fonds pour une économie à faibles émissions de carbone en 2017 traduit cette volonté d'opérationnaliser la croissance propre. À partir de 2018, la finance durable devient un levier central : la création du GEFD constitue une étape structurante, dont les recommandations en 2019, accompagnées de la Loi sur la tarification de la pollution, posent les bases d'un cadre réglementaire cohérent. Les années suivantes confirment un élargissement du champ d'action : en 2020 et 2021, l'efficacité énergétique et les émissions des bâtiments deviennent un terrain privilégié d'intervention, à la fois fédéral et municipal, alors que la fixation de cibles nationales consolide la gouvernance climatique. La séquence 2022–2023 révèle un approfondissement qualitatif : l'électrification, la résilience climatique et l'intégration des facteurs ESG s'imposent comme des priorités systémiques, dépassant le seul secteur de l'énergie pour toucher l'ensemble de l'économie. La perspective d'un cadre unifié de résilience climatique

pour le bâtiment et la reconnaissance croissante de la biodiversité marquent un tournant, annonçant un durcissement des obligations de divulgation. Ainsi, l'évolution observée traduit non seulement une montée en puissance des instruments politiques et réglementaires, mais aussi une recomposition des attentes sociétales et institutionnelles : la durabilité n'est plus perçue comme un enjeu périphérique, mais comme une exigence structurante des politiques économiques et financières canadiennes.

4.4 Région Asie

Après l'Europe et l'Amérique du Nord, cette section portera sur deux juridictions asiatiques : le Japon et Singapour.

4.4.1 Japon

Il apparaît de prime abord important de préciser que le Japon a été l'un des premiers pays à intégrer des réglementations qui demande aux services publics, lors de la construction, de considérer l'utilisation cyclique des ressources (Environment Agency Japan, 2000).

Encadrement des actifs immobiliers

En 2015, les bâtiments sont directement visés par une loi portant sur l'amélioration de la consommation énergétique des nouveaux bâtiments ou des rénovations importantes qui vise aussi bien les bâtiments résidentiels que commerciaux (Institute for Building Environment and Energy Conservation, 2016). À partir de 2017, les bâtiments non résidentiels de plus de 2 000 m² sont contraints d'obtenir du gouvernement une évaluation de conformité ou la certification de conformité avec les normes d'efficacité énergétiques; les propriétaires des bâtiments résidentiels et non résidentiels de plus de 300 m² doivent notifier les autorités compétentes de leurs plans alors que pour les bâtiments de moins de 300 m², un architecte doit conseiller les propriétaires sur les mesures à prendre en matière de conservation énergétique.

En 2018, dans le cadre de ses plans, le gouvernement japonais entend aussi mettre l'accent sur la durabilité des bâtiments dans le temps en assurant une maintenance appropriée, en utilisant le mieux possible les bâtiments existants et en stimulant à grande échelle les constructions en bois (MOEJ, 2018a). Le ministère de l'environnement du Japon (MOEJ) a aussi publié des lignes directrices visant à promouvoir les pratiques de divulgation environnementale qui intègrent les indicateurs en matière de changement climatique, les émissions de GES (portée 1, 2 et 3), l'intensité d'émission de GES et la consommation d'énergie comprenant notamment le pourcentage d'énergie utilisée (MOEJ, 2018b). Ces lignes directrices

intègrent la publication d'éléments en lien avec la biodiversité dont l'impact des activités commerciales et industrielles sur la biodiversité, la dépendance de l'entreprise à la biodiversité, les actions qui contribuent à la conservation de la biodiversité et la description de la coopération avec des parties prenantes externes.

Par ailleurs, certaines grandes villes du pays ont fait preuve de dynamisme quant aux émissions de GES. La métropole de Tokyo a mis en place différents programmes dans cette optique comme le *Green Building Program*, le *Tokyo Cap & Trade Program* ou encore le *Carbon Reduction Reporting Program*. La métropole a aussi établi une politique d'adaptation aux changements climatiques qui prévoit une meilleure isolation des immeubles ou encore le développement des fonctions liées à la nature (Tokyo Metropolitan Government, 2018). La ville de Yokohama quant à elle a un plan d'action contre le changement climatique qui, bien que moins détaillé que celui de la ville de Tokyo, comporte certaines similitudes avec celui-ci dont la nécessité pour les organisations d'investir dans leurs actifs pour rendre ceux-ci « zéro émission » et la promotion de la production d'énergie renouvelable et locale (City of Yokohama, 2018).

En 2019, le gouvernement japonais cible de nouveau la promotion d'énergies renouvelables et en accompagne le développement par des programmes de financement destinés aux bâtiments existants. Ainsi, le gouvernement met une emphase particulière sur la production énergétique axée principalement sur les cellules photovoltaïques en les normalisant à tous les immeubles. Néanmoins, étant donné l'apport limité de celles-ci, elles seront couplées à des pompes à chaleur, à de la cogénération, à de la géothermie ou encore à des réseaux d'électricité et de chaleur (Government of Japan, 2019).

La ville de Tokyo semble s'aligner avec la politique nationale en adoptant une stratégie zéro émission qui prévoit que les immeubles, existants ou planifiés, soient « zéro émission » et que ceux-ci s'approvisionnent en énergie renouvelable et utilisent de manière optimale des matériaux avec de faibles émissions de CO₂ (Tokyo Metropolitan Government, 2019). Ces changements s'accompagnent d'aides financières pour les immeubles existants pour inciter leurs propriétaires à réaliser ces changements sur le plan énergétique. Dans ce cadre, l'Agence japonaise de financement de l'habitation doit offrir des aides financières sur les rénovations visant la rénovation énergétique des immeubles avec de faibles taux d'intérêt. Des aides au financement représentant de 1/3 à 2/3 du coût total selon le projet sont également proposées pour les rénovations relatives au remplacement des équipements existants pour l'efficacité-énergétique, l'introduction de maisons net-zéro énergie, la démonstration d'immeubles net-zéro énergie et les rénovations dans les maisons existantes pour utiliser des matériaux énergétiquement efficaces (IEA, 2019).

En 2020, le gouvernement du pays déclare officiellement son ambition de devenir carboneutre et publie des principes d'investissement responsables visant les investisseurs institutionnels. Ainsi, le Japon déclare officiellement qu'il vise la carboneutralité d'ici 2050 et la *Green Growth Strategy* est adoptée. Dans cette dernière l'immobilier détient une place importante puisqu'il constitue l'un des piliers dans lequel trois industries sont réunies : les logements/immeubles avec une gestion électrique de nouvelle génération, la circularité des ressources et les modes de vies qui y sont liés (Cabinet Secretariat *et al.*, 2020; METI, 2020).

En 2021, la stratégie de croissance verte est mise à jour avec des modifications permettant de mieux détailler la façon dont seraient entrepris les changements décrits dans la section intitulée *Housing and building (housing and buildings industry, next generation power management industry)*. Le gouvernement du pays a prévu de continuer à intégrer des contraintes réglementaires portant sur l'efficacité énergétique des immeubles aussi bien bâtis qu'à construire, sur la promotion des constructions en bois pour les immeubles non résidentiels aussi bien de hauteur moyenne que de grande hauteur, sur le développement d'un marché de l'énergie ainsi que sur la promotion de l'utilisation d'énergie produite localement pour sa consommation locale (Cabinet Secretariat *et al.*, 2021; METI, 2021). De plus, il est prévu qu'en 2030 tous les immeubles devront être construits selon un niveau de net zéro énergie et qu'en 2050, ce sont tous les immeubles, existants ou non qui devront l'être (Agency for Natural Resources and Energy, 2021).

En 2022, le gouvernement annonce qu'à partir de 2025, tous les nouveaux bâtiments au Japon, résidentiels ou non, doivent s'aligner sur les normes de conservation énergétique (Ministry of Agriculture Forestry and Fisheries, 2022). Aussi, en tant que signataire de la COP 15 sur la biodiversité de 2022, le pays doit protéger au moins 30% de ses terres et au moins 30% de ses océans. Aujourd'hui, ce sont respectivement seulement 20% et 13% qui le sont. Au-delà de ces espaces protégés au niveau national, le pays veut réaliser des OECM (*other effective area-based conservation measures*) comprenant les terres utilisées pour la prévention des catastrophes, les espaces verts en milieu urbain et les *satoyama*²⁸ (Reuters Plus, 2023).

Encadrement des organisations

En 2015, en ce qui a trait aux marchés financiers, la bourse de Tokyo publie son premier code de gouvernance corporatif exigeant du conseil d'administration de considérer les questions relatives à la

²⁸ Les *satoyama* sont des paysages ruraux souvent soutenus par des savoirs traditionnels qui préservent et même améliorent la biodiversité locale. Ils sont constitués de terrains mixtes pouvant combiner des terres agricoles, des forêts, des irrigations et des zones humides naturelles.

durabilité de nature, sociale et environnementale dans les décisions ainsi que d'adopter des mesures proactives prenant en compte les facteurs ESG et les parties prenantes (Tokyo Stock Exchange, 2015).

En 2017, les actions portent principalement sur la publication de guides officiels volontaires intégrant les enjeux de développement durable. Ainsi, le MOEJ élabore son premier *Green Bond Guidelines* qui est non contraignant et qui vise à promouvoir la visibilité et stimuler l'émission et l'investissement dans les obligations vertes. Les projets visés sont notamment en lien avec la protection de la biodiversité et l'adaptation aux changements climatiques (MOEJ, 2017). Les bâtiments en font partie, surtout dans les exemples de construction ou de rénovation visant l'efficacité énergétique. En parallèle, le gouvernement publie des lignes directrices, applicables volontairement, par les entreprises sur l'intégration ESG, la divulgation d'information non-financières et l'investissement dans les actifs intangibles (Ministry of Economy, 2017). Ces lignes directrices visent d'une part elles à guider la divulgation intégrée dans les entreprises, et d'autre part à faciliter la collaboration entre les entreprises et les investisseurs. Dans celles-ci, on retrouve les facteurs ESG matériels qui devraient être considérées par les investisseurs avec des perspectives long termes et qui représentent des risques et des opportunités.

En 2020, les investisseurs institutionnels se voient imposer un guide portant sur les PRI dans lequel il est précisé que les principes ont pour objectif de promouvoir la croissance durable et les investissements moyen et long terme (The Council of Experts on the Stewardship Code, 2020).

En 2021, dans le domaine des activités financières, la *Financial Services Agency* (FSA), le ministère de l'économie du commerce et de l'industrie (METI) et la MOEJ ont publié des lignes directrices portant sur la finance de transition climatique. Elles visent à fournir aux acteurs de la finance lors d'opération de levées de capitaux des références visant la transition climatique, permettant de mesurer la capacité stratégique de ces capitaux à contribuer à la réduction des émissions de GES et à long terme pour lutter contre le changement climatique et contribuer à l'atteinte d'une société décarbonée (FSA *et al.*, 2021). Il est intéressant de noter que bien que ces dispositions visent principalement le changement climatique, elles incluent une notion sociale. Malgré le fait que le concept de ESG n'ait pas été encore codifié au Japon, il existe plusieurs réglementations qui vont dans ce sens (Honda, 2023). Parmi celles-ci, la bourse de Tokyo a actualisé en 2021 son code de gouvernance d'entreprise s'appliquant aux entreprises listées ou sur des marchés régulés (Tokyo Stock Exchange, 2021). Dans cette mise à jour, il est précisé que les entreprises doivent prendre les mesures appropriées pour traiter des enjeux de développement durable, incluant les

enjeux environnementaux et sociaux, et considérer les risques climatiques en se basant sur les recommandations du référentiel de la TCFD.

En 2022, en matière de divulgation, les entreprises publiques doivent à partir de mars 2024 divulguer des informations sur les facteurs ESG puisque la FSA a élaboré et établi une réglementation qui va dans ce sens et qui demande aux organisations d'intégrer des éléments de développement durable dans les rapports annuels en se basant sur la TCFD et intégrant les émissions de GES de portée 1, 2 et 3 (Financial Services Agency, 2022; Fuminaga et Nagano, 2022).

Enfin, en 2023, les fiducies de placement doivent à leur tour divulguer la manière dont elles considèrent les facteurs ESG et des mesures supplémentaires sont prises à l'égard des gros pollueurs. Ainsi, la FSA a également prévu de publier une réglementation demandant aux fiducies de placement de divulguer les facteurs ESG qu'elles considèrent dans leur processus d'investissement. Dans la mesure où l'objectif du fonds est d'avoir un impact environnemental, il doit démontrer comment il le mesure et le considère ou encore les objectifs fixés (Financial Services Agency, 2023).

Les entreprises japonaises, publiques ou privées, émettant 3 000 tonnes ou plus de GES par an du fait de leurs activités commerciales et qui utilisent au total 1 500 kilolitres ou plus d'énergie équivalente au pétrole brut au cours d'une année, doivent mesurer, limiter et divulguer leurs émissions de GES par l'entremise de deux réglementations permettant de lutter contre les émissions de GES et la rationalisation de l'utilisation de l'énergie (Akahane *et al.*, 2021; Ministry of Economy Trade and Industry, 2023).

Résumé

Entre 2015 et 2023, le Japon a progressivement renforcé son cadre réglementaire et institutionnel en matière de durabilité, avec un accent particulier sur l'efficacité énergétique, la gouvernance des entreprises publiques et l'intégration des facteurs ESG. Dès 2015, les autorités publiques s'engagent à réduire la consommation énergétique des bâtiments existants ou rénovés, tout en promouvant l'intégration des questions de développement durable dans la gouvernance des entreprises publiques. En 2017, l'action gouvernementale se traduit par la publication de guides officiels volontaires visant à intégrer les enjeux de durabilité. L'année 2018 marque une intensification des efforts à l'échelle locale : certaines villes adoptent des politiques de réduction des émissions de GES, incluant explicitement le secteur immobilier. Le Japon commence également à traiter de manière plus systématique les émissions des bâtiments, en y associant les enjeux de biodiversité. En 2019, le gouvernement relance la promotion des

énergies renouvelables, en soutenant leur développement par des programmes de financement spécifiquement destinés aux bâtiments existants. À partir de 2020, le rôle des investisseurs institutionnels est encadré plus strictement avec l'adoption d'un guide relatif aux PRI. En 2021, le gouvernement annonce des contraintes accrues en matière d'efficacité énergétique des immeubles et de production locale d'énergie, dans la perspective de l'objectif de neutralité carbone. Parallèlement, le secteur financier se voit imposer des lignes directrices sur la transition climatique et de nouvelles exigences environnementales. En 2022, les autorités resserrent encore les standards énergétiques applicables aux bâtiments et mettent en œuvre des mesures additionnelles de protection de la biodiversité. Un projet de loi vise par ailleurs à contraindre les entreprises publiques à intégrer formellement les facteurs ESG. Enfin, en 2023, les fiducies de placement sont à leur tour soumises à des obligations de divulgation sur leur prise en compte des facteurs ESG, tandis que des mesures plus strictes ciblent directement les grands pollueurs.

4.4.2 Singapour

Après les géants de l'économie mondiale qui ont été étudiés précédemment, il peut paraître étonnant de voir Singapour dans cette étude. Bien que ce choix ait été expliqué par les critères présentés au chapitre méthodologique, il convient de mentionner qu'il s'agit de l'un des marchés financiers les plus importants de la planète occupant la 3^e place d'après le *Global Financial Center Index* de 2022 (Yen et CDI, 2022).

Avant d'en arriver à la période 2015-2023, il semble important de préciser que la Cité-État, par l'entremise de la *Building and Construction Authority* de Singapour, a lancé en 2005 la *Green Mark Certification Scheme* qui a pour but d'évaluer l'impact et la performance environnementale d'un immeuble. Ce système comprend entre autres la conception adaptée au climat, la performance énergétique des bâtiments, la gestion des ressources, et le bâtiment intelligent et sain (Building and Construction Authority, 2025).

Encadrement des actifs immobiliers

En 2017, le pays vise directement les bâtiments avec une réglementation imposant aux propriétaires immobiliers d'intégrer des surfaces végétalisées (Urban Redevelopment Authority, 2017). Les nouveaux développements immobiliers doivent comprendre un plan de remplacement de la surface naturelle totale ayant été détruite par leur développement par l'entremise de toits verts, de murs végétalisés, d'espaces d'agriculture urbaine, etc. Un minimum de 40 % de remplacement de l'espace perdu doit être végétalisé, les 60% restants peuvent être remplacés par l'aménagement paysager qui peut être constitué d'installations communes telles que des places événementielles, des jeux d'eau et des terrains de jeux.

Cependant, la proportion des 60% restants non utilisés pour l'aménagement paysager doit être végétalisée (Urban Redevelopment Authority, 2014a, 2014b, 2017). Il est intéressant de noter qu'une telle réglementation pousse à la densification, car si un terrain entraînant la perte de 1 000 m² de végétalisation est développé, que l'immeuble fasse 20 000 m² ou 100 000 m² de surface, ce seront toujours 1000 m² qui devront être remplacés.

En 2021, le gouvernement élabore aussi son plan vert pour 2030 où il annonce notamment son ambition d'utiliser de la manière la plus optimale possible les toits pour développer l'énergie solaire et pour rendre les bâtiments plus écoénergétiques, aussi, il a pour ambition de rendre l'espace plus résilient en verdissant les façades des bâtiments et en utilisant des matériaux avec un effet d'albedo fort (Singapore Green Plan 2030, 2024). C'est dans cette optique qu'un plan dédié aux bâtiments a été publié, la *Singapore Green Building Master plan* (Building and Construction Authority et Singapore Green Building Council, 2022). Il se base sur l'atteinte de trois objectifs : 80% des nouveaux développements doivent être classés *Super Low Energy*, 80% d'amélioration sur le plan de l'efficacité énergétique par rapport aux niveaux de 2005, mais aussi 80% des surfaces de plancher brute du pays devant répondre aux exigences environnementales de la *Green Mark Certification* d'ici 2030. Cela met toujours plus de pression sur les actifs en immobilier, d'autant plus que la certification *Green Mark* évolue aussi vers une intégration et une vision plus large de l'immeuble en ayant pour facteur clé la conception dans un but de maintien, la réduction du carbone incorporée tout au long du cycle de vie d'un bâtiment, l'utilisation des technologies intelligentes, l'amélioration de la résilience d'un bâtiment au changement climatique et la création d'environnements plus sains pour les utilisateurs du bâtiment pour inciter les bâtiments en construction ou avec des grandes rénovations à aller au-delà du minimum réglementaire (Building and Construction Authority, 2021).

Encadrement des organisations

Dès 2016, la *Monetary Authority of Singapore* (MAS) et la *Singapore Exchange* soutiennent le développement des *Principes de gestion de Singapour pour les investisseurs responsables*. Ils visent à promouvoir l'engagement actionnarial des investisseurs institutionnels en mettant notamment l'accent sur la dimension long terme des investissements et la transparence (Stewardship Asia Centre, 2016).

En 2018, l'intérêt du pays porte sur la considération de la dimension long terme de la part des entreprises publiques ainsi que sur l'instauration d'une tarification du carbone. Ainsi, la MAS a élaboré un nouveau code de la gouvernance d'entreprise, auquel toute entreprise inscrite à la bourse de Singapour doit se

conformer (MAS, 2018). Celui-ci reprend notamment la nécessité pour les entreprises de considérer la valeur long terme des actionnaires dans le cadre de leurs activités en intégrant notamment des bonnes pratiques de gouvernance, de comptabilité, de transparence et de développement durable. Cette même année le gouvernement de la Cité-État adopte la *Carbon Pricing Act* permettant de mettre un prix sur les émissions carbone et demandant aux installations émettant plus de 25 000 tonnes de CO₂/an de payer 5 \$ SG par tonne émises au-dessus de cette limite (Republic of Singapore, 2018).

En 2019, la MAS a également créé la *Green Finance Industry Taskforce* (GFIT) qui vise à faire de Singapour entre 2019 et 2023 le 1^{er} hub financier pour la finance verte et durable en Asie, à faire de la finance verte et durable un élément clé de son agenda en matière de durabilité et d'identifier les meilleures pratiques mesure et ressources nécessaires au développement d'un écosystème financier dans le pays (MAS, 2024).

En 2020, le pays se concentre sur la gestion du risque environnemental pour tous les grands acteurs financiers par l'entremise de la MAS qui publie des lignes directrices en la matière à l'attention des gestionnaires d'actifs, des banques et des assureurs (MAS, 2020a, 2020b, 2020c; PwC, 2022a). Ces lignes directrices doivent être respectées par ces acteurs, elles les obligent notamment à divulguer leur approche en matière de gestion environnementale de manière claire en considérant les changements climatiques et la perte de biodiversité. Pour ce faire, ils peuvent se baser sur les recommandations de la TCFD.

En 2021, la GFIT publie sa première proposition de taxinomie environnementale intégrant les objectifs de l'atténuation et l'adaptation aux changement climatique, la protection de la biodiversité et la résilience des ressources (GFIT, 2021; MAS, 2024). Le secteur immobilier est visé en mettant principalement de l'avant la certification *Green Mark* et les équipements énergétiques.

En 2022, la proposition de la taxinomie est peaufinée alors que l'intégration des facteurs ESG en tant que risques matériels est conseillée. À cet effet, la GFIT soumet une nouvelle proposition de taxinomie avec des modifications portant sur certains objectifs (GFIT, 2022). Les éléments liés au climat restent les mêmes, cependant, la protection de la biodiversité devient la protection des écosystèmes sains et de la biodiversité, la résilience des ressources devient la promotion de la résilience des ressources et de l'économie circulaire alors qu'un nouvel axe est mis de l'avant, soit la prévention et le contrôle de la pollution.

Toujours appuyé par la MAS et la *Singapore Exchange*, une seconde version des Principes de gestion de Singapour pour les investisseurs responsables est publiée (Stewardship Asia Centre, 2022). Par rapport à

la version de 2016, elle ne s'arrête pas à l'unique dimension long terme de l'investissement, elle assimile aussi l'intégration des facteurs ESG dans la prise de décision des investisseurs en incluant la notion de risques matériels que les risques environnementaux peuvent représenter.

Enfin, en 2023, une emphase considérable est mise sur la divulgation des facteurs ESG des organisations, lesquelles deviennent de plus en plus nombreuses à devoir considérer les risques climatiques dans leurs publications et leurs rapports annuels. Le code sur la gouvernance d'entreprise est amendé, pour y inclure l'intégration de la protection des intérêts long terme des actionnaires et de toutes les parties prenantes affectées par les activités d'une organisation. Il demande aussi aux organisations d'être plus transparentes et plus portées sur le développement durable pour être considérées comme ayant de bonnes pratiques en matière de gouvernance d'entreprise (MAS, 2023). La bourse de Singapour a également publié un guide portant sur la divulgation en matière de développement durable, puisque toutes les entreprises listées à la bourse doivent publier un rapport annuel sur ce sujet. Le rapport doit contenir entre autres : les facteurs ESG considérés comme étant matériels; les risques et opportunités liés aux changements climatiques (basés sur la TCFD); les politiques, pratiques et performances en matière de développement durable; les objectifs de développement durable; le cadre de référence ainsi qu'une déclaration de la considération de ces éléments par le conseil d'administration dans la stratégie de l'organisation et l'explication sur la façon dont les organes de gouvernance assurent cette prise en compte (SGX Group, 2022). Il est prévu que la réglementation se resserre à cet égard en s'éloignant du « *Comply or explain* » pour tendre vers le « *Comply* » pour certaines industries (Bloomberg Professional Services, 2023). Cela ne s'arrête pas là puisqu'il des propositions ont été réalisées par la bourse de Singapour et l'autorité comptable du pays pour étendre la divulgation climatique à toutes les entreprises, qu'elles soient publiques ou privées. Il est plus particulièrement prévu que ces informations soient divulguées par l'entremise des standards ISSB dès l'année 2025 pour les entreprises publiques et dès l'année 2027 pour toutes les entreprises privées ayant des revenus de 1 milliards \$ SG (Accounting and Corporate Regulatory Authority, 2023).

Résumé

L'évolution des politiques de durabilité de Singapour, la Cité-État entre 2016 et 2023 met en évidence un élargissement progressif du champ d'action et un renforcement de l'intégration des facteurs ESG dans la régulation économique et financière. Dès 2016, les autorités publiques promeuvent l'activisme actionnarial des investisseurs institutionnels en insistant sur une vision de long terme et sur la transparence des pratiques. L'année suivante, en 2017, la régulation cible directement le secteur

immobilier en imposant aux propriétaires d'intégrer des surfaces végétalisées dans les projets, amorçant ainsi une approche combinant durabilité urbaine et performance environnementale. En 2018, l'attention se déplace vers les entreprises publiques, qui sont invitées à démontrer leur capacité à intégrer une perspective de long terme, parallèlement à l'instauration d'un mécanisme national de tarification du carbone. En 2019, la création de la GFIT marque une étape structurante dans l'institutionnalisation de la finance verte et durable. À partir de 2020, la gestion des risques environnementaux devient un impératif pour l'ensemble des grands acteurs financiers, consacrant l'ESG comme dimension incontournable de la stabilité du système. En 2021, les normes appliquées au secteur du bâtiment se durcissent en intégrant explicitement le cycle de vie du carbone et la résilience climatique, tandis que la volonté de développer des sources locales d'énergie renouvelable est affirmée. L'année 2022 voit le perfectionnement d'un projet de taxinomie nationale, parallèlement à la reconnaissance des facteurs ESG comme risques matériels à prendre en considération. Enfin, en 2023, la régulation insiste sur la divulgation des informations ESG : un nombre croissant d'organisations est désormais contraint de rendre compte des risques climatiques dans ses publications et rapports annuels, confirmant une convergence vers une transparence accrue et une gouvernance alignée sur la durabilité.

4.5 Région Océanie

La dernière section de ce chapitre traite de l'Océanie. Le cadre des deux grandes puissances régionales seront étudiés soit celui de l'Australie et celui de la Nouvelle-Zélande.

4.5.1 Australie²⁹

Avant de commencer à étudier la période d'intérêt, soit celle allant de 2017 à 2023, il est important de préciser que l'Australie s'est dotée en 2010 d'une loi sur la divulgation de l'efficacité énergétique spécifique aux bâtiments qui comprend un programme de divulgation, le *Commercial Building Disclosure*, pour les immeubles commerciaux par l'entremise d'un certificat d'efficacité énergétique (Australian Government, 2025; Parliament of Australia, 2010). Elle s'applique aux immeubles de 1 000 m² ou plus. Les propriétaires doivent obtenir et divulguer une cote d'efficacité énergétique à jour via l'obtention d'un

²⁹ Pour rappel, lorsqu'on parle de l'Australie dans le corps du texte, on réfère aux instances fédérales et non à celles des États et Territoires (Nouvelles-Galles du Sud, Queensland, Victoria, Australie-Méridionale, etc.). Lorsqu'un État où une ville fait l'objet d'un aparté, cela est mentionné.

certificat et inclure la classification *National Australian Built Environment Rating System* (NABERS) Energy Star du certificat dans toute annonce de vente, de location ou de sous-location de bureau.

Encadrement des actifs immobiliers

En 2018, la ville de Melbourne, s'est munie d'une stratégie visant à atténuer les effets du changement climatique (City of Melbourne, 2018). Dans celle-ci, la ville mentionne l'immobilier comme un secteur stratégique et prévoit notamment de plaider pour la divulgation de consommation énergétique des bâtiments commerciaux ainsi que pour la transition du gaz à l'électricité, d'accélérer des programmes d'efficacité énergétiques ou encore d'adopter des principes d'économie circulaires.

En 2019, en matière de biodiversité, il n'y a pas de réglementation spécifique aux immeubles, néanmoins dans le plan pour la nature prévue jusqu'en 2030, le gouvernement évoque le besoin de protéger et de restaurer les milieux humides, les végétaux natifs en milieu urbain et des initiatives de verdissement urbain. Il anticipe même la divulgation de la performance environnementale des organisations et des commerces dans le cadre de leurs activités et de leurs investissements (Commonwealth of Australia, 2019).

En 2021, la ville de Sydney a élaboré une stratégie environnementale (City of Sydney, 2021a). Elle prévoit que les nouveaux immeubles répondent à des standards couvrant l'efficacité énergétique ainsi que la production locale et délocalisée d'énergie renouvelable. Pour les immeubles existants, la ville demande la divulgation obligatoire des performances des immeubles à l'aide de l'outil NABERS ou *Green Star*, la nécessité de respecter les divulgations relatives à la TCFD ainsi que le *Global Environmental, Social and Governance Benchmark for Real Assets*. Aussi, certains programmes comme le *Better Building Partnership* ou le *CitySwitch* ont été mis en place pour stimuler la collaboration des acteurs immobiliers en matière de durabilité. De plus, la ville souligne son intention de continuer à améliorer l'efficacité de la gestion de l'énergie, de l'eau et des déchets dans les immeubles existants tout comme la nécessité de réduire le carbone intrinsèque des nouvelles constructions et toute la notion d'économie circulaire qui l'entoure.

En matière de biodiversité, la ville a émis une stratégie dans laquelle elle souhaite mener des actions lui permettant d'augmenter la quantité et la qualité de toits verts et de murs verts tout comme la canopée dans la ville et cela même au sein des immeubles existants (City of Sydney, 2021b).

En 2022, le Code national de construction australien est publié et est entré en application le 1^{er} mai 2023 à l'exception des provisions sur l'efficacité énergétique, la condensation et l'habitabilité des logements qui

s'appliquent le 1^{er} octobre 2023 (Australian Building Codes Board, 2022). Une avancée considérable sur la notion d'efficacité énergétique a été réalisée depuis la version précédente. L'efficacité énergétique est considérée comme un moyen de réduire les émissions de GES tout en limitant la précarité énergétique. Les exigences portent notamment sur la gestion des pics de demandes énergétique, l'enveloppe du bâtiment, l'isolation du bâtiment, les systèmes d'air climatisé, chauffage et ventilation ainsi que les lumières. Un autre changement notable est l'obligation de considérer l'installation de panneaux solaires et de batteries pour stocker l'énergie dans les nouveaux bâtiments (Calcs, 2023; Cowell Clarke, 2022).

Ces actions s'alignent avec la déclaration du gouvernement australien sur les changements climatiques qui inclut la responsabilité de modifier les normes et la réglementation pour s'assurer que les bâtiments soient construits et utilisés d'une manière alignée avec les objectifs net zéro du pays (Australian Government, 2022a). Après la ville de Sydney, c'est Melbourne qui envisage que les bâtiments de la ville soient à émissions nettes zéro d'ici 2040 (City of Melbourne, 2022). Afin d'atteindre cet objectif le conseil de la ville a émis des propositions comprenant la mise en place de plafonds d'émissions de GES pour les bâtiments.

Encadrement des organisations

En 2015, la *Financial Services Council* (FSC) et la *Australian Council of Superannuation Investors* (ACSI) ont publié un guide de divulgation ESG pour les entreprises australiennes (FSC et ACSI, 2015). Dans ce document, les deux entités reconnaissent l'importance des facteurs ESG pour la performance financière aussi bien à court qu'à long terme. Bien que volontaire, les questions climatiques sont mises de l'avant avec la publication d'émissions carbone directes et indirectes et l'exposition aux risques climatiques. Ce document conseille aussi de considérer des politiques et des mécanismes permettant de cibler l'impact sur la biodiversité. Aussi, c'est la première année où toutes les organisations listées à la bourse australienne doivent divulguer leurs expositions matérielles aux risques économiques, environnementaux et sociaux (ASX Corporate Governance Council of Institutional Investors, 2014).

En 2017, la FSC publie un document obligeant les gestionnaires d'actifs à adopter des normes de haut niveau en matière de gouvernance comprenant l'adoption dans leurs activités d'une approche pertinente considérant des facteurs ESG et la mesure dans laquelle ceux-ci influencent les décisions d'investissement et l'engagement de l'entreprise (Minter Ellison, 2017). Sur le plan des activités financières, l'*Australian Securities and Investment Commission* (ASIC) publie à son tour le code d'intendance pour le gestionnaire d'actifs. Il s'agit d'un cadre volontaire qui n'engage que les investisseurs qui le signent (ASIC, 2018). Les

enjeux climatiques ou de biodiversité ne sont pas directement abordés, l'accent étant plutôt mis sur les objectifs à long terme et l'engagement actionnarial.

En 2019, en matière de divulgation, l'ASIC a publié la quatrième édition des lignes directrices en matière de gouvernance que les entreprises listées doivent suivre à partir de 2020. Il y est précisé que les entités listées doivent divulguer toute exposition matérielle au niveau du secteur d'activités mais également des activités propres à l'organisation représentée par les risques environnementaux ou sociaux et la manière dont ils sont gérés (ASX Corporate Governance Council of Institutional Investors, 2019; Australian Securities & Investments Commission, 2019a, 2019b; Norton Rose Fulbright, 2021). Ces informations doivent être intégrées dans les rapports annuels.

En 2021, la *Australian Prudential Regulation Authority* (APRA) publie un guide de pratiques prudentielles portant sur les risques climatiques qui vise à aider les institutions financières assujetties à considérer les risques physiques, de transition et légaux (Australian Prudential Regulation Authority, 2021).

En 2022, on voit apparaître une proposition de loi très importante pour réglementer les obligations de divulgation sur les marchés. La deuxième consultation sur la *Climate-Related Financial Disclosure* a reçu un soutien très favorable des répondants (Australian Government, 2022b). Faisant suite à l'engagement du gouvernement d'assurer plus de transparence aux investisseurs, la réglementation vise à demander aux grandes entreprises, publiques ou privées, et aux institutions financières de divulguer les plans de transparence et de comptabilité ainsi que les risques et les opportunités financières liés aux changements climatiques (Australian Government, 2023a). Des normes devraient être développées pour préciser les éléments de divulgation en adoptant plutôt une approche de matérialité financière, même si la double matérialité n'est pas totalement exclue. Cette réglementation viserait trois groupes d'organisation basés sur le respect de deux critères sur trois portant sur la taille humaine, des actifs et des revenus. Ainsi, les organisations font partie du groupe 1 si elles ont 500 employés ou plus, des actifs (comptabilisant ses filiales) d'un milliard \$ AU ou plus et des revenus consolidés de 500 millions \$ AU ou plus. Les organisations font partie du groupe 2 si elles ont 250 employés ou plus, ont des actifs (comptabilisant ses filiales) de 500 millions \$ AU ou plus, et des revenus consolidés de 200 millions \$ AU ou plus. Elles font partie du groupe 3 si elles ont 100 employés ou plus, des actifs (comptabilisant ses filiales) de 25 millions \$ AU ou plus et des revenus consolidés de 50 millions \$ AU ou plus. Les organisations du groupe 1, 2 et 3 seraient respectivement soumises à ces divulgations dès 2024/2025, dès 2026/2027, et dès 2027/2028.

Enfin, en 2023, la *Australian Treasury* publie une consultation dans le cadre de sa stratégie en finance énumérant l'intégration d'un système de label pour les produits d'investissement responsable (Australian Government, 2023c).

Résumé

Entre 2015 et 2023, l'Australie a progressivement consolidé son cadre de durabilité en combinant régulation financière, exigences de divulgation et normes appliquées au secteur immobilier. Dès 2015, les autorités financières reconnaissent explicitement l'importance des facteurs ESG pour la performance des entreprises, et imposent aux sociétés cotées à la bourse australienne de nouvelles obligations en matière de divulgation du développement durable. En 2017, la FSC renforce ce mouvement en publiant un document exigeant des gestionnaires d'actifs qu'ils adoptent des standards de haut niveau en matière de gouvernance. L'année 2018 marque un tournant au niveau local : la ville de Melbourne impose des mesures visant directement la performance énergétique et la circularité des bâtiments, tandis que, sur le plan financier, l'attention se déplace vers les enjeux de long terme pour les gestionnaires d'actifs. En 2019, les politiques publiques mettent l'accent sur des initiatives de verdissement urbain et annoncent de nouvelles exigences en matière de divulgation des risques environnementaux. En 2021, un guide volontaire de pratiques prudentielles visant les institutions financières est publié alors qu'au niveau local, la ville de Sydney a élaboré une stratégie environnementale. 2022 constitue une année particulièrement dynamique. Dans le secteur immobilier, des normes contraignantes en matière de performance énergétique des bâtiments sont intégrées à la réglementation, dans l'objectif d'atteindre la neutralité carbone. En parallèle, sur le plan financier, des propositions de normes de divulgation fondées sur le principe de simple matérialité sont introduites, s'appliquant à une très grande partie des acteurs économiques. Cette double dynamique témoigne d'un alignement croissant entre politiques urbaines et exigences financières, convergeant vers une gouvernance intégrée de la durabilité. Enfin, en 2023, le travail se poursuit avec une consultation visant à labelliser les produits d'investissement responsable.

4.5.2 Nouvelle-Zélande

La Nouvelle-Zélande n'a pas été une juridiction extrêmement proactive pendant la période étudiée à l'égard de la thématique étudiée avec aucun évènement noté entre 2015 et 2019. Il n'en est pas moins, que son développement est intéressant.

Encadrement des actifs immobiliers

En 2020, le gouvernement du pays publie une loi portant sur la planification urbaine alors que la ville la plus importante du pays développe son plan climatique dans lequel la performance énergétique des bâtiments joue un rôle central.

Le pays se dote d'une loi sur la planification urbaine qui traite notamment des enjeux d'émission de GES aux côtés de problématiques d'ordre social (Ministry of Housing and Urban Development, 2024; Parliament of New Zealand, 2020). Certains projets spéciaux tels que les espaces verts bénéficient de processus et de financements particuliers.

La ville de Auckland de son côté s'est munie d'un plan climatique qui compte fortement sur les bâtiments (Auckland Council, 2020). Dans celui-ci, la ville fixe des cibles importantes : 1) avoir rénové 50% des immeubles résidentiels et commerciaux d'ici 2030 et 100% d'ici 2050; 2) remplacer 75% des chauffages au gaz par des pompes à chaleur électriques d'ici 2030 et 100% d'ici 2050; 3) remplacer 50% des chauffe eaux à gaz par des modèles électriques d'ici 2030 et 100% d'ici 2050; 4) et enfin réaliser 40% des nouvelles constructions sous la forme de *Transit Oriented Area* d'ici 2030 et 65% d'ici 2050.

Pour atteindre ces objectifs, la ville mentionne qu'il lui sera nécessaire de porter son intérêt sur diverses thématiques touchant aux bâtiments dont l'amélioration significative de leur performance énergétique et leur probabilité d'inondation. L'intention est notamment de revoir la manière dont les bâtiments sont conceptualisés, gérés et rénovés en demandant entre autres aux propriétaires de bâtiments de considérer les impacts générés tout au long du cycle de vie de l'immeuble et l'économie circulaire par la réutilisation des matériaux. Les bâtiments existants sont affectés par l'ambition de rénovation importante avec des mesures d'isolation, de chauffage et de lumières efficaces, de génération d'énergie renouvelable, d'électrification, ou encore des mesures de toits productifs (électricité, verdure, etc.).

En 2022, des amendements apportés au *Building Act* obligent maintenant les propriétaires immobiliers à se soumettre à une évaluation énergétique obligatoire de leurs immeubles ainsi qu'à des règles sévères en matière des déchets liés aux projets de construction (des travaux inclus) et de déconstruction avec la nécessité de réaliser un plan de réduction des déchets (Parliament of New Zealand, 2004). Ce plan de réduction devra contenir des éléments tels que la réutilisation des matériaux dans le projet en question ou à l'échelle locale ou encore le recyclage (Woods, 2022).

Le pays prévoit également de mettre en place des réglementations pour rendre les immeubles plus résilients face aux changements climatiques (Ministry for the Environment, 2022). Parmi les objectifs du gouvernement il est possible de retrouver la réduction et la gestion des impacts climatiques sur les immeubles, la réforme du système de gestion des ressources ou encore l'identification des options pour augmenter l'intégration de solutions basées sur la nature dans les milieux urbains. Parmi les moyens d'arriver à la réalisation de ces actions, il est possible de retrouver la mise à jour des exigences réglementaire et la mise à jour des paramètres urbains notamment.

Enfin, en 2023, diverses lois portant sur le climat et l'environnement visant fortement la performance énergétique bâtiments sont publiées. Ainsi, dans le cadre des derniers amendements anticipés au *Building Act*, il est prévu d'obliger l'obtention de cotes de performance énergétique pour les bâtiments publics, industriels et résidentiels à grande échelle, nouveaux et existants (tels que les immeubles d'habitation à plusieurs étages); d'exiger que ceux qui envisagent d'entreprendre certains travaux de construction ou de démolition aient un plan de minimisation des déchets; et de modifier les principes et les objectifs de la loi sur le bâtiment, afin de clarifier que le changement climatique est une considération clé (New Zealand Government, 2023). Aussi, différents éléments se concrétisent notamment par des travaux effectués dans le but de créer une loi sur l'adaptation climatique intégrant entre autres la possibilité d'élever le niveau du sol des bâtiments dans les zones inondables ou encore la prise en considération des impacts écologiques des nouveaux bâtiments (Peart *et al.*, 2023). Cette concrétisation passe également par la loi sur l'environnement naturel et bâti, définissant les limites naturelles et imposant des cibles, qui sera intégré par amendement à la loi sur la planification spatiale (Parliament of New Zealand, 2023a, 2023b).

Encadrement des organisations

En 2021, suite à une modification de la *Financial Market Conduct Act* (Parliament of New Zealand, 2013), les émetteurs d'actions et de dette avec des marchés de plus de 60 millions de NZD et les institutions financières (banques, assurances, émetteurs de crédit, etc) ayant plus de 1 milliards NZD d'actifs devront obligatoirement, à partir du 1^{er} janvier 2023, divulguer les informations liées au climat, les grandes sociétés immobilières sont aussi citées. Elle les oblige à penser pour évaluer sérieusement les questions climatiques à l'égard des risques et des opportunités qu'ils représentent pour eux (Parliament of New Zealand, 2021).

Enfin en 2022, sur le plan financier, d'après la *External Reporting Board* (XRB), qui a la charge d'élaborer les normes de divulgation, les entreprises doivent divulguer comment les organes de gouvernance et la

haute direction considèrent les risques et opportunités liées aux changements climatiques et comment ils sont considérés dans la stratégie (XRB, 2022). De plus, ils doivent décrire comment les risques physiques et de transition sont considérés en sus des risques financiers et comment les risques climatiques sont gérés.

Résumé

En 2020, le gouvernement de Nouvelle-Zélande adopte une loi en matière de planification urbaine, tandis que la principale ville du pays présente un plan climatique dans lequel la performance énergétique des bâtiments occupe une place centrale. En 2021, une obligation de divulgation des émissions de GES est imposée aux acteurs de marché de taille significative, renforçant la transparence en matière climatique. L'année 2022 se distingue par une intensification des mesures : le gouvernement poursuit ses efforts en rendant obligatoire l'évaluation énergétique de certains bâtiments et annonce l'intégration prochaine de la résilience climatique dans les normes de construction. Parallèlement, de nouvelles exigences de divulgation sont imposées aux entreprises, élargissant le champ de la régulation. Enfin, en 2023, plusieurs lois relatives au climat et à l'environnement sont adoptées, accordant une importance accrue à la performance énergétique des bâtiments et confirmant la centralité de ce secteur dans la stratégie nationale de transition durable.

4.6 Synthèse

Après avoir décrit les différents cadres institutionnels, politiques, légaux et réglementaires des neuf juridictions étudiées entre 2015 et 2023, ceux-ci vont être synthétisés et visualisés afin de comprendre les convergences communes à chacune de ces juridictions.

On peut d'ores et déjà constater que plusieurs de ces juridictions avaient déjà entrepris, avant même la période de référence propre à cette recherche, certaines actions affectant les enjeux de lutte contre les changements climatiques. Elles avaient notamment adopté des réglementations contenant des obligations de divulgation démontrant ainsi une prise de conscience quant à la matérialité financière de l'enjeu environnemental en tant que tel pour la pérennité de certains acteurs économiques et un accroissement de l'intérêt pour la performance énergétique de certaines catégories de bâtiments. Cela s'observe notamment dans l'UE, au Royaume-Uni et au Canada avec l'obligation pour certains acteurs économiques spécifiques de considérer les risques environnementaux. Les États-Unis ont eux aussi mis de l'avant la question de la matérialité mais de manière plus précise puisqu'elle porte sur la question des risques climatiques. Pour Singapour et l'Australie, il s'agit plutôt d'évaluer la performance énergétique de

certaines bâtiments à l'aide de certifications développées par le gouvernement. Enfin, le Japon avait déjà imposé la prise en considération de la circularité en construction pour ses bâtiments gouvernementaux.

L'année 2015 est marquée par une activité inégale des actions prises à l'égard de la thématique étudiée qui peut s'expliquer en partie par le développement de l'Accord de Paris et des ODD annoncés en fin d'année. Néanmoins, les juridictions ayant entrepris des actions ont un intérêt commun pour la performance énergétique des bâtiments, qu'il s'agisse de l'annonce du respect de normes minimales dans le futur au Royaume-Uni et au Japon ou des nouvelles normes d'équipement de bâtiment aux États-Unis. Au Japon et en Australie, on dénote aussi une action visant le secteur de la finance ciblant particulièrement les entreprises publiques et reconnaissant de manière volontaire l'importance du développement durable et des facteurs ESG pour la performance financière. Ce dernier point permet de gagner en cohérence avec les réglementations prises précédemment sur la matérialité financière de l'aspect environnemental. L'importance de l'Accord de Paris comme moment charnière a été confirmée par les experts interrogés dans le cadre d'entrevues confirmatoires. L'un d'eux a notamment mentionné que son organisation « est partie d'à peu près rien en 2015 » en matière d'intégration climatique, l'Accord de Paris constituant le point de départ d'une évolution progressive s'étendant sur la décennie suivante. Un autre expert a caractérisé la période 2015-2023 comme « absolument charnière dans l'évolution des sujets à l'échelle de la planète », soulignant ainsi le caractère déterminant de cette période pour la transformation des pratiques de gouvernance ESG dans le secteur de l'investissement immobilier. Le rôle des événements internationaux tels que les COP a toutefois été relativisé par un expert interrogé, qui a caractérisé ces grandes instances comme « presque le cercle le plus large qui donne une espèce d'air du temps », mais a insisté sur le fait que « ce qui compte vraiment, c'est la déclinaison réglementaire dans les pays dans lesquels on investit ». Selon cet expert, « l'existence de ces grandes instances permet de brasser un certain nombre d'idées, elle permet d'influencer les réglementations à plus ou moins long terme », mais l'impact concret sur les pratiques des investisseurs dépend ultimement de la traduction de ces engagements dans les cadres réglementaires et des « objectifs d'investissement et profil rendement-risque » spécifiques à chaque organisation. Il n'en est pas moins que « ces grands engagements internationaux sont un jalon important pour soutenir la mobilisation des investisseurs institutionnels sur les sujets du climat, de la durabilité. ».

Comme pour l'année 2015, les prises de décision à l'égard des enjeux étudiés en 2016 ne se manifestent pas à travers toutes les juridictions. On remarque la constance de l'intérêt pour la question de la

performance énergétique des bâtiments, comme c'est le cas en Norvège et aux ÉU aussi bien au niveau national que dans la plupart des grandes villes étudiées. Aussi, il y a une continuité de l'appui de la prise en compte à long terme des investissements pour ces acteurs ciblés, comme aux ÉU et à Singapour. Au Canada, de manière marginale, la thématique des émissions de GES est abordée par le gouvernement fédéral qui annonce l'établissement d'un prix d'ici 2018 pour l'ensemble de l'économie alors que la ville de Vancouver commence à envisager des exigences en matière de biodiversité pour les bâtiments.

En 2017, un nombre plus important de juridictions entreprend des actions. Certaines actions font écho à des réglementations adoptées lors des années précédentes. Ainsi, après les ÉU et Singapour, c'est l'UE et l'Australie qui demandent la prise en compte de la perception long terme pour les investissements; le Japon le fait également, mais par l'entremise de guides volontaires. L'UE le fait à une échelle plus généralisée en visant le domaine de l'investissement dans son ensemble. Le développement des approches long terme ces années-là commencent à inclure les notions environnementales, sociales et de gouvernance. Plus spécifiquement, des fonds sont débloqués pour soutenir le passage à une économie faible en émission carbone au Canada et Singapour impose des exigences de biodiversité sur son territoire.

Pour l'année 2018, les juridictions sont toujours de plus en plus nombreuses à entreprendre des actions. Il s'agit principalement de thématiques présentes auparavant qui se développent dans d'autres juridictions ou bien d'un élargissement des mesures prises précédemment. Ainsi, la thématique de la performance énergétique des bâtiments reste présente dans l'UE, au Japon et dans de grandes villes telles que Londres, Los Angeles ou Melbourne qui intègrent la nécessité de divulguer la consommation énergétique des bâtiments. Le développement de la dimension long terme des investissements reste également une thématique pertinente dans plusieurs juridictions telles que le Royaume-Uni, qui recommande le référentiel TCFD notamment, Singapour qui commence à l'intégrer de manière plus restrictive et l'Australie qui intègre cette notion pour les gestionnaires d'actifs. L'importance du référentiel TCFD a été soulignée par un expert interrogé qui a qualifié sa création en 2017 de « moment assez structurant » dans l'évolution des pratiques de divulgation climatique pour les investisseurs institutionnels, confirmant ainsi le rôle central de cette initiative dans la normalisation des approches de gestion des risques climatiques observées à partir de 2018. Singapour développera également un système de tarification du carbone alors que dans une ligne similaire, le Canada s'intéresse la finance durable. Enfin, de manière plus marginale l'intérêt des émissions de GES est également considéré par le Japon qui considère également les enjeux de biodiversité dans les développements.

L'année 2019, la thématique de la carboneutralité devient un aspect fort avec des engagements et des plans de la part de l'UE, du Royaume Uni et permet ainsi au secteur immobilier de considérer d'autres éléments que l'énergie (circularité, verdissement, etc.) tout en soulignant le rôle de la finance pour financer tous ces changements. Par la même occasion, les émissions de GES des bâtiments sont intégrées dans le cadre réglementaire de grandes villes américaines (New-York, Los Angeles) et le programme de tarification débute au Canada. Les autres juridictions continuent d'avancer sur les enjeux énergétiques des bâtiments. C'est le cas du Japon qui priorise l'énergie renouvelable et la disponibilité des financements alloués. Sur le plan financier, l'intégration d'un système de finance durable continue d'être étudié au Canada et à Singapour. L'UE, le Royaume-Uni et l'Australie prennent des actions permettant d'intégrer les risques et les facteurs ESG au sein des processus d'investissement et de divulgation des acteurs de la finance. Paradoxalement, on constate l'annulation de la reconnaissance des principes d'investissement long terme pour les investisseurs institutionnels aux États-Unis. L'UE commencera également à mieux encadrer ce qui peut être considéré comme un produit d'investissement ESG.

En 2020, rejoignant ainsi le Canada et Singapour, l'UE intègre les bâtiments dans la comptabilisation des quotas des émissions. À l'inverse, le Canada qui a porté son attention initialement sur les émissions de GES, porte son attention sur l'efficacité énergétique des bâtiments tout comme la Nouvelle-Zélande. Ces mesures se reflètent aussi au niveau des villes comme celle de Montréal. Néanmoins, le concept de la performance du bâtiment qui se limitait jusqu'ici à sa performance énergétique s'élargit dans l'UE qui annonce son grand plan de rénovation du cadre bâti, au Royaume-Uni qui intègre la question des émissions de GES et à Vancouver qui commence à exiger la prise en considération du cycle de vie dans les nouveaux développements. Le Japon ajoutera à son tour des dispositions réglementaires prises avant par d'autres juridictions en annonçant son ambition de devenir carboneutre. En matière de finance, la prise en considération et la divulgation des risques climatiques et ESG est exigée sur les marchés comme en témoigne les démarches entreprises par le Royaume-Uni, les EU ou encore Singapour. De manière plus marginale mais importante, on peut constater l'arrivée d'un vocabulaire commun autour de la finance durable dans l'UE afin notamment de limiter l'écoblanchiment; la juridiction commence également à intégrer la notion de biodiversité plus sérieusement dans la considération des investissements avec notamment le concept de double matérialité. La Norvège, de son côté, veut bannir les énergies fossiles d'ici 2030 et améliore les normes d'efficacité énergétique des bâtiments.

En 2021, l'élargissement du cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire permettant d'aller au-delà du simple enjeu énergétique dans les bâtiments continue d'être développé par l'introduction de la notion de résilience climatique, comme en témoigne le cas de l'UE, des États-Unis et de Singapour. De son côté, le Royaume-Uni se concentre sur l'électrification des bâtiments et les exigences en matière de comptabilisation de GES des bâtiments sont mises en place dans certaines grandes villes nord-américaines. En parallèle à toutes les actions citées jusqu'à présent pour cette année 2021 s'ajoute l'introduction de notions de circularité des bâtiments, de cycle carbone ou encore de production énergétique locale sur les bâtiments. En ce qui concerne les enjeux financiers, beaucoup de dynamisme se manifeste avec des actions portant principalement sur l'importance de l'intégration des risques environnementaux au sein de la gouvernance et de la stratégie notamment au Royaume-Uni, en Norvège, au Japon, en Australie et en Nouvelle-Zélande. Enfin, l'adoption d'une approche long terme des investissements est imposée à certains acteurs du côté de l'UE et de la Norvège.

En 2022, la performance énergétique des bâtiments et leur électrification suscitent des actions des gouvernements fédéraux aux États-Unis, au Japon, en Australie ou des lois sont publiées ainsi qu'au Canada et en Nouvelle-Zélande où des exigences supplémentaires sont annoncées. Ce qui est intéressant de noter, c'est que dans la grande majorité de ces cas, l'enjeu de performance énergétique des bâtiments rentre dans le cadre de l'objectif zéro émissions ou de la carboneutralité dans certaines villes d'Europe, permettant toujours de considérer des éléments additionnels tels que les émissions de GES ou encore des mesures de protection de la biodiversité, de cycle de vie, de production énergétique locale ou encore de résilience climatique. Des exigences concrètes sont annoncées quant à la divulgation des facteurs ESG matériels aux États-Unis, au Canada, au Royaume-Uni, au Japon, en Australie. Dans une moindre mesure, d'autres exigences visent uniquement les entreprises publiques en Nouvelle-Zélande et des mesures volontaires à Singapour et au Royaume-Uni recommandent l'utilisation du référentiel de la TCFD. L'UE a également mis en place des exigences particulières à l'intégration des facteurs ESG en matière de divulgation s'appliquant à la quasi-totalité des acteurs économiques. Ces mesures, en plus de considérer la double matérialité, visent non plus seulement les entreprises basées dans l'UE mais aussi celles ayant une activité sur le territoire. De manière plus marginale, l'UE entreprendra une première action législative à l'égard de la biodiversité. L'un des experts interrogés mentionne que « quand la réglementation arrive avec des attentes claires, bon bah ça vient un peu éteindre ou rassembler tout le monde autour d'un cadre commun » précisant ainsi que cette réglementation permet aussi de recentrer les acteurs de l'industrie.

En 2023, les pays renforcent les décisions prises dans le passé à l'égard des enjeux énergétiques, de résilience climatique ou encore des émissions de GES, comme c'est le cas aux ÉU, au Canada, ou en Nouvelle-Zélande. Les réglementations obligatoires autour de la divulgation des facteurs ESG continuent d'être constatées comme c'est le cas au Japon où les fiducies de placement sont visées, à Singapour où le marché de manière plus général est visé ou encore dans l'UE où la notation ESG est mieux encadrée. Néanmoins, les ÉU mènent une remise en question de ce concept qui peut être parfois trop flou, la publication de normes spécifiques par l'UE à cet égard et cherchant donc à mieux les définir, témoigne également de cet enjeu. Cette dynamique de diffusion transatlantique des innovations en gouvernance ESG a été confirmée par un expert ayant œuvré des deux côtés de l'Atlantique, qui a souligné que « beaucoup de pratiques en matière d'investissement durable sont issues du contexte européen », ensuite « déclinées dans le contexte nord-américain ». Cette observation témoigne d'un transfert progressif des innovations réglementaires et des meilleures pratiques depuis l'Europe vers l'Amérique du Nord, reflétant le leadership européen dans l'élaboration des cadres de gouvernance ESG pour le secteur financier durant la période étudiée. Le Royaume-Uni et l'Australie s'intéressent à leur tour à la finance durable dans le but de mieux l'encadrer. Enfin, de manière plus marginale, le Canada met de l'accent sur la biodiversité.

Ces différences juridictionnelles marquées dans le développement des cadres institutionnels, politiques, légaux et réglementaires ont été confirmées par les experts interrogés. L'un d'eux, a noté l'absence quasi-totale d'exigences réglementaires pour les investisseurs institutionnels au Canada, précisant qu'« au Canada, il y a à peu près aucune exigence réglementaire qui s'applique à nous au niveau corporatif » même s'il est précisé que « ce qui compte vraiment, c'est la déclinaison en fait aux bornes de la réglementation dans l'aide dans les pays dans lesquels on investit ». Ce contraste avec l'UE, où les réglementations sont nettement plus développées, a aussi été souligné par un autre praticien, qui a insisté sur l'importance de la « déclinaison réglementaire dans les pays d'investissement » plutôt que des événements internationaux eux-mêmes, ces derniers constituant selon ses termes « presque le cercle le plus large qui donne une espèce d'air du temps », mais dont l'impact concret dépend de leur traduction dans les cadres réglementaires nationaux.

Cette synthèse peut être visualisée à la Figure 4.1 qui mentionne aussi le nombre de mesures structurantes pour toutes les juridictions par année. Ces mesures structurantes sont celles ayant force contraignante et portée significatives. Le détail des mesures structurantes, et leurs caractéristiques, par année et par juridiction est présenté à l'annexe E. On constate que leur nombre croît année après année.

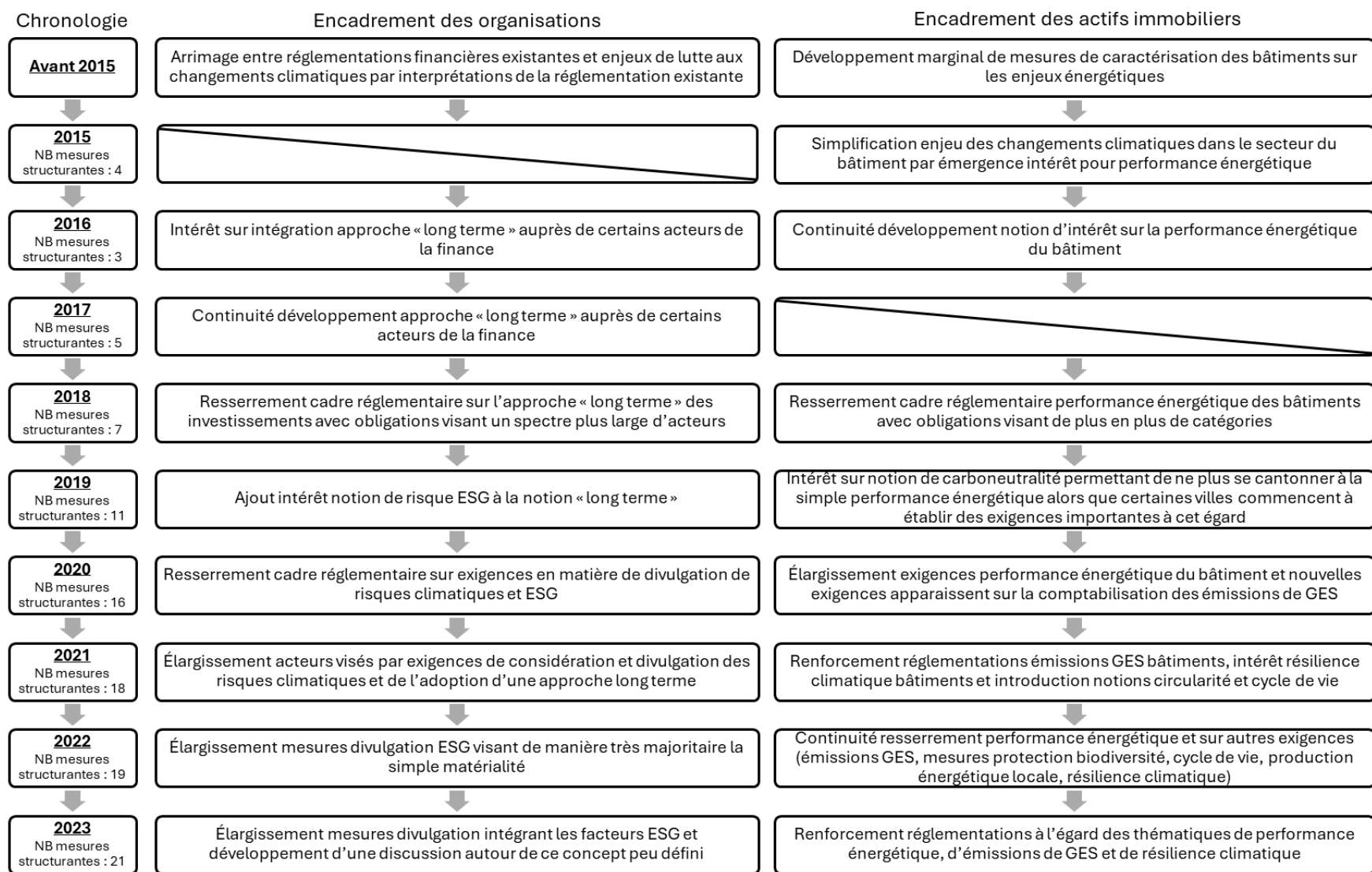


Figure 4.1 : Visualisation chronologique de la synthèse des évolutions des cadres institutionnels, politiques, légales et réglementaires

4.7 Analyse

Le travail réalisé tout au long du chapitre précédent a permis de collecter de nombreuses données. Elles seront maintenant analysées afin de donner un sens à ce qui a été observé. Dans une approche chronologique, on observe la répétition de certains schémas.

Au tout début, il y a une prise de conscience de l'enjeu qui découle de constats alarmants tels qu'exposés dans des rapports étayés ou constatés lors de drames. Dans le présent cas de figure où les juridictions sont traitées, ces constats peuvent être associés à des rapports d'experts menant à de grands accords comme celui de l'accord de Paris et des ODD.

À ce stade la compréhension de l'enjeu dans les juridictions est assez restreinte. Afin de garder un équilibre avec les différents mécanismes présents, il semble y avoir une volonté de simplifier l'enjeu d'intérêt à un simple concept qui puisse permettre d'une part de servir de base à la réflexion et au changement et, d'autre part, permettre au plus grand nombre des acteurs de « mettre le pied à l'étrier ». La simplification des enjeux liés aux changements climatiques ont ici été simplifiés à travers les concepts d'investissement long terme dans la finance et d'énergie dans le bâtiment. Ce schéma semble se répéter en matière de biodiversité où le verdissement et l'économie circulaire semblent bénéficier d'une attention majeure.

Une fois les concepts de simplification identifiés et introduits de manière formelle aux acteurs économiques, l'intérêt se dirige sur l'alignement de l'intégration de ces concepts avec le cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire existant. Autrement dit, la question se pose afin de savoir dans quelle mesure la considération de ces facteurs ne vient pas se mettre en porte-à-faux vis-à-vis des exigences préexistantes. Cette phase s'observe par l'apparition prudente d'exigences réglementaires visant l'adoption d'une approche axée vers les risques matériels à long terme pour le secteur financier et visant la consommation énergétique pour le secteur du bâtiment. Ces exigences ciblent bien souvent certains acteurs en particulier qui deviennent de plus en plus nombreux au fur et à mesure des années à être concernés par des exigences de cette nature.

La troisième phase concerne une migration des concepts simplifiés au début vers des concepts plus larges qui permettent d'explorer un nombre plus grand d'aspects de l'enjeu ciblé. Ces concepts plus larges englobent les concepts simplifiés du début tout en permettant d'ouvrir d'autres perspectives. Dans les documents étudiés, cela s'est traduit par le développement du concept ESG qui s'ajoute en y intégrant la

perspective d'investissement à long terme. Au niveau du bâtiment, ce changement s'est opéré par l'intégration des questions de carboneutralité permettant à nouveau d'intégrer l'enjeu énergétique tout en ouvrant la porte à la prise en compte d'autres facteurs. La considération de la carboneutralité a aussi permis de raccrocher les bâtiments avec les enjeux et les objectifs adoptés ou imposés aux investisseurs.

Après cette étape, le développement d'aides et de contrôles semblent avoir été actées au sein des juridictions afin de stimuler et de catalyser l'adoption et l'intégration équitable des enjeux. Cela a pu s'observer par l'entremise des différentes aides proposées à travers toutes les juridictions, notamment pour la rénovation des bâtiments visant également à soutenir les plus démunis.

Après l'introduction d'incitatifs, la publication de nouvelles exigences s'accélère. Il s'agit d'un moment opportun pour échanger sur les différents concepts complexes ainsi que sur leurs diverses composantes afin de mieux définir et retenir les notions les plus pertinentes. Ces discussions peuvent être menées préalablement à la publication des exigences, comme le font souvent les différentes autorités des marchés financiers, mais elles peuvent également survenir après l'instauration des exigences par l'entremise de contestations. Ces périodes de discussions permettent de mieux comprendre les concepts visés et d'entrer dans une voie de renforcement du cadre existant.

Cela mène finalement à la dernière phase portant sur le développement ou la désignation d'outils reconnus menant notamment à une cristallisation et une normalisation du concept. Cela peut s'observer ici par l'entremise de la reconnaissance croissante de la TCFD ou encore de la ISSB dans la réglementation notamment ou bien le développement dans l'Union européenne de référentiels qui leur sont propres. Dans un cas ou dans l'autre, il n'en demeure pas moins que l'instauration de ces référentiels cristallise la réglementation et se normalisent par une intégration toujours plus importante d'acteurs économiques.

Ces différents stades ne sont pas linéaires et peuvent être considérés comme étant itératifs. Il n'en demeure pas moins qu'à travers le temps, il semble y avoir un nombre toujours plus important d'acteurs économiques visés par les dispositions, les exigences de plus en plus importantes et une accélération de la fréquence de ces exigences, observées maintenant au minimum une fois par année dans les deux secteurs étudiés depuis 2021 alors que ce n'était pas le cas auparavant.

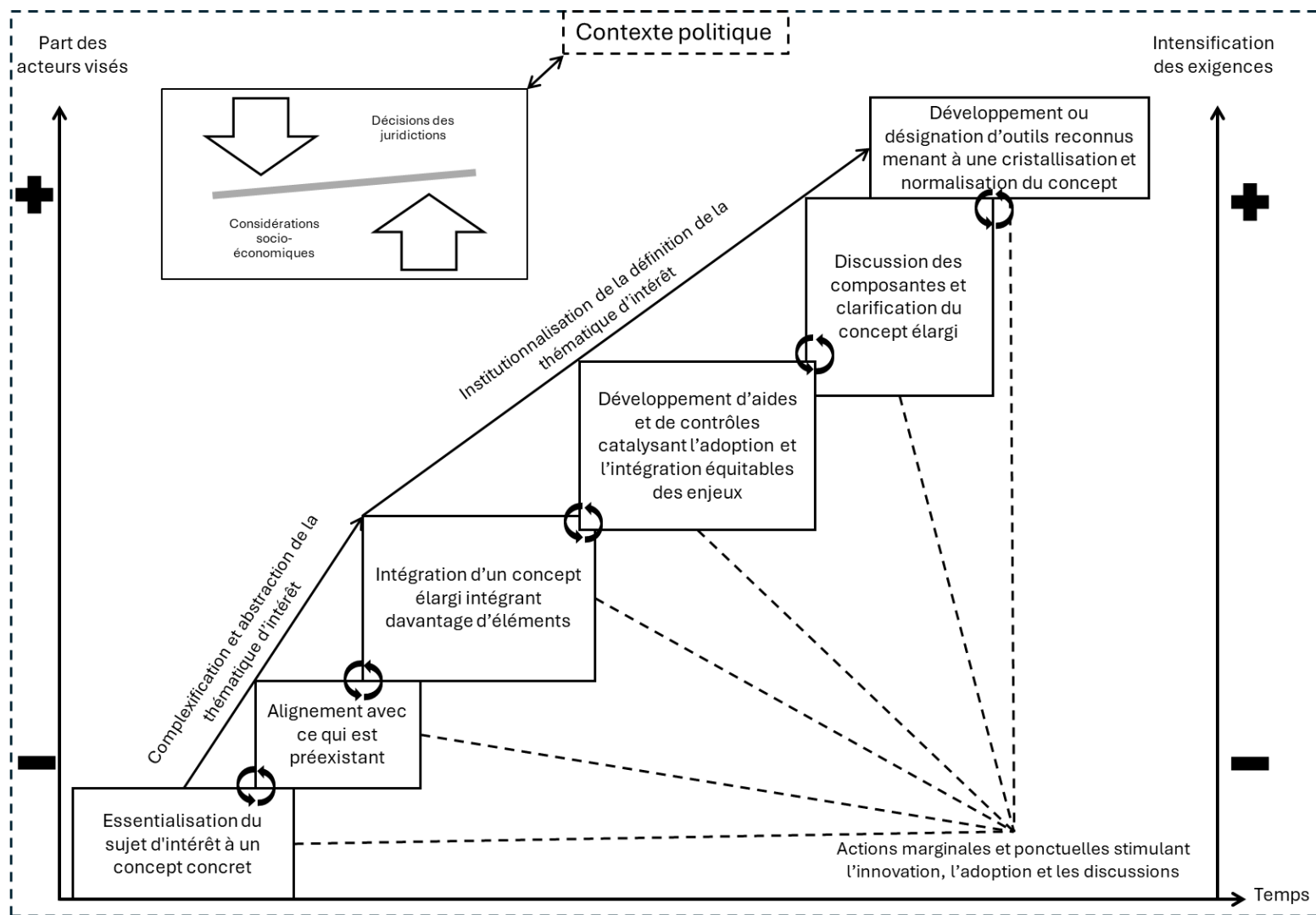


Figure 4.2 : Visualisation conceptuelle de l'évolution du cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire

Certains facteurs contextuels ont un impact important tout au long de cette évolution. D'une part, le contexte politique est un élément clé qui peut freiner le développement de ces évolutions mais qui ne semble pas l'éliminer totalement, comme il est possible de l'observer pour les ÉU. Peut-être que cela s'explique par l'effet d'entraînement de l'évolution de la thématique dans d'autres grandes économies. D'autre part, des actions marginales et ponctuelles prises dans certaines juridictions peuvent stimuler l'adoption et les discussions. Cela s'observe dans le cas présent par l'entremise de l'adoption d'exigences qui se répètent comme la tarification du carbone ou encore la taxinomie par exemple. Cette évolution peut être observée à la Figure 4.2.

Bien que reflétant la complexité inhérente au volume de données analysées, cette figure peut être simplifiée afin d'en rendre le contenu plus lisible et accessible. L'analyse réalisée précédemment peut, en résumé, être structurée en quatre grandes phases. La première correspond à un alignement prudent d'une nouvelle thématique avec le cadre institutionnel existant. Cette étape se traduit par un encadrement limité de la thématique d'intérêt — en l'occurrence, les changements climatiques et la biodiversité. Une telle prudence s'explique en partie par le rôle des acteurs institutionnels, politiques, juridiques et réglementaires, qui, garants de la stabilité du système, doivent intégrer progressivement ces nouveaux enjeux. La deuxième phase se caractérise par une intégration plus complète de la thématique au sein du cadre existant, accompagnée de mécanismes visant à faciliter l'adaptation des acteurs. Cette étape se manifeste par un renforcement des pressions institutionnelles, à la fois coercitives — en ciblant directement certains acteurs — et mimétiques, à travers l'imposition de réglementations sectorielles qui influencent l'ensemble des chaînes de valeur. La troisième phase correspond à une période de discussion et de stabilisation de la complexité liée à la thématique d'intérêt. Enfin, l'accumulation de connaissances permet alors d'accéder à la quatrième phase, soit son institutionnalisation. Elle est marquée par un niveau élevé de pressions coercitives, normatives et, de manière indirecte, mimétiques.

Les deux dernières phases contribuent d'une part à l'émergence de nouveaux enjeux parallèles à l'enjeu traité qui ne sont pas institutionnalisés et qui débouche par conséquent sur une nouvelle thématique à intégrer. Cela relance le cycle. Ces étapes peuvent être visualisées sur la Figure 4.3.

4.8 Conclusion

Pour conclure cette partie portant sur la première sous-question il faut souligner que les juridictions étudiées à travers la planète, considérées comme étant des états de droits solides et bénéficiant de

marchés financiers développés, ont commencé pour la plupart à s'intéresser aux enjeux environnementaux bien avant l'arrivée de l'Accord de Paris. Néanmoins, l'année 2015 a marqué un tournant menant à l'accélération des mesures adoptées envers les enjeux climatiques dans les secteurs financiers et immobiliers.

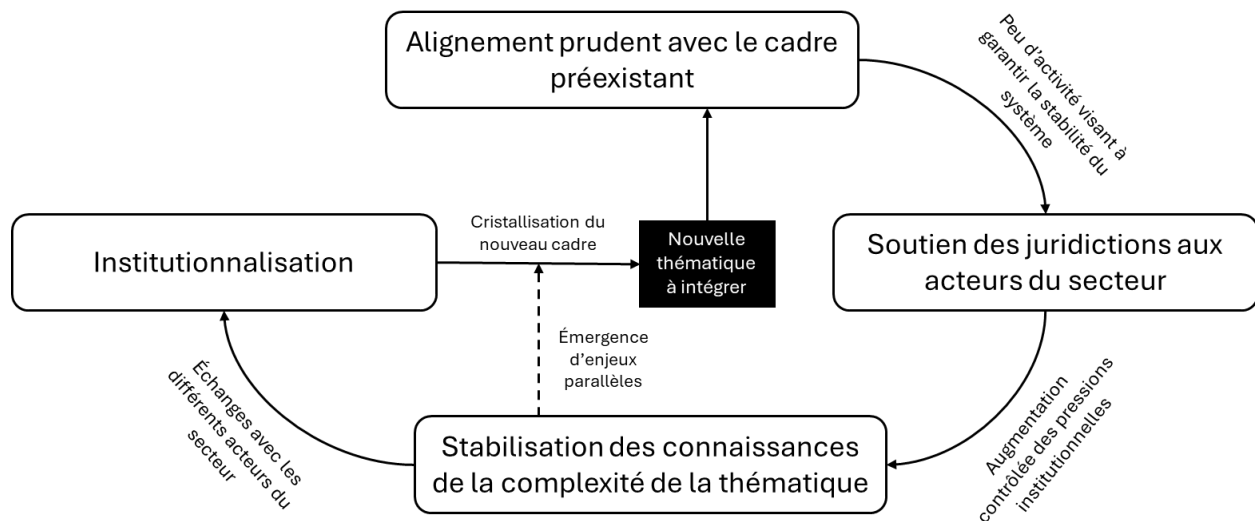


Figure 4.3 : Visualisation simplifiée de la conceptualisation des étapes de l'évolution du cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire

Cette évolution a permis de déceler une direction commune suivie par les juridictions étudiées quant à la chronologie de l'adoption des mesures liées aux changements climatiques en identifiant six étapes majeures : 1) une première étape de simplification de l'enjeu par l'entremise de concepts simples; 2) une deuxième étape d'alignement ou d'arrimage avec le cadre existant; 3) une troisième portant sur l'adoption de concepts plus complexes ouvrant la voie à une intégration plus complète des enjeux; 4) une quatrième étape élaborant des incitatifs et des contrôles; 5) une cinquième étape de discussion; et enfin 6) une sixième étape sur la normalisation et cristallisation des exigences par notamment l'élaboration ou la désignation d'outils reconnus.

Il est important de préciser qu'au cours de ces étapes itératives, les exigences deviennent de plus en plus fortes et la part des acteurs économiques visés devient également de plus en plus importante. Des facteurs contextuels peuvent freiner ou stimuler l'accomplissement de ces étapes dont notamment le contexte politique mais également des actions marginales de juridictions faisant office d'innovation.

CHAPITRE 5

ÉTUDE DE L'ORGANISATION DU SECTEUR

Le présent chapitre a pour objectif de répondre à la deuxième sous-question de recherche de cette thèse laquelle, pour rappel, est la suivante : comment les acteurs immobiliers s'organisent-ils au niveau du secteur pour développer des outils permettant aux grands investisseurs en immobilier de répondre aux nouvelles attentes du contexte institutionnel, politique, légal et réglementaire en matière de lutte contre les changements climatiques et de protection de la biodiversité ?

Pour ce faire, une brève introduction permettant de faire un tour d'horizon des acteurs du secteur est réalisée dans un premier temps. La deuxième partie porte sur la narration des initiatives internationales et transnationales ainsi que sur leurs outils impactant les grands investisseurs en immobilier. Enfin une synthèse est présentée avant de passer à l'analyse puis à la conclusion.

5.1 Introduction

Le cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire exerce une pression importante sur une multitude d'acteurs, incluant les investisseurs en immobilier. Diverses initiatives sectorielles sont créées pour aider ces divers acteurs à faire face aux attentes découlant de ce nouveau cadre en matière de lutte contre les changements climatiques et de protection de la biodiversité. Elles se concrétisent en divers outils pouvant prendre la forme de rapports, de guides, de données, de normes ou encore de référentiels par exemple.

Ce chapitre examine le niveau méso de cette recherche, soit le champ organisationnel structurant l'investissement immobilier responsable. Contrairement au chapitre précédent qui analysait le niveau macro (les juridictions nationales et supranationales établissant le cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire contraignant) le présent chapitre porte sur les acteurs organisationnels qui structurent le secteur par des mécanismes normatifs volontaires. Ces initiatives transnationales (coalitions d'investisseurs, réseaux sectoriels, organismes de standardisation) sont des modes d'organisation inter-organisationnels permettant aux investisseurs de répondre collectivement aux pressions.

Ces initiatives ne sont pas des institutions réglementaires dotées de pouvoir contraignant, mais des acteurs du champ organisationnel qui exercent une influence par la production d'outils, de référentiels,

de standards et de mécanismes de divulgation. Elles représentent le niveau intermédiaire entre les pressions institutionnelles macro et les réponses organisationnelles micro.

De manière plus spécifique, l'étude porte sur l'évolution entre 2015 et 2023 des initiatives internationales et transnationales utiles aux investisseurs en immobilier pour mieux comprendre et mieux s'adapter aux enjeux traitant de la lutte contre les changements climatiques et de la protection de la biodiversité. Dans une optique de continuité avec la première partie, la question traitée ici est la suivante : comment les acteurs immobiliers s'organisent-ils pour développer des outils permettant aux grands investisseurs en immobilier de répondre aux nouvelles attentes du contexte institutionnel, politique, légal et réglementaire en matière de lutte contre les changements climatiques et de protection de la biodiversité ?

En ce qui a trait aux initiatives importantes du secteur financier, la question de la lutte contre les changements climatiques et de la protection de la biodiversité entrent dans le cadre de la finance et de l'investissement durable. On peut citer à titre d'exemple la *Institutional Investors Group on Climate Change* (IIGCC), la *Net Zero Asset Owners Alliance* (NZAOA), la *Global Reporting Initiative* (GRI), mais surtout les *Principles of Responsible Investment* (PRI) qui dominent le paysage de l'investissement durable (Hoepner Andreas *et al.* ; Kawabata, 2023). Bien que ces initiatives soient parfois discutées par leur manque de preuves des impacts générés sur la société et l'environnement, l'approche court terme souvent employée dans ce secteur ou encore le manque de théorisation du concept de finance et d'investissement durable, il n'en résulte pas moins que les différents acteurs qui y contribuent semblent avoir un impact positif sur l'environnement et sur la société (Cunha *et al.*, 2021).

En ce qui a trait aux initiatives importantes du secteur du bâtiment, les enjeux de la lutte contre les changements climatiques et de la protection de la biodiversité peuvent être étudiés par l'entremise du concept de bâtiment durable, les conseils de bâtiment durable (*Green Building Council*) des différents pays, les certifications en bâtiment durable qu'ils proposent (LEED, BREEAM, HQE, etc.) ou encore le développement de documents dédiés à l'immobilier réalisés par certaines des initiatives traitant de la finance et de l'investissement durable (Newell et Marzuki, 2022).

Enfin, certaines initiatives sont déjà dédiées spécifiquement aux investisseurs en immobilier. C'est le cas par exemple de la *European Real Estate Association* (EPRA), de la *Global Real Estate Sustainability Benchmark* (GRESB) ou ces initiatives peuvent être plus générales mais intégrer les enjeux de l'investissement immobilier par l'entremise d'une section dédiée comme c'est le cas pour la *Carbon*

Disclosure Project (CDP) (Ionaşcu *et al.*, 2020; Newell *et al.*, 2023). La dynamique qui a été adoptée entre ces différents secteurs dans le cadre de cette recherche est illustrée à l’aide de la Figure 5.1.

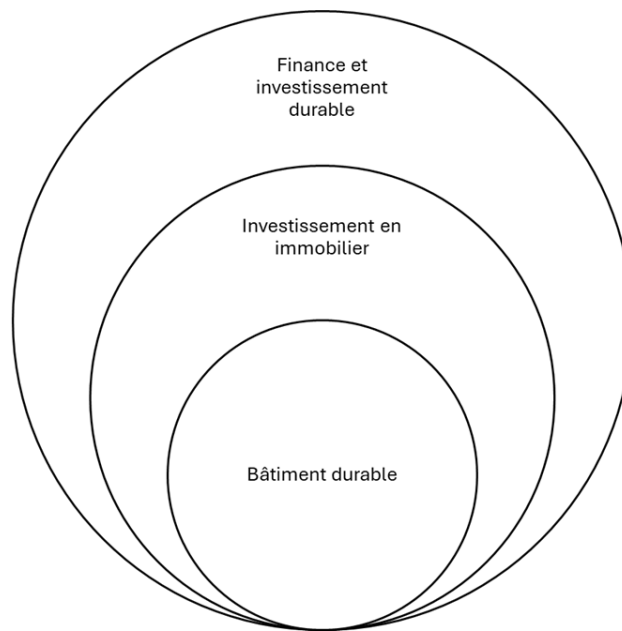


Figure 5.1 : Approche adoptée pour la dynamique des initiatives internationales et transnationales des secteurs étudiés

Cette section se penche ainsi sur l’examen des initiatives internationales et transnationales en matière de finance, d’investissement responsable et de bâtiment durable, en tant que dispositifs normatifs et pratiques susceptibles d’être appropriés par les investisseurs immobiliers pour intégrer de manière plus systématique les enjeux liés aux changements climatiques et à l’érosion de la biodiversité.

L’analyse ne se limite pas à une description descriptive des initiatives recensées : elle prend également en compte les mécanismes de diffusion normative qu’elles véhiculent, les instruments opérationnels et méthodologiques qu’elles ont permis de développer, ainsi que les événements structurants qui ont contribué à leur institutionnalisation. Plus d’une cinquantaine d’initiatives ont ainsi été identifiées, accompagnées de plus de trois cents outils jugés pertinents pour ce champ d’étude.

Enfin, considérant que certaines initiatives aujourd’hui centrales — et encore actives dans la production de référentiels — ont été instituées avant 2015, un retour historique préalable s’avère nécessaire afin d’éclairer leur genèse, leur trajectoire évolutive et leur inscription progressive dans les régimes contemporains de gouvernance transnationale.

5.2 Narration des initiatives internationales et transnationales ainsi que de leurs outils impactant les investisseurs en immobilier

L'approche industrielle entourant l'immeuble et l'investissement en immobilier date depuis bien avant 2015. La forme initiale des plus anciennes d'entre elles comme la *Building Owners and Managers Association* (BOMA) *International* fondée en 1907, la BOMA Canada fondée en 1910 et plus tard la *Pension Real Estate Association* (PREA) fondée en 1979, ne prenait pas en considération les préoccupations environnementales et, par conséquent, encore moins les questions relatives à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité. Elles axaient plutôt leurs activités sur la défense d'intérêt de l'industrie immobilière au sens large en limitant les obligations contraignantes et les dépenses qui auraient pu être exigées par les autorités (BOMA Canada, 2024; BOMA International, 2024a; PREA, 2024; UCalgary, 2024). Cependant, un intérêt marqué pour trouver des normes internationales communes est d'ores et déjà présent comme en témoigne la création en 1943 de la *International Standard Organisation* (ISO) visant à réunir les meilleures pratiques à suivre depuis la fabrication de bien jusqu'aux processus de gestion (ISO, 2024).

C'est peu après la publication du rapport Brundtland, à partir des années 1990, qu'émergent des initiatives intégrant la préoccupation du développement durable. La *Coalition for Environmentally Responsible Economies* (Ceres³⁰) publiera un code de conduite environnemental à l'intention des organisations, juste après la catastrophe environnementale ayant découlé de l'accident du pétrolier Exxon Valdez, et la *World Business Council for Sustainable Development* (WBCSD) stimulera la collaboration entre les acteurs du monde des affaires (Ceres, 2024b; WBCSD, 2024). C'est aussi dans les années 1990 qu'ont émergé les premières normes de divulgation en matière d'environnement et de développement durable avec la création de la *Global Reporting Initiative* (GRI), par Ceres, et les normes ISO 14000 (GRI, 2024). Les quatre initiatives énumérées précédemment (Ceres, WBCSD, GRI et ISO 14000) sont complémentaires. Alors que les deux premières offrent un lieu permettant de stimuler les discussions autour du développement durable, les deux suivantes posent les bases d'un langage commun en la matière.

Une thématique qui se démarque est celle des changements climatiques avec la création de la *Institutional Investors Group on Climate Change* (IIGCC) qui vise à regrouper des investisseurs leaders sur la thématique spécifique des changements climatiques (IIGCC, 2024). Ce sont les émissions de GES qui font davantage

³⁰ Ceres est également la déesse romaine de la fertilité et de l'agriculture.

l'objet d'attention avec l'apparition d'initiatives visant des normes de comptabilisation comme la création de la *Greenhouse Gas Protocol* (GHG Protocol) par la *World Resources Institute* (WRI) et par la WBCSD (qui sortira sa première norme en 2001), et visant la divulgation de données avec la *Carbon Disclosure Project* (CDP) (CDP, 2024b; GHG Protocol, 2024).

Lors de cette même décennie, les années 90, et au début des années 2000, plusieurs initiatives d'ampleur portant sur le bâtiment durable se développent aussi dans le secteur immobilier avec la création des conseils de bâtiments durables qui s'établiront au sein de plusieurs économies avancées avec, en ordre chronologique, la *United States Green Building Council* (USGBC) aux États-Unis, la Haute Qualité Énergétique (HQE) en France, le Conseil du bâtiment durable du Canada (CAGBC) au Canada ou encore, un peu plus tard, la *Deutsche Gesellschaft für Nachhaltiges Bauen* (DGNB) en Allemagne (Alliance HQE-GBC France, 2024; CAGBC, 2024a; DGNB, 2024; USGBC, 2024d). Certains conseils de bâtiment durable nationaux se sont unis pour créer la *World Green Building Council* (WGBC) donnant ainsi plus de poids à la thématique du bâtiment durable sur la scène internationale (WGBC, 2024d). C'est aussi lors de cette période que sont lancées les certifications en bâtiment durable comme la *Building Research Establishment Environmental Assessment Method* (BREEAM) par le Conseil du bâtiment durable britannique en 1990, la *Leadership in Energy and Environmental Design* (LEED) de la USGBC en 1998 ou encore la certification BOMA *Building Environmental Standards* (BOMA BESt) créée par BOMA Canada en 2005³¹.

L'année 2004 marque un tournant majeur en ce qui a trait à la finance et à l'investissement responsable avec la création du concept « ESG » (Environnemental, Social et Gouvernance) par les Nations Unies dans leur rapport « *Who Cares Wins* » (Eccles, R. G. *et al.*, 2020; UN Global Compact, 2004). Bien que les notions environnementales, sociales et de gouvernance existaient auparavant, la nouveauté relève de leur utilisation conjointe sous ces trois lettres « ESG » pour décrire la responsabilité sociale modèle pour une perspective d'investissement (Wang, M. L. et Phillips-Fein, 2023).

Ce rapport a posé les bases des PRI créés en 2006 à la suite d'une invitation lancée par le secrétaire général des Nations-Unies de l'époque, Kofi Annan, aux plus grands investisseurs institutionnels de la planète pour

³¹ Des associations spécifiques à l'investissement en immobilier de nature généralistes qui traiteront plus tard la question des changements climatiques et de la protection de la biodiversité apparaissent notamment du côté Européen tels que la *European Real Estate Public Association* (EPRA) ou encore la *European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles* (INREV).

entamer un processus discussion afin d'établir ces principes³² (PRI, 2023a). Le processus a abouti à six principes que tous les signataires doivent respecter (PRI, 2023a) : 1) intégrer des enjeux ESG dans les analyses et les processus de décisions des investissements; 2) être des propriétaires actifs en intégrant les enjeux ESG dans les politiques et pratiques de propriété; 3) rechercher la divulgation appropriée en matière d'enjeux ESG dans les entités dans lesquels les investissements sont réalisés; 4) promouvoir l'adoption et l'intégration de ces principes dans l'industrie de l'investissement; 5) travailler communément pour renforcer l'efficacité dans l'intégration de ces principes; et 6) réaliser un rapport sur les activités et les progrès vers l'intégration de ces principes.

En immobilier, l'outil clé permettant aux investisseurs dans cette classe d'actifs de fournir des données et des comparables ESG est également apparu à cette période. Il s'agit de la *Global Real Estate Sustainability Benchmark* (GRESB), créée en 2009 (GRESB, 2024). Ainsi, les investisseurs peuvent bénéficier de données, d'analyses de portefeuilles ou encore de rapports leur permettant de comparer leur performance environnementale avec les performances de l'industrie de l'investissement immobilier.

En matière de normes relatives à la divulgation de données, un intérêt important a commencé à émerger pour répondre aux besoins d'informations des investisseurs. La *Climate Disclosure Standards Board* (CDSB), créée lors du forum économique de Davos en 2007, est un consortium portant spécifiquement sur la nécessité de normaliser les informations climatiques pour les investisseurs (CDSB, 2018). La *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB), créée en 2011, pour aider les entreprises à fournir de l'information ESG structurée aux investisseurs (SASB, 2024). On voit aussi le développement de la première et de la seconde version des guides de l'EPRA (EPRA, 2011, 2014). Aussi, une première initiative évoquant la thématique de la transition bas carbone apparaît avec la fondation en 2012 de la 2^e *Investing Initiative* (D2II) visant la création de recherches, d'outils et d'informations politiques pour aider les institutions financières et les régulateurs à accélérer et à s'adapter à la transition bas carbone (D2II, 2024).

L'émergence de normes de divulgation centrées sur la matérialité financière, n'a pas freiné, mais a plutôt coexisté avec la consolidation, au sein de la GRI, d'une approche complémentaire axée sur la matérialité d'impact. Celle-ci met l'accent sur les répercussions des activités organisationnelles sur l'ensemble des

³² Il semble important de préciser que le groupe d'investisseur composé de 20 personnes participant au processus a été appuyé par un groupe de 70 personnes provenant de l'industrie de l'investissement, d'organisations intergouvernementales ou encore de la société civile.

parties prenantes et sur l'environnement socio-écologique, et s'est traduite dès 2014 par l'adoption d'une norme sectorielle propre à l'immobilier (GRI, 2014). Par ailleurs, la ISO développera plusieurs normes relatives à l'eau et plus particulièrement sur sa qualité et sur son empreinte (ISO, 2011, 2014a). Elle développera également des normes particulièrement utiles à l'investissement en immobilier telles que ISO 55000 et ISO55001 (ISO, 2014b, 2014c).

Cette coexistence de deux logiques de matérialité génère toutefois des tensions pour les investisseurs immobiliers. L'approche de matérialité financière favorise la comparabilité entre organisations et répond aux attentes fiduciaires en identifiant les risques ESG susceptibles d'affecter la valeur des actifs. L'approche de matérialité d'impact permet quant à elle une transparence élargie envers l'ensemble des parties prenantes, dont les impacts environnementaux et sociaux qui ne se traduisent pas nécessairement en risques financiers immédiats. Les investisseurs doivent ainsi naviguer entre ces cadres multiples, ce qui accroît le fardeau de la divulgation tout en soulevant des questions de priorisation et de cohérence stratégique, tensions qui s'intensifieront avec l'émergence ultérieure du concept de double matérialité.

En ce qui a trait au bâtiment durable, les initiatives ont porté principalement sur la création et la révision de programmes de certification. Ainsi, pour stimuler la divulgation de l'information, le programme de certification *BOMA 360 Performance Program* a été lancé en 2009 avec l'objectif de fixer des normes en matière de meilleures pratiques opérationnelles destiné à l'immobilier commercial (BOMA International, 2024b). De plus, il est intéressant de noter qu'une mise à jour de la certification LEED avec sa version 4 en 2013 et de la certification BOMA BEST avec sa version 2 ont notamment été réalisées en permettant d'ajouter notamment l'intégration des enjeux liés aux ressources naturelles avec un intérêt marqué pour l'eau (BOMA BEST, 2012; USGBC, 2024b).

5.2.1 Période : 2015

Les événements historiques importants à la compréhension de la période d'intérêt ayant été couverts, une description plus détaillée est entamée. 2015 est une année axée en grande partie sur l'un des enjeux de la lutte contre les changements climatiques : la décarbonation. Cela s'explique en grande partie par la rédaction et la signature de l'Accord de Paris rédigé lors de la COP 21 sur les changements climatiques.

Ainsi, l'un des éléments importants est l'intégration de manière systématique des émissions de portée 2 au sein des méthodologies d'initiatives existantes ou de nouvelles initiatives. Ce changement s'explique

principalement par l'intégration des émissions de portée 2 dans la méthodologie de comptabilisation du *GHG Protocol*, jouissant d'une influence considérable (GHG Protocol, 2015; Jia *et al.*, 2023). Les émissions de portée 3 sont également discutées mais ne sont pas encore présentes dans les méthodologies faute de compréhension de ce sujet complexe.

Alors que la notion de transition carbone était marginale auparavant, des initiatives applicables permettant d'aider notamment les investisseurs à honorer et à gérer leurs engagements en matière de réduction d'émissions de GES sont développées. Parmi ces initiatives importantes se trouvent notamment la *Science Based Target Initiative* (SBTi), créée par la CDP, la UNGC, la WRI et la WWF. La SBTi a pour objectif de permettre aux entreprises et aux institutions financières de fixer et de suivre leurs objectifs en matière d'émissions de GES avec une approche sectorielle (Delubac, 2023; SBTi, 2015, 2024). Une autre initiative qui peut être citée est la *Paris Agreement Capital Transition Assessment* (PACTA) qui est un outil de modélisation de scénario climatique permettant d'identifier quelles dépenses d'investissements (CAPEX) et actifs industriels financés par l'entremise d'actions, d'obligations et de fonds sont alignés avec les différents scénarios climatiques modélisés (PACTA, 2023). Enfin, des guides sont réalisés afin de permettre aux investisseurs d'élaborer et de développer des stratégies à cet effet mais également de justifier la considération des enjeux ESG dans le cadre du devoir de vigilance (*Fiduciary Duty*) auquel ils sont bien souvent soumis par leur cadre réglementaire (PRI, 2015; PRI *et al.*, 2015) et qui leur demande notamment d'appliquer les meilleures pratiques. De fait, dans les juridictions pour lesquelles le devoir de vigilance des investisseurs a été analysé, soit en Australie, en Afrique du Sud, au Brésil, au Canada, aux États-Unis, dans l'Union européenne avec un focus sur l'Allemagne et le Royaume-Uni et au Japon, il est intéressant de noter que le cadre aurait tendance à stimuler la considération de la valeur long terme des actifs.

Les normes de divulgation restent une composante importante pour comprendre quelles sont les données climatiques vis-à-vis desquelles les investisseurs doivent être attentifs. Complétant l'approche comptable développée par SASB en traitant les notions d'identification de risques et d'opportunité climatiques mais également les émissions financées par l'entremise de deux nouveaux acteurs importants, la *Taskforce on Climate-related Financial Disclosure* (TCFD) et la *Partnership for Carbon Accounting Financials* (PCAF) sont plus que pertinentes. La première est créée par la *Financial Stability Board* (FSB) et a le mandat d'identifier l'information nécessaire aux investisseurs, aux prêteurs et aux assureurs afin qu'ils puissent évaluer et monétiser les risques et les opportunités liés au climat à une échelle mondiale (TCFD, 2024). La seconde quant à elle se concentre lors de sa création exclusivement sur les Pays-Bas et vise à faciliter l'alignement

entre l'industrie financière et les Accord de Paris en développant une approche harmonisée pour évaluer et divulguer les émissions carbone associées à leurs prêts et leurs investissements (PCAF, 2024).

Enfin, en ce qui a trait au bâtiment certaines initiatives publient des guides qui portent de manière importante sur la dimension énergétique, la gestion du bâtiment et la qualité de vie des usagers (BOMA International, 2015; HQE, 2015). L'énergie est donc pour le secteur immobilier perçue comme une priorité pour décarboner le cadre bâti.

5.2.2 Période : 2016-2017

À la suite de l'année clé qu'a représenté 2015 pour l'élaboration d'initiatives et d'outils dédiés aux investisseurs en vue de la décarbonation de l'économie, la période s'étendant entre 2016 et 2017 s'éloigne de la simple notion de décarbonation pour diversifier les thématiques de préoccupation à l'égard de la lutte contre les changements climatiques.

La décarbonation reste une thématique importante pour laquelle un développement conséquent est réalisé. Néanmoins, l'approche du risque climatique, normalisée notamment par la publication des recommandations de la TCFD pour permettre aux investisseurs, prêteurs et aux assureurs, d'évaluer et de monétiser les risques et les opportunités liées au climat (TCFD, 2017), se présente comme une référence de premier choix avec lesquelles la SASB et la CDSB s'engagent à s'harmoniser (SASB et CDSB, 2017).

Les risques climatiques et de développement durable commencent à être intégrés aux risques plus traditionnels de stratégie, d'opération, de chaîne d'approvisionnement et même de crédit par des agences telles que Moody's et Standard & Poor's (PRI, 2017b; PRI *et al.*, 2016; WBCSD *et ry*, 2017). Comme le dit le président du *Committee of Sponsoring Organizations* (COSO):

And yet, sustainability risks are, at the end of the day, business risks. Although they can be new and emerging, complex and longer term, issues such as climate change, human rights or resource scarcity all have the ability to impact an organization's profitability, success or even survival (WBCSD *et ry*, 2017, p. 6).

Pour obtenir toutes ces informations nécessaires à une prise de décision éclairée sur les actifs que les investisseurs transigent à l'égard des changements climatiques, il est nécessaire d'intégrer les organisations en demande de capitaux dans le processus. Certes, certaines normes évoquées précédemment permettent aux demandeurs de capitaux de comprendre ce à quoi s'attendent les

investisseurs en matière de données climatiques tels que la SASB ou le référentiel de la TCFD. Cependant, il manquait un catalyseur permettant de stimuler les deux parties, c'est la place qu'est venu combler l'initiative *Climate Action 100+* (CA 100+). Créée en 2017 par l'AIGCC, Ceres, IGCC, IIGCC et le PRI, la CA 100+ a pour but de faire travailler les investisseurs avec les entreprises dans lesquelles ils investissent pour les encourager à contribuer à la baisse des émissions de GES d'ici 2030 et à la carboneutralité d'ici 2050 afin de respecter l'accord de Paris, il a pour objectif d'établir finalement un référentiel de comparaison (CA 100+, 2024). Dans le même état d'esprit catalyseur, il est possible de citer la *Matchmaker* de la CDP lancée en 2017 (CDP, 2024a). Le CA100+ vise aussi à évaluer les entreprises pour aider les investisseurs à comprendre comment elles se positionnent en matière de climat. Il est intéressant de noter qu'une initiative similaire complète cet objectif, il s'agit de la *Transition Pathway Initiative* (TPI) qui vise à fournir des données sur les plus grosses entreprises des secteurs hautement émetteurs en émissions de GES et plus particulièrement pour les évaluer sur leur transition vers une économie faible en carbone. L'objectif de cet outil est notamment de soutenir les investisseurs pour aligner leurs portefeuilles avec les objectifs net-zéro, d'appuyer les initiatives internationales d'investisseurs tels que la CA100+, elle a notamment établi des partenariats avec la IIGCC et ASCOR (TPI, 2024a). Son outil intègre l'étude des entreprises cotées en bourse, des prêteurs corporatifs, des banques et des pays. L'immobilier en tant que tel ne se trouve pas dans la sélection de secteurs polluants. Néanmoins, c'est le cas de secteurs indispensables à ce dernier tels que l'aluminerie, la cimenterie, les plateformes énergétiques ou encore les métalleries. Les entreprises sont ensuite classées selon quatre niveaux : 0 – pas sensibilisé, 1 – sensibilisé, 2 – capacité de construction, 3 – intégration dans les décisions opérationnelles et 4 – évaluation stratégique (TPI, 2024b).

Une pression supplémentaire vient d'initiatives et d'outils du secteur financier ayant un impact sur les investisseurs en immobilier. La création de la *Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System* (NGFS) et de la *Climectrics* de la CDP peuvent être considérées comme faisant écho à certains rapports sur les fonds responsables (PRI, 2017a). La première est un groupe de banques centrales et d'autorités souhaitant partager les meilleures pratiques, contribuer au développement environnemental et à la gestion des risques climatiques dans le système financier tout en mobilisant la finance pour soutenir la transition vers une économie durable (NGFS, 2024). La seconde constitue le premier système de notation climatique pour les fonds d'investissement (CDP, 2024c).

Malgré un accent important sur le risque et la matérialité financière, cela n'a pas empêché une révision majeure du référentiel de la GRI pour y intégrer les matériaux, l'énergie, les émissions de GES, l'évaluation

environnementale des fournisseurs et la biodiversité (GRI, 2016a, 2016b, 2016c, 2016d, 2016e). La biodiversité a même bénéficié du développement de sa propre norme pour la première fois.

Les changements survenus depuis 2015 commencent à se refléter en immobilier. Pour l'investissement en immobilier, on voit le développement d'un référentiel permettant aux investisseurs de comprendre comment intégrer les accords de Paris à l'investissement en immobilier et la nécessité de considérer la dimension matérielle du développement durable (EPRA, 2014, 2017; IGCC *et al.*, 2016). Pour ce qui est du bâtiment durable, l'efficacité énergétique continue d'être considérée comme la priorité au niveau de l'actif notamment par une meilleure gestion de celle-ci (BOMA BEST, 2012, 2016; CAGBC, 2016).

Enfin, il est intéressant de noter, que pour les juridictions étudiées, il s'agit principalement de systèmes démocratiques. Bien que plus juste que d'autres systèmes, les courts mandats des gouvernements mêlés à des institutions défaillantes peuvent parfois représenter un frein pour les investisseurs faisant face à un manque de stabilité et qui ne peuvent avoir confiance sur le long terme comme cela s'est passé en matière d'investissement durable aux États-Unis en 2016. Bien que les initiatives internationales et transnationales abordées ne soient pas aussi efficaces qu'un système légal bien établi, elles peuvent parfois représenter une option lorsque le système fait défaut. Par exemple, la Ceres et la WWF ont été à la base de l'initiative *WE ARE STILL IN* qui avait pour objectif de réunir des groupes d'investisseurs et d'organisations continuant à s'engager dans l'accord de Paris malgré le retrait des États-Unis par le président Trump. Ce sont plus de 1 100 investisseurs, 9 états, plus de 145 villes et plus de 220 collèges et universités qui y ont participé dans le but de réaffirmer leur engagement envers l'accord de Paris (WE ARE STILL IN, 2024).

5.2.3 Période : 2018-2020

Entre 2018 et 2020, on peut observer une période de continuité par rapport aux initiatives développées lors de la période précédente en ce qui a trait aux questions des risques climatiques ainsi qu'à l'élargissement de son périmètre. Cela permet de raffiner la compréhension ainsi que les thématiques supplémentaires qui doivent être intégrées pour mieux la considérer.

En matière de risques climatiques, divers guides généraux sont publiés (COSO et WBCSD, 2018; ISO, 2018a; WBCSD et CDSB, 2018), auxquels s'ajoutent des guides portant sur des domaines plus spécifiques comme le développement des liens entre le risque climatique et le risque de crédit ainsi que des guides portant sur l'application de référentiels ou de réglementations pour intégrer les risques du référentiel de la TCFD

ou bien les diverses réglementations portant sur les divulgations concernant le climat et cela même au niveau des bâtiments (BOMA International, 2020; CDSB et CDP, 2018; CDSB et SASB, 2019; ILN, 2019; Latham & Walkins et WBCSD, 2020; NGFS, 2020a; PRI, 2018d, 2018f, 2018g; SASB et CDSB, 2018; WBCSD et Baker McKenzie, 2020). Tous ces documents, sans exceptions, font de la gouvernance d'entreprise un élément clé pour l'intégration des risques. Cela peut être expliqué en partie par la parution du référentiel de la TCFD, qui considère la gouvernance comme centrale et qui continue de gagner en influence comme en témoigne l'intégration obligatoire de ce référentiel par les signataires de la NGFS (NGFS, 2019).

Les outils permettant aux investisseurs en immobilier de gérer les risques se précisent et ouvrent la voie à la distinction entre la gestion des risques physiques et la gestion des risques de transition entraînant nécessairement une résonance sur la notion de résilience climatique des bâtiments (BOMA Canada, 2019b; CISL, 2019a, 2019b; NGFS, 2020b; UWaterloo et ICCA, 2019; WBCSD, 2020).

En matière de risques climatiques, la thématique de réduction d'émissions carbone reste importante et aborde les notions d'économie bas carbone et même la notion de zéro émission nette, laquelle commence à prendre de l'ampleur auprès des investisseurs propriétaires d'actifs comme en témoigne la création de la *Net Zero Asset Owner Alliance* (NZAOA), de la *Race to Zero* (R2Z) ou encore de la *Net Zero Asset Manager Initiative* (NZAMI). La NZAOA, créée en 2019 par Allianz, la Caisse des Dépôts, la CDPQ, Folksam Group, Pension Danmark et Swiss Re, compte en 2025 86 membres de 18 pays différents détenant approximativement 11 000 milliards \$ US. Elle a pour objectif de réunir des investisseurs institutionnels internationaux s'engageant à réaliser une transition de leurs portefeuilles d'investissement afin qu'ils deviennent carboneutre d'ici à 2050 dans le but d'atteindre les objectifs de l'Accord de Paris. Deux jalons intermédiaires sont posés : un premier représentant une réduction de 22% à 32% d'ici à 2025 et un second de 40% à 60% d'ici à 2030 (avec bien souvent des années de base après 2019) (UNEP FI et PRI, 2022, 2024a, 2024b). La R2Z a pour objectif de réunir les acteurs non étatiques (entreprises, villes, régions, et institutions financières, d'éducation et de santé) pour les inciter à entreprendre des actions rigoureuses et immédiates pour réduire de moitié les émissions de GES d'ici 2050. Les 13 000 membres se sont engagés à réduire les émissions de toutes portées de manière douce et équitable en s'alignant avec l'Accord de Paris avec des plans d'action et des cibles court termes robustes (R2Z, 2024). La troisième initiative est un partenaire formel de la R2Z qui vise à appuyer l'industrie des gestionnaires d'actifs à s'engager à atteindre l'objectif zéro émission nette afin d'atténuer le risque financier et de maximiser la valeur long terme des actifs en facilitant l'intégration des bonnes pratiques en la matière (NZAMI, 2024b).

Des outils à cet effet ont été développés : par exemple, la *Temperature Rating* qui permet de noter les protocoles mis de l'avant par une entreprise pour atteindre l'objectif zéro émissions nettes d'ici 2050, et des guides portant sur la réalisation d'investissements dans une économie bas carbone, l'intégration des changements climatiques dans les processus d'investissement et même la migration des portefeuilles pour s'adapter à ces enjeux (CDP, 2020; CDP et WWF, 2024; ILN, 2020; PRI, 2018c, 2020d).

Le secteur immobilier n'est pas épargné par l'évolution de cette thématique zéro émission nette qui est abordée dans différents outils par l'entremise du bâtiment net zéro, du carbone intrinsèque mais également de la formation des employés à cet égard (Advancing Net Zero *et al.*, 2019; CAGBC, 2019, 2020a, 2024b; DGNB, 2020a, 2020b; WGBC, 2024c). La *Carbon Risk Real Estate Monitor* (CRREM), initiative majeure pour les investisseurs en immobilier, est créée. Initialement financée par l'UE, elle visait la mise en avant de l'évaluation du risque carbone pour l'industrie immobilière Européenne en créant un outil permettant de mieux comprendre les propriétés à risque mais également comment leur rénovation pouvait permettre d'éviter ou de limiter ces risques (CRREM, 2024).

Cette thématique portant sur la notion de zéro émission nette peut être perçue paradoxalement comme une évolution de la question de la lutte contre changement climatiques dans le but d'intégrer plus de facteurs. L'intérêt et la multiplication d'outils portant sur la circularité, l'analyse du cycle de vie et les ressources mérite d'être souligné (Alliance HQE-GBC France, 2018, 2019a, 2019b, 2019c; DGNB, 2018, 2019; GRI, 2018, 2020; ISO, 2018b; PRI, 2018a).

En immobilier ce changement s'observe notamment par la mise à jour de certifications qui laissent plus de place à la question des énergies renouvelables, la gestion des pics de consommation énergétiques, les coûts des émissions de GES et qui demandent un suivi continu des données (BOMA International, 2013, 2019; USGBC, 2024a, 2024c). Ces certifications rejoignent également les préoccupations de circularité puisque leurs modifications intègrent aussi les enjeux de gestion des déchets, des eaux, et des ressources naturelles. Il s'observe également par l'entremise d'outils permettant aux propriétaires d'immeubles de mieux comprendre comment saisir les différentes opportunités de marché qui en découlent en introduisant notamment les thématiques de beaux verts (CAGBC, 2020b; Cathcart *et al.*, 2020).

Les normes de divulgation quant à elles continuent d'évoluer. Tout d'abord, dans une perspective d'application simplifiée, la plateforme du CDP s'est alignée avec les recommandations de la TCFD et un centre de connaissance et de collaboration est créé par la TCFD et la CDSB (CDSB, 2022; TCFD, 2018). Quant

à la PCAF, créée quelques années plus tôt, elle publie la première version de ses directives sur les émissions de GES, tout comme la CDSB (CDSB, 2020a, 2020b; PCAF, 2020). Les normes sont également réorganisées pour mieux répondre à l'approche sectorielle en finance et en immobilier (GRI, 2022; SASB, 2018a, 2018b, 2018c). La divulgation est certes importante, mais l'alignement avec ce qui est divulgué l'est également pour éviter les accusations d'écoblanchiment. C'est la raison pour laquelle des outils permettant d'évaluer ou d'encadrer l'approche que le rôle de propriétaire investisseur, participant au conseil d'administration des entreprises détenant un ou plusieurs immeubles sont apparus afin de les éduquer et de les impliquer dans leur rôle de prêteur de capitaux responsable dans un contexte de changement climatique en visant notamment les ODD (Ceres, 2024a; PRI, 2018b, 2019a, 2019b, 2020a, 2020b, 2020c).

L'élargissement de la notion de risque climatique a permis de mettre en avant la question de la biodiversité de manière plus sérieuse, comme en témoigne son intégration en matière de divulgation par la création de la *Partnership for Biodiversity Accounting Financials* (PBAF). Cette initiative a pour mission de contribuer à la normalisation des évaluations des dépendances et des impacts liés à la biodiversité dans le secteur financier (PBAF, 2024). Au-delà de la création du PBAF, la nature est abordée à plusieurs reprises et non seulement par les questions de circularité, mais également par l'entremise du développement de la nature en ville et de l'opportunité que représente cette dernière en tant que solutions potentielles à la crise climatique (BOMA Canada, 2019a; WBCSD et Nature4Climate, 2019).

Face à cette complexité croissante, les investisseurs se regroupent pour être en mesure d'accélérer leur compréhension des thématiques liées au développement durable arborant principalement le climat. C'est le cas de la *Investor Leadership Network* (ILN) qui vise à faciliter et à accélérer la collaboration en stimulant les investisseurs institutionnels à mener la transition vers une économie globale durable et inclusive, l'un de leurs centres d'intérêt principaux étant le changement climatique (ILN, 2024). Il y a également l'IC20 qui était au départ exclusivement français, mais qui prend pendant cette période une envergure internationale et change de nom pour devenir l'Initiative Climat International (iCI). L'iCI vise à réunir et mobiliser une communauté mondiale d'acteurs du capital-investissement qui cherche à mieux comprendre et à mieux gérer les risques associés aux changements climatiques afin qu'ils partagent leurs connaissances, leurs outils, leurs expériences et leurs pratiques (France Invest et INDEFI, 2022).

Il semble pertinent de préciser que dans l'élaboration d'initiatives telles que la ILN ou la R2Z, la dimension équitable et inclusive fait partie intégrante de la transition vers une économie bas carbone. La notion

équitable de la réponse aux changements climatiques se retrouve aussi en immobilier avec le référentiel du WGBC (WGBC, 2020b). L'intégration de cette dimension sociale dans la réponse aux changements climatiques à certainement été en partie stimulée par le contexte pandémique de la COVID-19.

Enfin, la thématique de l'ESG en tant qu'ensemble n'a pas disparu et demeure encore présente mais fait l'objet de moins de développement qu'auparavant (INREV, 2018; PRI, 2018e).

5.2.4 Période : 2021-2022

La période suivante, 2021 - 2022, a contribué à renforcer le travail continu réalisé depuis 2015 sur les questions climatiques et particulièrement sur l'objectif zéro émission nette, qui connaît un regain d'attention notamment suite à la COP26 sur les changements climatiques, tenue à Glasgow en 2021.

Les initiatives qui en émergent cherchent à créer des réseaux d'acteurs influents de la finance, qu'il s'agisse de renforcer des initiatives présentées précédemment ou de créer de nouveaux regroupements d'investisseurs. Les deux plus grosses initiatives en la matière sont la *Glasgow Financial Alliance for Net Zero* (GFANZ) et *The Investor Agenda* (TIA). La GFANZ, créée lors de la COP26 à Glasgow, est une coalition de huit alliances financières indépendantes dont l'objectif est d'appuyer la transition carboneutre d'ici 2050 et d'aider à atteindre les objectifs de l'Accord de Paris. Les huit organisations en question sont : la NZAOA, la NZAMI, la PAAO, la NZBA, la NZFSPA, la NZICI, la VCA et la NZECA (GFANZ, 2024). La TIA quant à elle rassemble les plus grands groupes d'investisseurs de la planète, soit la CDP, la Ceres, la IIGCC, les PRI, la UNEP-FI, la *Asia Investor Group on Climate Change* (AIGCC) et la *Investor Group on Climate Change* (IGCC). Elle poursuit le but de créer le meilleur guide pour contrer les changements climatiques et accélérer la transition vers la carboneutralité (TIA, 2022). Il y a également la *Paris Aligned Asset Owners* (PAAO) ou encore la *Global Real Estate Engagement Network* (GREEN). La PAAO est une initiative se basant sur la *Net Zero Investment Framework* de la IIGCC qui réunit des propriétaires d'actifs s'étant engagés individuellement à réaliser une transition de leurs investissements pour atteindre en faire des portefeuilles net zéro émission d'ici 2050 tout au plus (PAAO, 2024). Quant à la GREEN, financée par la *Laudes Foundation*, elle est dédiée aux investisseurs en immobilier puisqu'il s'agit d'un réseau d'investisseurs institutionnels dans l'industrie immobilière ayant pour objectif de s'assurer que l'industrie atteigne les objectifs climatiques de l'Accord de Paris. Les membres de GREEN sont signataire d'un appel à l'action, ce qui permettra aux entreprises immobilières d'améliorer leur performance durable et de réduire leur exposition financière et non-financière aux risques climatiques. Les signataires prennent en considération

les risques ESG et climatiques dans le cadre de leur devoir fiduciaire et doivent de ce fait les intégrer dans leurs politiques d'investissement. Les principales actions des fonds d'investissement immobilier identifiées sur le changement climatique et le développement durable visent l'amélioration de la robustesse de la divulgation des plans d'affaires par l'intégration de scénarios climatiques, l'intégration d'un cadre de gouvernance fort à l'égard des changements climatiques et du développement durable, lequel doit intégrer des cibles ambitieuses visant la réduction de 1,5 degrés Celsius, ainsi que le développement de plans de transitions basés sur la science pour aider à atteindre les objectifs de l'accord de Paris et la promotion des bâtiments durables certifiés normalisés à travers le portefeuille (GREEN, 2024).

La dimension technologique sur le climat commence également à être prise en considération de manière plus sérieuse avec la création de la *Breakthrough Agenda* (BA) qui a été créée lors de la COP26 et qui vise à renforcer la collaboration internationale pour rendre plus abordable, accessible et attractives les technologies propres et les solutions durables dans les secteurs clés et dans toutes les régions d'ici 2030, en y incluant les bâtiments (Breakthrough Agenda, 2024).

Au-delà de ces initiatives, le dynamisme à l'égard de l'objectif zéro émission nette se distingue par une publication abondante de référentiels visant à préciser ce qui est entendu et ce qui est attendu. Un grand nombre de plans de transition destinés aux différents acteurs de la finance sont publiés, dont certains spécifiques à l'alignement des portefeuilles (GFANZ, 2022a, 2022c; IIGCC, 2022; ILN, 2022; PRI, 2022d; SBTi, 2022; TIA, 2022; UNEP FI et PRI, 2022). Aussi, la CA100+ publie la première version de son référentiel de comparaison et ISO s'est engagée à transformer son approche adoptée dans le cadre de l'action en faveur du climat et de promouvoir les travaux entrepris à l'échelon international pour parvenir à la neutralité carbone et des normes de la ISO pour tendre vers la carboneutralité (CA 100+, 2021c; ISO, 2021a, 2021b).

En s'intéressant de manière plus spécifique à l'immobilier, la tendance est la même. Ce dynamisme à l'égard de l'objectif zéro émission nette s'exprime par l'élargissement de la portée d'action de la CRREM qui ne se concentre plus désormais sur l'UE, mais qui considère dorénavant les trajectoires dérivées des émissions de GES en concordance avec les objectifs de l'Accord de Paris et des budgets carbone au niveau mondial, en intégrant aussi l'Amérique du Nord et l'Asie (CRREM, 2024). Ce dynamisme se révèle aussi par l'intégration plus importante d'objectif de carboneutralité en immobilier au sein d'initiatives visant la finance dans son ensemble, comme la BA citée ou encore la IIGCC, qui recommande l'utilisation de la GRESB et de la CRREM (IIGCC, 2021). Un changement important est apporté à la *Net Zero Building*

Commitment de la WGBC qui intègre désormais par défaut la comptabilisation du carbone intrinsèque (WGBC, 2021c). La WGBC a aussi lancé *#Buildinglife* qui vise à contribuer à l'élimination du carbone opérationnel et intrinsèque des bâtiments en accélérant les actions publiques et privées sur les marchés européens (WGBC, 2024a). D'autres outils dédiés aux actifs immobiliers sont publiés renforçant l'importance de la CRREM et mettant l'accent sur l'exécution de rénovations tendant vers le net zéro et vers la transformation du parc bâti (Alliance HQE-GBC France, 2022b, 2022c; DGNB, 2022; EPRA, 2022b).

La carboneutralité prend une place majeure, mais elle est aussi concomitante avec la notion de risque climatique qui, bien que moins dynamique, continue d'être développée par divers guides visant à intégrer toujours mieux à la notion de risque de crédit et traitant souvent de la thématique des risques physiques (CISL, 2022; GRESB, 2022a; ILN, 2021; NGFS, 2021, 2022; PRI, 2021a, 2021b, 2022e). Ces risques sont aussi retranscrits dans le secteur immobilier par l'entremise de guides d'intégration du TCFD de manière spécifique à cette catégorie d'actifs, mais aussi par l'intégration de ces initiatives dans le « E » des outils ESG, lesquels, par conséquent, ont grandement gagné en précision (GRESB, 2022b; NCREIF et PREA, 2022).

Faisant contrepoids à la dimension climatique portant en grande partie sur la question de la carboneutralité, la deuxième thématique phare de la période 2021 – 2022 est la biodiversité. Tout d'abord, ce sont quatre initiatives d'envergure qui sont créées. Les approches de ces initiatives sont très largement axées sur les risques. Ce sont la *Taskforce on Nature-related Financial Disclosure* (TNFD), la *Nature Action 100* (NA 100), la *Exploring Natural Capital Opportunities, Risks and Exposure* (ENCORE) et la *Finance for Biodiversity Foundation* (FBF). Avant de décrire la fonction de ces outils, il est intéressant de souligner la reproduction et l'adaptation à la protection de la biodiversité d'outils ayant connu un succès important dans le cadre de la question de la lutte contre les changements climatiques. Créée en 2021, la TNFD s'inspire du modèle du TCFD (*Taskforce on Climate-related Financial Disclosures*). Son but est d'offrir aux entreprises et aux institutions financières un cadre volontaire pour identifier, évaluer, gérer et divulguer leurs risques et opportunités liés à la nature et à la biodiversité (TNFD, 2024).

La NA 100 vise à soutenir plus d'ambition et d'action de la part des entreprises à l'égard de la perte de nature et de biodiversité pour atténuer le risque financier et protéger les intérêts économiques long termes des clients et des bénéficiaires des investisseurs (Finance for Biodiversity Foundation, 2024; Nature Action 100, 2024a). La NA100 a notamment publié des indicateurs pour évaluer et classer la performance des entreprises sur les questions de perte de nature et de biodiversité. Ces indicateurs portent sur :

- leur engagement public pour minimiser leur contribution aux principaux moteurs de perte de biodiversité et pour conserver et restaurer les écosystèmes. Ces engagements doivent survenir aussi bien au niveau opérationnel qu’au niveau de toute la chaîne de valeur d’ici 2030;
- l’évaluation et la divulgation publique des dépendances, des impacts risques et des opportunités liés à la nature aussi bien au niveau opérationnel que sur la chaîne de valeur;
- l’établissement de cibles scientifiques, adaptés au contexte et échelonnés dans le temps découlant des évaluations de risques sur les dépendances, impacts, risques et opportunités liés à la nature;
- le développement d’un plan pour toute l’entreprise sur la manière d’atteindre les cibles;
- l’établissement de conseils d’administration contrôlant et évaluant le rôle des gestionnaires dans l’évaluation et la gestion des dépendances, impacts, risques et opportunités liés à la nature;
- et, enfin, l’implication avec des parties externes de la chaîne de valeur incluant les associations de commerce, les décideurs politiques et autres parties prenantes pour créer un environnement facilitant l’intégration des plans et l’atteinte des cibles (Nature Action 100, 2024b).

Ces différents facteurs ressemblent dans une certaine mesure à CA100+.

Quant à la troisième initiative, ENCORE, elle est une initiative permettant aux institutions financières de comprendre comment l’économie dépend de la nature et l’impact pour mieux identifier les risques en lien avec la nature auprès desquels ils sont exposés à travers leurs prêts et de leurs investissements dans les industries et sous-industries à risque (ENCORE, 2024).

Enfin, la FBF vise à soutenir l’action et la collaboration entre les institutions financières par l’entremise de groupes de travaux. Les membres ont signé le *Finance for Biodiversity Pledge*, qui fait notamment reconnaître aux signataires que la biosphère terrestre est la base de la résilience humaine et du progrès et qu’elle est soumise à un stress de plus en plus important; ils appellent à la prise d’actions ambitieuses pour la biodiversité. Leur engagement porte plus particulièrement sur la protection et la restauration de la biodiversité par l’entremise de leurs activités financières d’investissement : 1) en collaborant et partageant le savoir, 2) en s’impliquant dans les entreprises, 3) en évaluant l’impact, 4) en fixant des objectifs à atteindre, 5) en divulguant publiquement sur les points précédents (FBF, 2024).

Au-delà du lancement de ces quatre initiatives importantes, la COP 15 sur la biodiversité qui s’est déroulée à Montréal a mené entre autres à une déclaration commune en faveur de la biodiversité de la part d’un

groupe d'investisseurs institutionnels comprenant 137 signataires dont Allianz, AXA ou encore la CDPQ (UNEP-FI *et al.*, 2022). Tout comme pour les questions climatiques, des guides et des partages de pratiques en matière de mesure d'impact sur la biodiversité ont été publiés notamment par la PBAF et par la TNFD avec la base *Nature Related Data Catalyst* de la TNFD ainsi qu'un partenariat avec la *Integrated Biodiversity Assessment Tool* permettant d'accéder facilement à la « Carte de la biodiversité » (PBAF, 2022; TNFD, 2022). D'autres éléments à citer portent sur l'importance de la comptabilisation de l'eau du fait des risques financiers qu'elle représente notamment, mais également de la publication d'une norme d'évaluation de la performance environnementale des titres et des créances vertes (Ceres, 2024c; ISO, 2022).

La notion de biodiversité maintient l'attention sur l'économie circulaire en immobilier et catalyse l'adoption de pratiques à cet effet (BOMA Canada, 2022; PRI, 2022f; WBCSD, 2022a, 2022c; WGBC, 2024b). De fait, on assiste à une multiplication des publications visant les bâtiments existants qui traitent de la rénovation, de la décarbonation des grands immeubles, du développement urbain durable, leur circularité ou encore de la résilience aux changements climatiques de l'environnement bâti (Alliance HQE-GBC France, 2021a, 2021b; CAGBC, 2021; IGBC, 2021). Un outil important pour les investisseurs a été publié par le WBCSD portant sur la valeur économique sociale et environnementale qu'apporte une approche circulaire appliqué aux immeubles (WBCSD, 2021).

Alors qu'apparaît lors de cette période la dimension de solution technologique pour lutter contre le changement climatique, un nombre très conséquent d'outils mettent de l'avant des solutions basées sur la nature. Cela peut être attribué au fait qu'elle permet de lier parallèlement les questions climatiques et de biodiversité. Les différents documents et outils publiés traitent du rôle que ces solutions basées sur la nature occupent en matière d'atteinte des objectifs zéro émission, des bénéfices qu'ils peuvent apporter en matière de développement durable, des bénéfices financiers aux vues des crédits carbone où encore sur les chaînes de valeurs (WBCSD, 2022b, 2022d, 2022e, 2022f, 2022g; WEF et WBCSD, 2021). Ces solutions basées sur la nature sont notamment mises de l'avant et stimulées par la création de la *Race to Resilience* (R2R) créée dans la continuité de la R2Z et qui vise à stimuler l'accélération de l'investissement et de l'intégration des solutions d'adaptation en mettant les personnes et la nature au premier plan (R2R, 2024). Il convient de souligner que cette initiative réaffirme l'importance de la dimension sociale, désormais incontournable. Celle-ci s'impose en effet comme un pilier essentiel de la résilience du cadre bâti, mais aussi de la gouvernance climatique, comme en témoigne la révision de la méthodologie de la CA 100+ intégrant explicitement les notions de transition juste ainsi que de reddition de comptes et d'audit

climatique (CA 100+, 2021a, 2021b, 2022; WGBC, 2022). Une importance conséquente est donc apportée à cette notion d'équité ou de justice sociale dans la transition de l'économie.

C'est également une période extrêmement dynamique pour le cadre des normes de divulgation avec des créations et des fusions d'initiatives. Ainsi, deux initiatives visant directement la divulgation de données sont créées. Il s'agit de la *International Sustainability Standards Board* (ISSB) et de la *Value Reporting Foundation* (VRF). La ISSB est créée en novembre 2021 lors de la COP26 de Glasgow par l'IFRS à partir des travaux de la TCFD, du SASB et de la CDSB (IFRS, 2024). Elle vise le développement de normes qui résulteront en une base globale de haute-qualité et compréhensive pour la divulgation en matière de développement durable qui est important pour les investisseurs et les marchés financiers. Ses objectifs principaux consistent notamment à : 1) élaborer des normes pour une base mondiale d'information sur le développement durable ; 2) répondre aux besoins d'information des investisseurs ; 3) permettre aux entreprises de fournir des informations complètes sur le développement durable aux marchés financiers mondiaux ; et 4) faciliter l'interopérabilité avec les divulgations qui sont propres à une juridiction et/ou qui s'adressent à des groupes d'intervenants plus larges.

La VRF, quant à elle, a été créée officiellement en 2021 et était née de la fusion de la SASB, de la *International Integrated Reporting Council* (IIRC) et comprenait les *Integrated Thinking Principles* (ITP) (VRF, 2023). Une mention particulièrement intéressante est que la VRF qui montrait déjà une centralisation de certaines initiatives d'envergure a été elle-même très rapidement intégrée en même temps que la CDSB à la ISSB. La ISSB se positionne ainsi, très rapidement, comme une initiative très importante en matière de divulgation de données financière à tel point qu'elle ne peut être ignorée par les acteurs de la finance qui doivent rapidement se l'approprier (PRI, 2022c).

En outre, la PCAF, créée quelques années auparavant, publie ses normes de divulgation permettant aux acteurs financiers de communiquer les émissions financées par classe d'actifs, elle se base sur la *GHG Protocol* (PCAF, 2022a). De plus, elle publie sa norme concernant les émissions liées à l'assurabilité ou à la réassurance des secteurs économiques (PCAF, 2022b). D'autres outils, permettant d'élargir les champs de la divulgation durable, sont publiés sur l'eau et sur la biodiversité notamment (CDSB, 2021a, 2021b).

Un rapprochement important entre les initiatives abordées jusqu'à présent et certaines nations doit être mentionné. Le G20 s'engage à faire la promotion de l'intégration des exigences de divulgation du référentiel TCFD alignés avec les cadres réglementaires internes de ces pays (U.S. Department of the

Treasury, 2021). Peu de temps après le G7 a reproduit le même engagement (G7, 2021). La TCFD demande à toutes les entreprises de se munir de plus de détails sur l'intégration des plans de réduction de GES lorsque celle-ci s'est munie d'une cible de réduction et elle leur demande également d'envisager de divulguer les émissions de portée 3 ainsi que de divulguer des mesures trans-sectorielles (TCFD, 2021).

Ces événements crédibilisent toujours plus le référentiel du TCFD qui fait l'objet de nouvelles publications (PRI, 2021e). L'intérêt porté à la TCFD par des regroupements d'États tels que le G7 et le G20 mène également à la publication d'outils traitant les enjeux de l'intégration de ce référentiel dans le cadre légal et réglementaire et l'impact que cela aurait sur les investisseurs notamment (2DII, 2021; Freshfields Bruckhaus Deringer, 2021). Au-delà du seul référentiel de la TCFD, ces événements témoignent d'une considération plus sérieuse des risques climatiques par les entreprises et donc de l'impact des activités économiques sur l'environnement. En conséquence, un nombre important de notes d'informations dédiés au secteur financier ont été réalisés. C'est notamment le cas pour l'Union européenne, le Royaume-Uni et l'Australie (PRI, 2022a, 2022b, 2022i; PRI *et al.*, 2022a, 2022b, 2022c).

Enfin, la thématique de l'engagement actionnarial fait également son apparition lors de cette période afin que les décisions d'investissement, mais également les droits actionnariaux, puissent contribuer à la société de manière plus large (DNV et WBCSD, 2021; PRI, 2021c, 2021d). Cela se traduit notamment par la publication de nouveaux questionnaires d'obligation diligente en matière d'investissement responsable par les PRI dédiés aux les investisseurs de marchés et aux fonds spéculatifs (PRI, 2022g, 2022h).

Cette vision toujours de plus en plus complète par rapport à ce qu'implique les enjeux de la lutte contre les changements climatiques et de la protection de la biodiversité demande une meilleure intégration et une vision plus intégrée des investissements dans les actifs immobiliers. Cela demande d'aborder le développement du concept de bâtiment durable par la lougnette du concept de ESG en valorisant l'importance de l'alignement avec le modèle d'affaires au niveau corporatif, une meilleure utilisation de l'analyse cycle de vie pour considérer d'autres impacts que ceux du changement climatique ou encore d'adopter une approche intégrée de l'environnement bâti aux infrastructures (Alliance HQE-GBC France, 2022a; BOMA Canada et flo, 2021; USGBC, 2022; WGBC, 2021b).

5.2.5 Période : 2023

Enfin, pour l'année 2023, il n'y a pas de création d'initiatives majeures mais plutôt un développement ou une consolidation de ces initiatives par la publication de nouveaux outils portant aussi bien sur la lutte contre les changements climatiques que sur la protection de la biodiversité. Les guides visant à soutenir les acteurs financiers dans la compréhension du cadre réglementaire relatif aux impacts continuent de s'enrichir, notamment par l'ajout de documents spécifiques au Canada et au Japon (PRI *et al.*, 2023a, 2023b). Pour les actifs immobiliers, un guide spécifique portant sur l'alignement avec la taxinomie européenne a été publié, de même que des analyses concernant les impacts de la SFDR sur l'investissement immobilier (EPRA, 2023; INREV, 2023a).

La transition climatique reste un enjeu important. Des guides, portant sur l'élaboration et l'application de plans de transition soulignent l'importance d'y intégrer tous les acteurs de la chaîne d'approvisionnement (IIGCC, 2023a, 2023b; SBTi, 2023b; TIA, 2023). Des normes sur les zéro émissions nette au niveau corporatif et des critères portant sur les objectifs court termes sont publiés par la SBTi (SBTi, 2023e, 2023f). L'immobilier n'est pas épargné avec la publication spécifique à la transition du secteur (SBTi, 2023a).

La résilience climatique aussi, est toujours un sujet d'intérêt. En témoignent des publications de référentiels de mesures et de divulgation pour vérifier l'impact de l'inaction sur les actifs financiers et les infrastructures et de la façon dont l'action permet de préserver la valeur des actifs en immobilier comme le montre notamment l'intégration de ce facteur dans la 4^{ème} version de BOMA BEST (BOMA BEST, 2024; BOMA Canada, 2023b; R2R, 2023).

L'intégration croissante des enjeux liés à la carboneutralité dans le secteur immobilier se manifeste par le développement d'outils spécialisés, couvrant divers volets du cycle de vie du bâtiment, qu'il s'agisse de la conception et de la construction, du carbone opérationnel et intrinsèque, de l'apport de capitaux fondé sur l'approche cycle de vie, de l'intégration des prix du carbone, des stratégies d'approvisionnement ou encore de l'utilisation des sols (BOMA International et Steven Winter Associates, 2023; CAGBC, 2023; CRREM *et al.*, 2023; SBTi, 2023c, 2023d; WBCSD, 2023c, 2023e, 2023f; WGBC, 2023d). En investissement, l'enjeu de la zéro émission nette est présent par l'engagement de certains gestionnaires d'actifs à la NZAMI ou encore la captation carbone (NZAMI, 2024a; WBCSD, 2023g).

La biodiversité reste aussi une thématique centrale comme le démontre la publication d'un nombre conséquent de documents. Les thématiques soulevées touchent notamment la caractérisation et la mesure de la biodiversité (ex : approche LEAP (*Locate, Evaluate, Assess and Prepare*)) pour le secteur de la finance et les risques liés à la nature (NGFS, 2023a, 2023c; TNFD, 2023a, 2023b, 2023d). La circularité des ressources et sa mesure demeurent des éléments centraux (WBCSD, 2023b; WGBC, 2023b). L'eau est une ressource qui reçoit une attention particulière avec des guides, des engagements et un outil se portant sur l'impact de la gestion des eaux usées au niveau d'un site et va même jusqu'à calculer les émissions de portée 2 et 3 générées par ces eaux usées (WBCSD, 2023a, 2023h, 2023i). Les actifs immobiliers sont aussi concernés, puisqu'ils ont un rôle à jouer dans la limitation de la crise de l'eau. Or, au niveau des bâtiments, on observe un déficit marqué de suivi, lié à des défaillances dans les systèmes, les raccords et la maintenance, ainsi qu'à un manque de sensibilisation et d'incitatifs (WGBC, 2023a). D'autres documents spécifiques à l'immobilier sont aussi publiés : ils traitent de sujets tels que les liens du secteur avec la biodiversité ou encore de l'intégration de l'agriculture urbaine (BOMA Canada, 2023a; USGBC, 2023).

Des changements conséquents surviennent aussi en matière de divulgation de données. Après avoir intégré en 2022 la CDSB et la VRF, la ISSB intègre sous son giron la TCFD sur demande de la FSB, faisant de cette dernière la norme de divulgation dominante. L'ISSB sort cette même année ses deux premières normes IFRS S1 et IFRS S2 (IFRS, 2023a, 2023b). La première, IFRS S1 – *General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*, traite des exigences générales de divulgation d'informations financières liées à la durabilité et a pour but de contraindre une entité à divulguer des informations sur ses risques et opportunités liés à la durabilité, utiles aux utilisateurs principaux des rapports financiers à usage général pour prendre des décisions concernant l'allocation de ressources à l'entité. La seconde, IFRS S2 – *Climate-related Disclosures*, porte sur les divulgations liées au climat et a pour objectif d'exiger d'une entité qu'elle communique des informations sur ses risques et opportunités liés au climat utiles aux utilisateurs principaux des rapports financiers à usage général pour prendre des décisions sur les ressources à allouer à l'entité. En matière de divulgation de GES, la SASB publie une norme pour les gestionnaires d'actifs qui intègre la notion ESG et d'émissions financées (SASB, 2023). De plus, la PCAF sort une troisième norme visant notamment de mesurer le rôle que les financiers ont dans le conseil et les options relatives à l'allocation de capitaux envers les actifs émettant de GES (PCAF, 2023).

En matière de biodiversité, des normes et des recommandations importantes sont aussi publiées pour guider les acteurs dans leurs pratiques de divulgation. Les recommandations de la TNFD ont été

officiellement publiées, elles sont alignées avec la TCFD et les normes de la ISSB (TNFD, 2023c). En outre, la PBAF publie une norme de comptabilité pour évaluer les dépendances aux services écosystémiques qui s'ajoute à la publication sur les impacts sur la biodiversité publiée l'année précédente (PBAF, 2023).

Des documents portant sur des approches plus larges telles que l'ESG ou le développement durable sont publiés. Ils traitent des données ESG standardisées spécifiques au domaine de l'immobilier (INREV, 2023c), du paysage des différentes certifications, référentiels et pratiques pour l'investissement immobilier (ULI *et al.*, 2023) mais aussi des liens entre la durabilité et le logement abordable (WGBC, 2022, 2023c). Il faut souligner que l'ESG et le développement durable semblent être des concepts larges qui intègrent de plus en plus les enjeux cités précédemment et qui permettent de mieux les définir et de les rendre plus concrets.

Enfin, peuvent être cités d'autres événements tels que les questionnaires d'obligation diligentes spécifiques à l'investissement en immobilier (INREV, 2023b; PRI, 2023b), la mise à jour de la modélisation climatique pour les banques (NGFS, 2023b).

5.3 Synthèse

En résumé, ce chapitre visait à traiter des développements d'initiatives internationales et transnationales survenus entre 2015 et 2023 touchant les organisations œuvrant dans le domaine de l'immobilier et plus particulièrement de l'investissement en immobilier. Une synthèse chronologique de ces développements du champ organisationnel (méso) est illustrée à la Figure 5.2 qui mentionne aussi sous chaque période le nombre d'initiatives créées visant les changements climatiques et la biodiversité.

Tout d'abord, il est intéressant de constater que nombre d'initiatives ont été créées avant même l'Accord de Paris. Sans grande surprise, les premières associations industrielles en immobilier, dont BOMA International, BOMA Canada et PREA, visaient principalement à défendre les intérêts de leurs membres, cherchant à conserver leur statu quo vis-à-vis des gouvernements en place en évitant d'évoquer les questions environnementales tout en faisant valoir principalement la composante financière. Une volonté de normalisation internationale a également émergé avec la création de la ISO.

Les années 1990 marquent un tournant : l'intérêt pour l'enjeu environnemental grandit avec la création d'initiatives comme la Ceres, la WBCSD ou la GRI traitant de collaboration, de développement de codes de bonnes pratiques et de référentiels de divulgation dédié à cette thématique. C'est plus particulièrement

l'enjeu du changement climatique et des émissions de GES qui accapareront l'attention comme le montre la création de la GHG Protocol, de la CDP ou encore de la IIGCC pour les investisseurs institutionnels.

Les acteurs industriels traditionnels cités précédemment, ne prenant pas encore en considération les enjeux environnementaux, laissent une place vacante. Ainsi, des conseils de bâtiments durables voient le jour à travers le monde : la USGBC, la HQE, la CAGBC ou encore la DGNB; mais aussi au niveau mondial la WGBC. Pour pouvoir désigner certains bâtiments comme étant durables les conseils de bâtiment durable ont créé des certifications volontaires excédent la réglementation en place telles que BREEAM, LEED, BOMA 360 Performance Program ou encore BOMA BEST qui sont avant 2015 toujours centrés grandement sur les enjeux de la consommation énergétique.

En investissement, l'année 2004 marque un tournant avec la création du concept ESG par les Nations Unies suivi par la création de l'initiative des PRI, qui touchent l'investissement de manière générale, et par la création d'outils d'investissements dédiés à l'immobilier avec notamment l'apparition du GRESB. Ces initiatives permettent ainsi de fournir une base de pratiques communes aux différents acteurs concernés. Ces pratiques sont notamment divulguées par des référentiels nouvellement créés tels que la CDSB, la SASB ou encore la D2II. Ces divulgations adoptent une approche de matérialité financière, alors que la GRI, qui privilégie la matérialité d'impact, a élaboré notamment une norme dédiée au secteur immobilier.

L'année 2015 est une période portée sur les enjeux de la lutte au changement climatique et de la décarbonation. Cela s'inscrit dans la continuité et confirme ce qui a été observé à la fin de la période précédent, ce qui s'explique grandement par l'adoption de l'Accord de Paris. La décarbonation s'observe par l'entremise de la prise en compte systématique des émissions de GES de portée 2, élargissant ainsi le spectre des émissions, et le développement d'une méthodologie pour les émissions de portée 3. En finance, on observe la création d'initiatives visant à travailler sur le développement d'outils permettant d'analyser l'alignement des émissions de GES avec l'accord de Paris, telles que la SBTi et la PACTA, et permettant de divulguer des informations pertinentes au niveau local et international, telles que la TCFD et la PCAF. En parallèle des outils permettent d'apporter un éclairage sur la mesure dans laquelle les enjeux de durabilité sont compatibles avec le devoir fiduciaire (ou ce qui s'y apparente dans les juridictions concernées) des investisseurs appliqués à la plupart des juridictions étudiées lors de la sous-question 1. Enfin, en ce qui a trait au bâtiment, les initiatives évoquées précédemment se concentrent sur la publication d'outils portant sur l'énergie.

La période comprise entre les années 2016 et 2017 fait place à une diversification des thématiques s'éloignant ainsi du simple enjeu de la décarbonation. Cela étant dit, la décarbonation reste un enjeu accaparant beaucoup d'attention par l'entremise de la publication du référentiel de la TCFD auquel la SASB et la CDSB veulent s'harmoniser, témoignant déjà d'une tendance à la normalisation. Les autres thématiques abordées sont les risques climatiques, le développement durable pour lesquels un arrimage aux enjeux existants est recherché, incluant les matériaux. La volonté de connecter les entreprises et les investisseurs s'observe également par l'apparition d'initiatives autres que la divulgation telles que la CA 100+ ou la TPI. Les banques se joignent au bal grâce à la création de la NGFS. La biodiversité est timidement abordée par la GRI mais est bien présente. Au niveau de l'immobilier, les changements de 2015 commencent à se refléter lors de cette période où des outils apparaissent spécifiquement afin d'intégrer l'Accord de Paris ou encore de traiter de la dimension matérielle du développement durable. Alors que le concept de bâtiment durable continue d'être dominé par l'efficacité énergétique. Enfin, on assiste à une initiative cherchant à limiter les effets des États-Unis de l'accord de Paris avec la « WE ARE STILL IN ».

La période s'étendant de 2018 à 2020, souligne un élargissement toujours plus important des outils et des initiatives en lien avec les enjeux climatiques qui s'observe notamment par un éloignement des facteurs ESG qui sont mieux découpés et qui représentent un facteur trop large. En finance cela s'observe par l'entremise du développement de guides généraux et spécifiques sur le sujet qui intègrent notamment le référentiel de la TCFD et l'enjeu des divulgations environnementales. L'enjeu de la décarbonation continue d'être développé et est mené à une dimension plus large comme en témoigne la création de la NZAOA, de la R2Z ou encore de la NZAMI. Les concepts de risques physiques et de risques de transition se normalisent. Le secteur immobilier n'est pas épargné par le développement de la thématique zéro émission nette dont certains outils traitent du concept de bâtiment net zéro, du carbone intrinsèque ou encore par la création d'initiatives régionales d'envergure telles que le CRREM. Cette notion de zéro émission nette peut être à son tour considérée comme un moyen permettant d'élargir la discussion autour de l'unique performance énergétique en immobilier qui voit des outils sur la circularité, l'analyse du cycle de vie et les ressources. Les certifications en bâtiment vont aussi dans ce sens en intégrant les enjeux de circularité. Les normes de divulgation suivent avec les premières directives de la PCAF créée quelques années plus tôt et également la création d'une initiative sœur qui travaillera sur la biodiversité, la PBAF. Dans le but de réagir à cette complexité croissante du contexte des enjeux liés aux changements climatiques et à la protection de la biodiversité, les investisseurs se réunissent sous des initiatives afin de démystifier ce cadre à l'échelle internationale comme le montre la création de la ILN ou la croissance de l'ICI. Face à la multiplication des

cadres de divulgation, des rapprochements émergent également pour faciliter la divulgation des organisations. Le CDP aligne sa plateforme sur les recommandations de la TCFD, et un centre de connaissance et de collaboration TCFD-CDSB est créé pour harmoniser les pratiques de divulgation. L'importance structurante de la TCFD a été confirmée par les experts interrogés. L'un d'eux a qualifié sa création de « moment assez structurant » dans l'évolution des cadres de divulgation climatique pour les investisseurs institutionnels, soulignant le rôle central de ce référentiel dans la normalisation progressive des approches de gestion et de divulgation climatiques observées durant cette période.

La période s'étendant de 2021 à 2022, est marquée par la confirmation de la carboneutralité comme cible principale avec une accélération nette stimulée par le déroulement de la COP 26 sur les changements climatiques à Glasgow. Au niveau financier, cela s'observe par la création d'initiatives majeures comme la TIA mais surtout la GFANZ réunissant des initiatives conséquentes créées pendant les années précédentes et par la création d'une initiative stimulant les solutions technologiques, la BA. De manière plus spécifique à l'immobilier, l'enjeu de l'objectif zéro émission nette comme tendance mondiale confirmée s'observe aussi par l'élargissement du référentiel de la CRREM non plus seulement à l'échelle de l'UE mais à l'échelle mondiale, l'intégration du carbone opérationnel par défaut dans des outils de la WGBC, ou encore la recommandation de l'utilisation d'initiatives spécifiques à l'immobilier comme la GRESB ou la CRREM au sein d'outils provenant d'initiatives financières plus larges. L'enjeu de la carboneutralité est donc central, mais va toujours de pair avec la notion de risque climatique qui suscite toujours beaucoup d'attention.

Une autre grande thématique de cette période est la biodiversité stimulée notamment par la COP 15 sur la biodiversité. Au niveau financier, cela s'observe par la création de quatre initiatives que sont la TNFD, la NA 100, la ENCORE et la FBF. Pour la TNFD et la NA 100, il n'est pas possible de ne pas faire le parallèle d'une adoption à la biodiversité des outils de la TCFD et de la CA 100+ évoqués précédemment. La TNFD a ainsi publié son référentiel pendant cette même période tout comme la PBAF créée quelques années plus tôt confirmant une attention portée en grande partie sur la simple matérialité. Au niveau du bâtiment cela s'observe notamment par une croissance de la publication d'outils sur l'économie circulaire avec une forte emphase sur la rénovation des bâtiments. Bien que les solutions technologiques aient été évoquées pour cette période, la notion des solutions basées sur la nature fait l'objet d'un nombre conséquent d'outils de la part de la WBCSD, de la WEF, de la WGBC ou encore de la R2R.

Dans un contexte de fragmentation croissante des normes de divulgation, l'ISSB est créée en novembre 2021 par l'IFRS avec le mandat d'établir une base mondiale de normes de divulgation en durabilité centrées sur la matérialité financière. Parallèlement, la VRF est créée et centralise la SASB, la IIRC et la ITP. Une centralisation rapide s'opère alors avec la VRF qui a été à son tour intégrée sous le giron de la ISSB en même temps que la CDSB. La TCFD, qui évolue pour demander à toutes les entreprises de se préparer à divulguer les émissions de portée 3, se confirme quant à elle de plus en plus comme le référentiel de choix en matière de divulgation des risques climatiques avec un engagement des membres du G7 et le G20 de son intégration dans la réglementation et donc de plus en plus de guides dédiés aux entreprises permettant de s'aligner avec ces futurs changements réglementaires. Afin de mettre l'accent sur la nécessité de l'alignement à tous les niveaux, plusieurs outils portant sur l'activisme actionnarial, sur les questionnaires diligents ou encore de l'analyse du cycle de vie sont publiés. Cette fragmentation croissante des normes de divulgation et le besoin pressant de normalisation ont été fortement soulignés par les experts interrogés. L'un d'eux a identifié le « besoin crucial de normalisation des données » comme une pression majeure ayant justifié la création de l'ISSB, précisant que ce manque de normalisation constituait un obstacle significatif empêchant les investisseurs de « déployer les moyens qu'ils souhaitent pour obtenir de l'information les aidant à prendre des décisions d'investissement ». Un autre expert a souligné que la multiplication des cadres de divulgation avait conduit à une « mauvaise allocation des ressources », les organisations devant « passer du temps à faire de la divulgation au lieu de réfléchir » sur le fond des enjeux, justifiant ainsi l'impératif de centralisation porté par l'ISSB.

L'année 2023 est marquée par un développement toujours continu d'outils permettant aux acteurs de la finance de mieux comprendre comment les enjeux de développement durable peuvent avoir des effets sur les cadres réglementaires dans lesquels ils évoluent. La notion de transition climatique reste importante avec différents outils permettant d'appliquer ces concepts de transition au niveau de la chaîne d'approvisionnement et la révision des normes du SBTi. Dans cet objectif de transition, la résilience climatique est importante pour préserver la valeur des actifs financiers, point intégré dans la certification BOMA BEST. Un autre élément important pour la transition est encore et toujours la carboneutralité où divers guides publiés portent aussi bien sur les métiers, que le carbone opérationnel, le cycle de vie, etc.

La biodiversité est aussi un enjeu dynamique avec la publication de multiples outils présentant de nouvelles approches basées sur le risque traitant notamment de la circularité des ressources (ex : LEAP). Les bâtiments sont directement concernés du fait des divers rôles qui leur sont attribués.

Chronologie

Secteur financier

Secteur immobilier

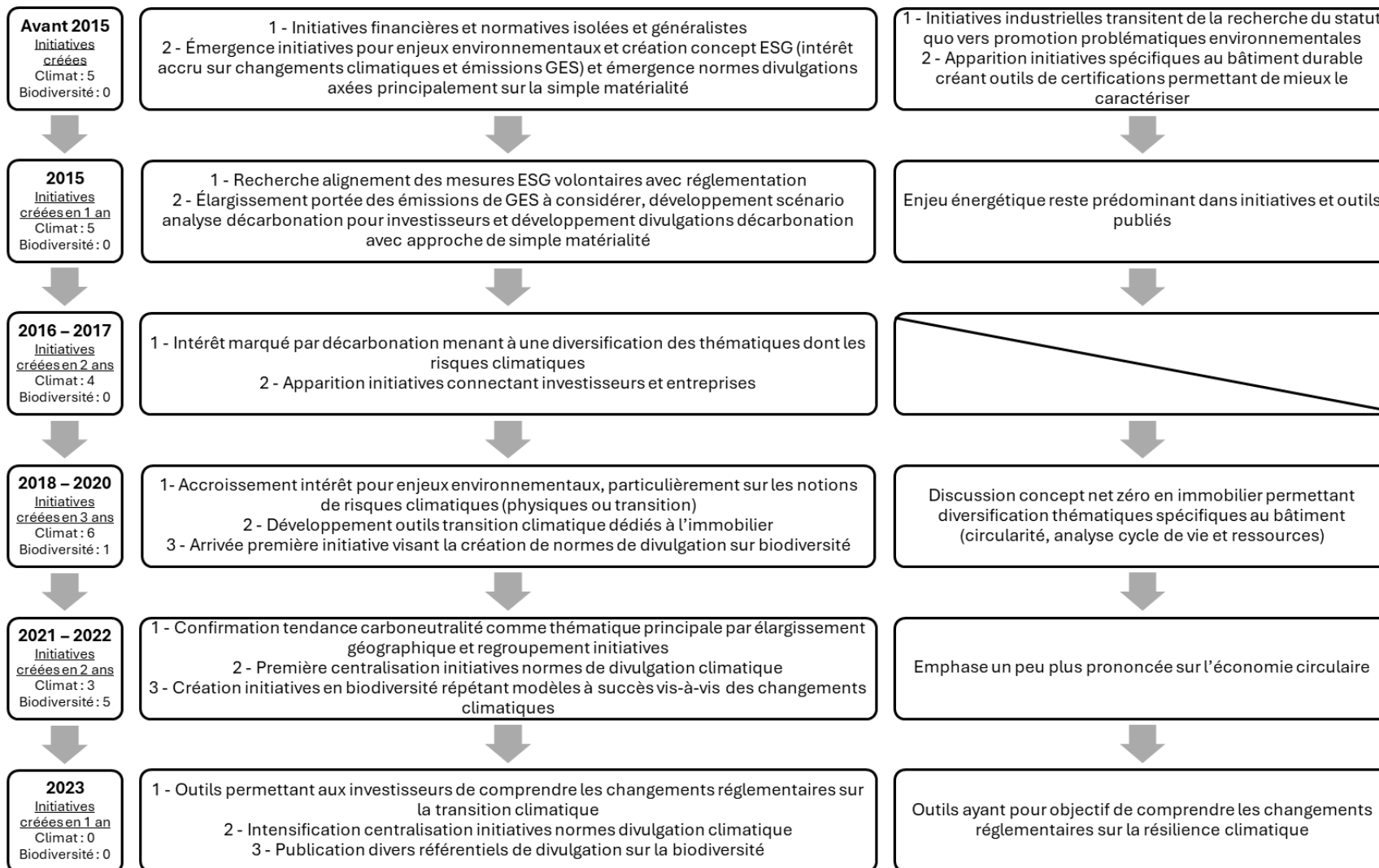


Figure 5.2 : Visualisation chronologique de la synthèse des évolutions des initiatives internationales et transnationales

En matière de divulgation de données, le mouvement de centralisation s'accélère dans l'objectif d'harmoniser le paysage normatif et de faciliter la comparabilité internationale. L'ISSB, qui avait déjà intégré la VRF et la CDSB, intègre désormais l'acteur majeur qu'est la TCFD sur demande de la FSB. L'ISSB publie par la même occasion ses deux premières normes (IFRS S1 et S2), établissant une base mondiale pour la divulgation en matière de durabilité. La PCAF publie une norme à l'attention du financement et de l'allocation de capitaux impliquant des émissions de GES. La divulgation en matière de biodiversité évolue pour voir apparaître la publication du référentiel de la TNFD qui est aligné avec les normes ISSB et le référentiel de la TNFD alors que la PBAF publie également une seconde publication pour traiter cette fois-ci de la comptabilisation de la dépendance à la biodiversité. Cela permet de préciser des pans entiers du concept ESG qui est un concept très vaste et qui est donc fragmenté. Enfin, il est intéressant de noter que pour cette année 2023, les outils proviennent d'initiatives existantes alors qu'il n'y a pas eu d'apparition de nouveaux acteurs. Il est à noter que le rythme d'intégration différencié entre les enjeux climatiques et ceux relatifs à la biodiversité a été confirmé par l'ensemble des experts interrogés. L'un d'eux a précisé que « le climat demeure le sujet numéro un, très prépondérant » tandis que « la biodiversité est à l'arrière-plan », ajoutant que « le sentiment d'importance et d'urgence dans les marchés financiers est encore très modéré ou faible pour la biodiversité en comparaison du climat ». Un autre expert a expliqué cette différence fondamentale par la nature de l'impact financier. Pour le climat, « si vous avez un immeuble qui ne remplit pas un certain nombre de critères, il est obsolète et l'obsolescence c'est un risque et c'est immédiatement une perte de valeur », alors que pour la biodiversité, l'impact n'est pas visible « en monnaie sonnante et trébuchante » à l'échelle de la vie de l'entreprise, nécessitant « une vision plus philosophique ou idéologique de la mission de l'investisseur » pour justifier l'engagement sur cet enjeu.

5.4 Analyse

L'analyse suivante, a pour objectif de traduire ce qui a été observé empiriquement tout au long de ce chapitre en des concepts généraux permettant de mieux comprendre le changement qui s'est opéré. Ce changement est illustré à la Figure 5.3.

Ainsi, tout comme constaté en réponse à la sous-question 1, il existait déjà avant 2015 un nombre d'initiatives et d'outils dont l'objet principal visait les enjeux vis-à-vis de l'environnement. La création de ces initiatives a souvent suivi la publication de rapport soulignant soit l'importance de considérer ces enjeux environnementaux ou soit la survenance de catastrophes qui y sont liées. Avant 2015, il semble y avoir principalement des initiatives larges et innovantes cherchant à traiter la thématique dans sa globalité,

lesquelles sans en comprendre toute l'étendue permettent tout de même de sensibiliser de manière simplifiée l'industrie à ces enjeux. Pour la période d'intérêt couverte dans le cadre de cette deuxième sous-question, on peut distinguer une progression en cinq étapes chronologiques de l'évolution du développement d'initiatives internationales et transnationales et de leurs outils méthodologiques.

La première étape est entraînée par un événement stimulant la discussion autour du sujet d'intérêt, ici représenté par la COP21 ou la COP15. Cette première étape peut être considérée comme celle de la mise en place de concepts simplifiés. Les initiatives internationales et transnationales ont d'abord introduit des concepts de base et des instruments méthodologiques simplifiés, destinés à faciliter l'appropriation progressive des enjeux climatiques et de durabilité par les acteurs financiers et immobiliers. Ces approches initiales, centrées sur des indicateurs élémentaires tels que les émissions de GES ou la performance énergétique, ont fourni un langage commun et une première grille d'analyse partagée.

La deuxième étape concerne l'élargissement des notions. Ces outils simplifiés ont ensuite servi de socle au développement de cadres conceptuels plus larges, intégrant et complexifiant les notions initiales. Le passage de la simple mesure des émissions de GES à la thématique plus englobante de la décarbonation illustre cet aspect, puisqu'il a permis d'introduire les notions de risques climatiques et de transition énergétique. De même, l'évolution d'une approche centrée exclusivement sur l'efficacité énergétique vers l'objectif du net zéro en immobilier a favorisé l'intégration de thématiques connexes telles que la circularité, l'analyse du cycle de vie et la gestion durable des ressources. Cette étape s'accompagne d'une volonté de s'aligner avec les normes existantes telles que les normes vis-à-vis des matériaux ou encore l'alignement avec les objectifs des 1,5°C de l'Accord de Paris.

La troisième étape porte sur l'institutionnalisation. Un mouvement d'institutionnalisation s'est ensuite affirmé, marqué par l'élargissement progressif et quasi automatique des thématiques déjà présentes dans les méthodologies de référence. L'intégration des émissions de portée 2 dans le *GHG Protocol* illustre cette logique d'extension normative. Aussi, la conceptualisation des risques climatiques, d'abord appréhendés de manière générale, s'est précisée en une typologie désormais largement reconnue distinguant les risques physiques et les risques de transition. Plus récemment encore, le secteur immobilier a vu s'imposer l'intégration systématique du carbone intrinsèque, traduisant une reconnaissance accrue de la complexité des impacts climatiques associés au cycle de vie des bâtiments.

La quatrième étape traite de l'harmonisation entre les référentiels. Ici, une dynamique d'alignement et de synchronisation entre initiatives a émergé, visant à renforcer la cohérence et la complémentarité des outils développés. Cette convergence s'est traduite par l'alignement progressif entre la SASB et la CDSB, élargi par la suite à la TCFD, ou encore par l'arrimage du CDP et de la PCAF au GHG Protocol. Ces rapprochements traduisent une volonté explicite de dépasser la fragmentation antérieure et de tendre vers une architecture plus intégrée de la divulgation et de la gestion des enjeux climatiques.

Enfin, la cinquième étape marque la centralisation. La dernière étape peut être comprise comme une étape de centralisation incrémentielle des outils les plus influents, avec pour objectif de construire un cadre normalisé, aligné et cohérent sur lequel les acteurs politiques et économiques peuvent s'appuyer. Dans le cas présent, ce mouvement s'illustre par la création de la VRF, regroupant la SASB, l'IIRC et l'ITP, qui a été intégrée à l'ISSB aux côtés de la CDSB. L'ISSB a par la suite consolidé son rôle de normalisateur central en intégrant également les recommandations de la TCFD. Parallèlement, cette étape se caractérise par la normalisation du déploiement des initiatives : les dispositifs les plus structurants en matière de climat, tels que la TCFD, la PCAF ou encore la CA100+, ont été reproduits dans le champ de la biodiversité, donnant naissance à la TNFD, à la PBAF et à la NA100.

Ces cinq grandes étapes sont accompagnées par des éléments contextuels non négligeables. Tout d'abord, une influence non négligeable découlant de la tenue de rencontres gouvernementales d'envergure, en l'occurrence ici les COP, lesquelles permettent de donner une direction et un leadership à ces initiatives, voire de créer des initiatives internationales et transnationales. Ensuite, d'autres initiatives transnationales proviennent d'actions locales ou régionales qui ont répondu de manière pertinente à un besoin et qui se sont par la suite étendues. C'est le cas pour la CRREM, la PCAF ou encore la PBAF.

Bien que reflétant la complexité inhérente au volume de données analysées, cette Figure 5.3 peut être simplifiée afin d'en rendre le contenu plus lisible et accessible. L'analyse menée précédemment peut, en résumé, être structurée en quatre grandes phases. La première correspond à une période de foisonnement intense durant laquelle émergent de nombreuses initiatives cherchant à s'imposer comme références dans l'industrie, en s'appuyant sur des concepts relativement simples servant de fondements. Cette multiplication semble concorder avec les COP, l'année 2015 et la période 2021-2022 correspondant respectivement aux deux périodes avec le plus d'initiatives créées dédiées au climat et à la biodiversité. La deuxième s'inscrit davantage dans une logique de légitimation : une volonté d'alignement avec les

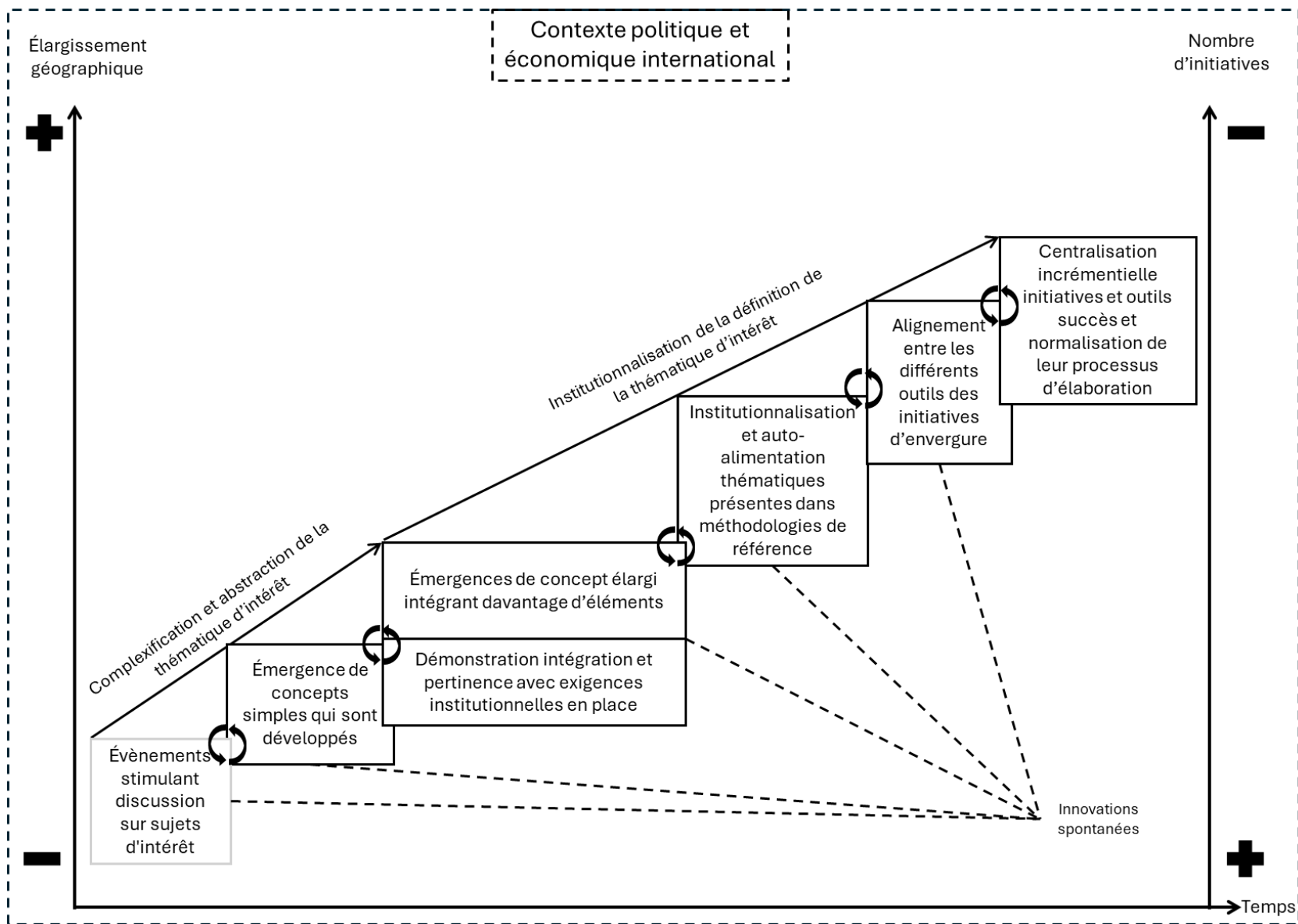


Figure 5.3 : Visualisation conceptuelle de l'évolution des initiatives internationales et transnationales

exigences du cadre institutionnel en place se manifeste, tout en tentant de démontrer la capacité à répondre à la complexité croissante de la thématique étudiée — en l’occurrence, les changements climatiques — par le développement d’outils de plus en plus sophistiqués.

La troisième phase correspond à un rapprochement des différentes approches portées par les outils existants, ouvrant la voie à une centralisation progressive autour d’acteurs clés. Ces derniers tendent alors à reprendre ou adapter certaines initiatives internationales et transnationales afin de renforcer leur légitimité et leur portée. La quatrième phase, quant à elle, reflète l’émergence d’un consensus à l’échelle méso. Ce consensus se traduit par la consolidation d’un nombre limité d’initiatives, qui s’imposent progressivement comme des « leaders » et orientent la dynamique du secteur dans un processus de destruction créatrice.

D’un point de vue cyclique, les initiatives « championnes » issues de ce processus de sélection deviennent des modèles repris dans d’autres thématiques. Dans le cas présent, les initiatives élaborées autour des changements climatiques sont transposées aux enjeux de biodiversité. Ce mécanisme permet un déploiement plus rapide d’outils consensuels sur une nouvelle thématique mais il présente un effet pervers : celui de réduire la diversité des approches en favorisant la reproduction de schémas existants. Toutefois, il ne supprime pas totalement l’émergence de nouvelles approches ; celle-ci demeure présente, quoique à une intensité moindre. Ces étapes peuvent être observées sur la Figure 5.4.

5.5 Conclusion

Pour conclure la réponse à cette deuxième sous-question, il convient de souligner que l’étude des initiatives industrielles internationales et transnationales en immobilier et en finance touchant à la thématique de la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité étaient déjà assez avancées avant 2015. Toutefois, à partir de cette date, on observe une accélération significative de la création d’initiatives et d’outils principalement axés sur les enjeux climatiques, ce qui marque une étape charnière dans la structuration de ce champ.

L’étude de ces diverses initiatives a ainsi permis de mettre en évidence un séquençage de cinq périodes pertinentes pour la période d’étude d’intérêt soit de 2015 à 2023. Ces différents changements ont été distingués en un schéma de sept étapes majeures :

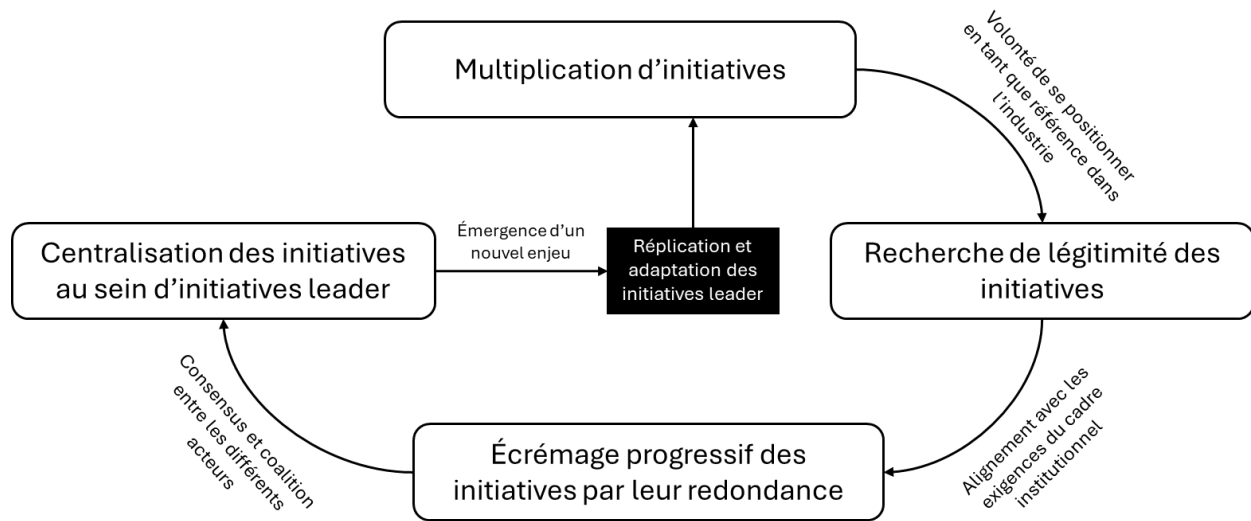


Figure 5.4 : Visualisation conceptuelle simplifiée des étapes de l'évolution des initiatives internationales et transnationales

1. la première porte sur la multiplication des initiatives permettant de stimuler la discussion autour des concepts d'intérêt;
2. la deuxième sur la proposition de concepts simples à développer;
3. la troisième sur la démonstration de l'intégration et de la pertinence avec les exigences en place;
4. la quatrième sur l'apport de concepts plus complexes et plus larges permettant de dépasser les concepts simplifiés développés précédemment;
5. la cinquième étape porte sur l'élargissement progressif et automatique des thématiques déjà abordées par l'entremise de leur méthodologie;
6. la sixième étape porte sur l'alignement entre les différents outils des initiatives d'envergure et enfin;
7. la septième porte sur la centralisation incrémentielle des initiatives et outils à succès ainsi que la normalisation du déploiement des initiatives et outils.

Il est important de préciser qu'au cours de ces étapes itératives, la portée géographique des initiatives internationales et transnationales ayant du succès devient de plus en plus grande alors que paradoxalement, à un stade de maturité avancé, le nombre d'initiatives d'envergure sur un sujet donné baisse à travers le temps. Il est certain que ces différents développements s'inscrivent dans un contexte politique et économique international.

CHAPITRE 6

ÉTUDE DES INVESTISSEURS EN IMMOBILIER

Le présent chapitre vise à répondre à la troisième sous-question de recherche de cette thèse, qui s'inscrit au niveau micro, soit celui des organisations. Pour rappel, cette sous-question est formulée ainsi : quelles sont les mesures mises en œuvre et divulguées par les grands investisseurs en immobilier démontrant leur prise en compte des impacts liés à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité dans leur stratégie de gouvernance et de gestion des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ?

Afin d'y répondre, le chapitre est structuré en onze parties :

- La première partie est introductive et vise à rappeler les investisseurs sélectionnés ainsi qu'à présenter les sept codes thématiques retenus desquels découle cette analyse.
- Les sept parties suivantes correspondent chacune à l'un des sept codes thématiques identifiés. Chacune de ces parties présente une analyse de chacun des six investisseurs soulignant les faits saillants de manière chronologique en commençant par 2017, poursuivant avec 2020 et finissant par 2023. À la fin de l'analyse de chaque investisseur un bref résumé est présenté. À la fin de chaque partie, une par code thématique, un bilan des pratiques de l'ensemble des investisseurs est présenté à l'aide d'un tableau.
- La neuvième partie propose une synthèse transversale pour chacun des codes thématiques développés.
- Enfin, avant de conclure à la onzième partie, la dixième partie propose une analyse transversale de l'ensemble des résultats, permettant de dégager les principales tendances et de mettre en évidence la manière dont les grands investisseurs en immobilier intègrent, dans leurs stratégies de gouvernance, les enjeux liés au climat et à la biodiversité.

6.1 Introduction

Les grands investisseurs en immobilier, qui sont très souvent de grands investisseurs institutionnels, assument des fonctions importantes dans notre société du fait de toutes les raisons décrites au chapitre 1, dont le fait que leur taille considérable les transforme en véritables leaders de marché capables

d'influencer les pratiques de gouvernance, d'investissement et de gestion des différents acteurs du secteur immobilier à travers la planète tout en en faisant des acteurs de choix à réglementer.

Ainsi, pour mener à bien ce chapitre, tel que décrit précédemment, six unités enchâssées ont été étudiées, il s'agit des six grands propriétaires en immobilier mentionnés dans le chapitre méthodologique soit : APG, NBIM, CalSTRS, NYSCRF, CDPQ et Investissements RPC. Ces grands propriétaires en immobilier sont des investisseurs institutionnels qui détiennent un important portefeuille global intégrant des actifs immobiliers de manière directe ou à travers divers véhicules d'investissements tels que des actions, des obligations des sociétés, des parts de fonds d'investissements, différents titres de dettes, etc.

Les sept parties suivantes se basent sur une analyse de document, qui est ensuite décrite puis déclinée en cartographie à la dixième partie. Comme l'analyse se base sur des codes, il semble important de montrer la structure des codages thématiques et par pattern ou focalisés (selon le cas de figure) (Tableau 6.1).

Tableau 6.1 : Structure et caractéristiques des codes thématiques et focal/pattern

Libellés des codes thématiques et focal/pattern	Nombre de références	Nombre de documents
Construire la légitimité de l'investisseur	718	31
Bonnes pratiques opérationnelles de l'investisseur (siège social, employés, etc.)	338	15
Cas actifs exemplaires	86	17
Contribuer au développement durable	83	14
Réception de prix et de reconnaissances	32	10
Rôle de meneur de l'investisseur	139	29
Soutien à des projets de recherche	40	7
Développer les capacités d'évaluation et de suivi	1197	34
Intégration des enjeux dans la gestion du portefeuille	677	33
Établissement de cibles et de mesures	452	28
Évaluation et suivi des partenaires immobiliers	11	2
Évaluation et suivi des pratiques des gestionnaires externes	57	13
Développer les capacités organisationnelles	694	31
Développement d'organes internes dédiés	246	19
Développement d'outils à l'interne ou avec les pairs	181	24
Développement de connaissances en développement durable	42	17
Développement de programmes et de cadres dédiés	74	15
Formations administrées	20	7
Mobilisation d'équipes à l'interne pour intégrer les enjeux	43	13
Partenariats permettant de mieux saisir les risques et les opportunités	50	7
Recours à des données climatiques et environnementales externes	38	10
Exercer l'influence sur les entreprises	1531	35
Attentes vis-à-vis des entreprises du portefeuille	223	18
Désinvestissements et exclusions des entreprises	89	8
Implication auprès des entreprises du portefeuille	836	33
Intégration dans le processus d'investissement	383	31
Exercer l'influence sur les institutions	664	33
Contribution au rayonnement d'initiatives industrielles	120	24
Implication active dans des initiatives industrielles	276	28
Implication auprès des partenaires d'affaires	64	14
Implication auprès des régulateurs	55	15
Implication dans des initiatives institutionnelles	22	8

<i>Influence auprès des pairs de l'industrie</i>	12	5
<i>Organisation d'événements pour l'industrie</i>	14	6
<i>Participation aux grandes rencontres internationales</i>	44	8
<i>Réponse à des consultations publiques</i>	57	13
Insuffler le changement dans l'organisation	489	33
<i>Allocation de capitaux</i>	73	17
<i>Convictions de l'investisseur</i>	181	29
<i>Intégration dans la rémunération variable</i>	32	10
<i>Intégration des enjeux dans la stratégie</i>	45	12
<i>Responsabilisation du CA et de la haute direction</i>	158	22
Répondre aux pressions institutionnelles	533	33
<i>Alignement avec le mandat de l'investisseur</i>	186	27
<i>Considération des enjeux permettant un meilleur rendement ajusté au risque</i>	94	22
<i>Considération des pressions réglementaires</i>	70	19
<i>Considérations des pressions du marché</i>	50	16
<i>Constat d'un manque d'outils et de méthodologies plus précis et normalisés</i>	133	19

Ainsi, sept grandes thématiques sont ressorties de cette classification : 1) Construire la légitimité de l'investisseur; 2) Insuffler le changement dans l'organisation; 3) Développer les capacités organisationnelles; 4) Développer les capacités d'évaluation et de suivi; 5) Exercer l'influence sur les entreprises; 6) Exercer l'influence sur les institutions; et 7) Répondre aux pressions institutionnelles. Sur le plan pratique, pour naviguer à travers ces sept thématiques et leurs codes par pattern, focalisés et initiaux, un tableau croisé sur NVivo, un outil interactif, a été utilisé (Figure 6.1).

Ces thématiques ont émergé d'un processus de codage inductif tout en étant théoriquement informées par le cadre conceptuel mobilisé au chapitre 2. Cette double influence reflète la logique abductive adoptée dans cette recherche : les codes initiaux ont été générés inductivement à partir des données, puis structurés progressivement (codage focalisé, pattern) avant d'arriver aux codages thématiques en dialogue avec les concepts théoriques.

Un total de sept thématiques finales reflètent les principaux concepts du cadre théorique :

- « Répondre aux pressions institutionnelles » et « Construire la légitimité de l'investisseur » s'ancrent dans le néo-institutionnalisme (DiMaggio et Powell, 1983; Scott, 2010) ;
- « Exercer l'influence sur les entreprises » et « Exercer l'influence sur les institutions » dans l'entrepreneuriat institutionnel (Battilana et D'ainno, 2009; Hardy et Maguire, 2017) ;
- « Insuffler le changement dans l'organisation » mobilise la théorie de l'agence (Fama et Jensen, 1983b; Jensen et Meckling, 1976), par le déploiement de mécanismes d'alignement des incitations tels que l'intégration d'objectifs ESG dans la rémunération variable et la responsabilisation du conseil d'administration et de la haute direction;

- « Développer les capacités d'évaluation et de suivi » et « Développer les capacités organisationnelles » correspondent à l'innovation managériale (Damanpour, 2014), reflétant l'adoption de nouvelles pratiques, structures et outils de gestion ESG.

Cette structure témoigne que le cadre théorique a guidé le regard analytique sans imposer prématurément les catégories, permettant l'émergence de patterns empiriques tout en les structurant conceptuellement. L'articulation approfondie entre ces résultats et le cadre théorique sera développée dans le chapitre de discussion.

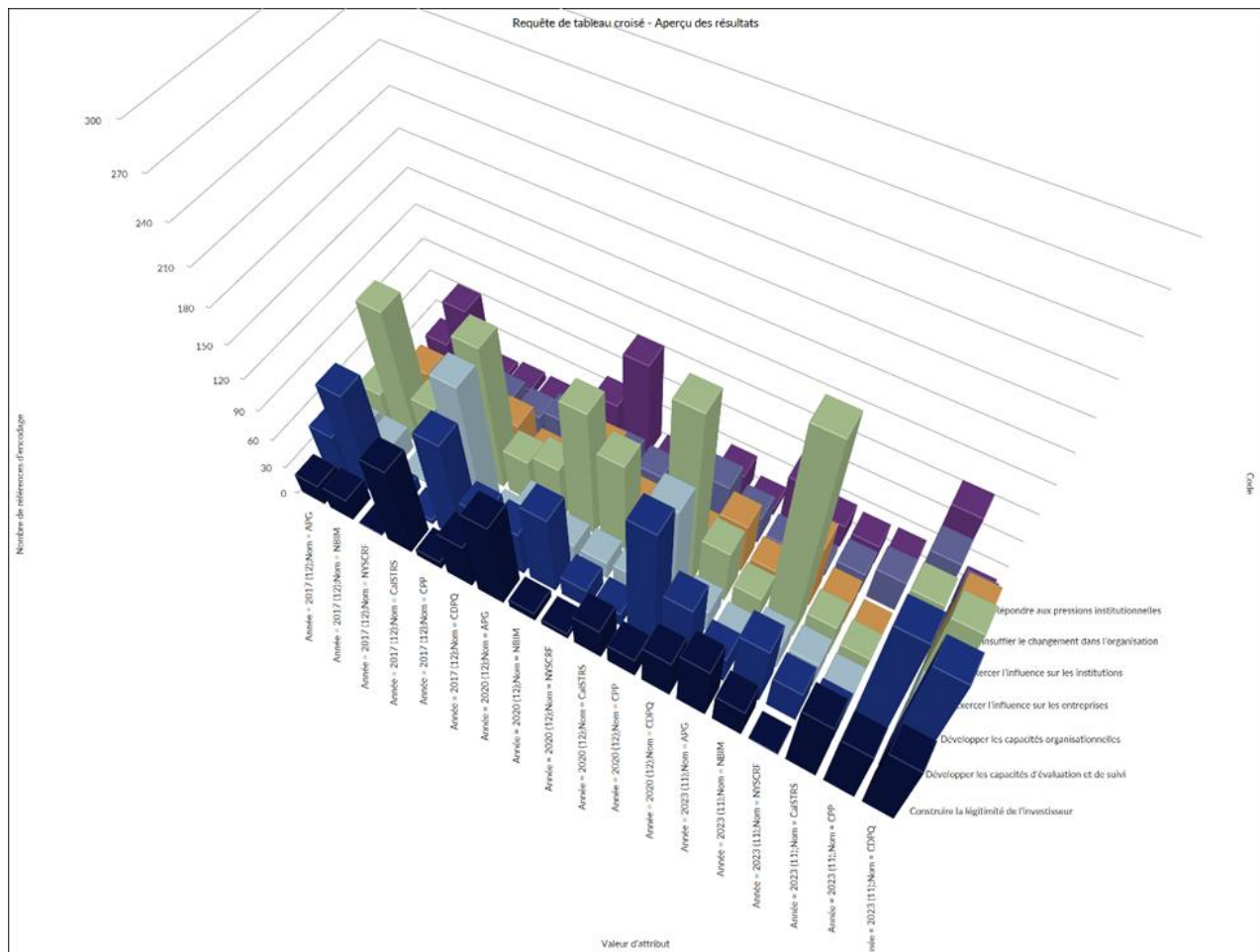


Figure 6.1 : Graphique utilisé pour naviguer à travers les données

6.2 Construire la légitimité de l'investisseur

Cette thématique a pour objectif de réunir toutes les actions que les investisseurs ont déployées et mises en avant pour démontrer leur légitimité et leur crédibilité pour traiter de manière sérieuse des différents

paramètres relatifs aux enjeux étudiés, touchant de près ou de loin à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité sur les actifs immobiliers.

Il convient de noter une limite méthodologique particulièrement pertinente pour cette thématique. Suivant la distinction d'Ashforth et Gibbs (1990), l'analyse documentaire permet d'observer la gestion symbolique de la légitimité, soit les stratégies discursives et communications déployées par les investisseurs pour construire leur légitimité, mais offre un accès limité à la gestion substantive et à la reconnaissance effective de cette légitimité par les parties prenantes. L'analyse ci-dessous documente donc ce que les investisseurs disent et font pour légitimer leurs pratiques ESG, sans pouvoir mesurer directement si cette légitimité est effectivement reconnue par les audiences visées.

6.2.1 APG

En 2017, APG affirme son identité en tant qu'investisseur responsable de long terme en s'appuyant sur une vision clairement énoncée, « *We aim to be a leading, responsible, long-term investor. [...] That future must be sustainable. For them, for the people around them and for the world they live in.* » (APG, 2017b, p. 4). Ce positionnement stratégique est mobilisé pour légitimer la considération des critères ESG comme partie intégrante de son mandat fiduciaire.

Cette posture s'accompagne d'actions concrètes, comme le renforcement de sa position sur le marché des obligations vertes. L'investisseur souligne avoir presque doublé le nombre de titres détenus en un an, « *We held 102 [green bonds] with a value of €4.46 billion. A year earlier there had been 59, totalling about €1.9 billion.* » (APG, 2017b, p. 23). Ce chiffre témoigne d'un engagement clairement mesurable envers le financement de projets durables.

La légitimation repose aussi sur l'alignement avec des cadres internationaux. APG développe sa propre taxinomie d'impacts, basée sur les ODD, et valorise son adoption par d'autres acteurs de choix, « *Our taxonomies have been adopted by National Australia Bank [...]* » (APG, 2017b, p. 24). Cela contribue à affirmer son rôle de pionnier dans l'institutionnalisation de normes ESG.

Enfin, l'investisseur mobilise la reconnaissance externe comme levier de légitimité. Il se retrouve en tête de classements internationaux tels que celui de l'*Asset Owners Disclosure Project* (AODP) : « *We came top of the list [...] of the 50 largest asset managers in the world [...]* » (APG, 2017b, p. 30) et est récompensé

par *Investment & Pensions Europe* (IPE) pour sa gestion des risques climatiques : « *IPE presented us with an award for the way we manage the risks associated with climate change.* » (APG, 2017b, p. 30). Ces distinctions inscrivent APG dans une logique de performance compétitive sur la scène internationale.

En 2020, APG approfondit les axes mobilisés en 2017 pour démontrer sa légitimité. Il rappelle d’abord sa mission d’investisseur à long terme, ancrée dans le respect de sa responsabilité fiduciaire envers les bénéficiaires, « *We are not only interested in the financial returns. We also want our investments to contribute to a sustainable society.* » (APG, 2020b, p. 4). Cette double ambition de rendement financier et d’impact sociétal devient le socle de son action.

L’authenticité de l’engagement est illustrée par le principe du « faire ce que l’on dit », l’organisation appliquant à ses propres opérations les standards qu’elle promeut. Cela se traduit par des objectifs de carboneutralité d’ici 2030, par l’utilisation d’énergies renouvelables, des certifications environnementales pour ses bureaux, ou encore la réduction de la consommation d’eau pour refroidir les serveurs. Ces efforts sont matérialisés par la création d’un comité développement durable présidé par le *CEO*.

L’investisseur développe aussi des produits financiers alignés avec ses objectifs ESG, comme les prêts hypothécaires verts *Vista* ou les investissements dans les obligations vertes locales : « *APG is investing €500 million in green Dutch mortgages from Vista. Customers receive a discount on their mortgage interest rate if they buy a home with energy label A. The discount also applies if clients make their home more sustainable at energy label A level.* » (APG, 2020a, p. 36). Il affirme ainsi sa capacité à conjuguer innovation financière et durabilité.

Les reconnaissances externes demeurent centrales. APG se félicite d’avoir obtenu un classement A+ des PRI et se positionne comme un leader mondial : « *As the manager of our pension funds’ assets, APG is proud to be known worldwide as a leading sustainable investor.* » (APG, 2020b, p. 13). En parallèle, son implication dans le *Climate Agreement* néerlandais et l’organisation de webinaires sur les obligations durables marquent une volonté d’agir collectivement pour structurer le marché.

Enfin, la reddition de comptes par APG des résultats obtenus vient renforcer la légitimité de l’action parce qu’ils sont publiés de manière transparente, notamment de façon explicite en matière de performance climatique. En 2020, APG affiche une baisse significative de ses émissions GES : « *In 2020, APG’s gross carbon emissions totaled 8,173 metric kilotons (18,352 metric kilotons in 2019). This means 2.8kg per FTE*

(6.5kg per FTE in 2019). » (APG, 2020a, p. 169). Il précise de plus que les émissions nettes sont encore plus faibles grâce à l'usage d'énergies renouvelables.

En 2023, APG poursuit la consolidation de sa légitimité en s'affirmant en tant qu'acteur à impact. L'intégration des ODD dans son modèle de création de valeur est explicitement revendiquée : « *Together, we want to and can make a difference, and have a truly positive impact on the world around us.* » (APG, 2023, p. 6). Cette affirmation de son profond engagement sociétal devient centrale.

Les bonnes pratiques internes constituent un pilier du discours de légitimation. APG multiplie les initiatives exemplaires comme l'obtention de certifications BREEAM et LEED pour ses bâtiments mentionnant : « *We aim to work in offices that have been certified as sustainable.* » (APG, 2023, p. 49), incluant mobilité durable, télétravail, restauration végétarienne, utilisation d'énergie verte garantie d'origine, et développement de la biodiversité autour des bureaux. Ces éléments traduisent une volonté de cohérence entre valeurs et pratiques opérationnelles.

La stratégie climatique est renforcée par un alignement des ambitions sur l'Accord de Paris avec une trajectoire net-zéro pour ses opérations d'ici 2030, et pour son portefeuille d'ici 2050 : « *By 2050, the emissions associated with the investment portfolio we manage for our pension funds should be net zero.* » (APG, 2023, p. 19). Des résultats tangibles sont avancés : par exemple, une baisse de 54 % des émissions de CO₂ par emploi à temps plein depuis 2019, ou la réduction des déchets.

En 2023, APG reçoit de nouveau un prix IPE et obtient la note maximale de 5 étoiles sur le module « *Policy, Governance & Strategy* » des PRI : « *On the annual Principles for Responsible Investment (PRI) benchmark, we achieved the maximum score of five stars for the Policy, Governance, & Strategy module.* » (APG, 2023, p. 45).

L'investisseur renforce également son rôle d'influence, il ne se contente plus de suivre les normes, mais veut plutôt contribuer à leur définition. En 2023, il s'impose comme acteur clé du marché américain des obligations vertes et participe aux débats sur la transparence des données ESG : « *In 2023, we were particularly influential in the American green bond market; we played a leading role in discussions about the transparency of data and ESG reporting.* » (APG, 2023, p. 57).

Enfin, l’affirmation d’une stratégie d’impact marque une nouvelle étape puisque APG revendique désormais une logique d’investissement à impact, incarnée notamment par le *ABP Dutch Energy Transition Fund*, qui soutient des entreprises locales innovantes comme *Triple Solar*, à l’origine de solutions énergétiques contribuant à la transition néerlandaise. L’investisseur articule ainsi une triple vision de performance, de territorialité et de durabilité.

Résumé

L’évolution d’APG témoigne d’une consolidation progressive de sa légitimité institutionnelle, qui se manifeste différemment selon les périodes considérées. En 2017, cette légitimité s’affirme principalement à travers la réaffirmation de son statut d’investisseur de long terme, le renforcement de sa présence sur des classes d’actifs novatrices – notamment les obligations vertes –, ainsi que par l’alignement de ses pratiques avec des cadres internationaux de référence. Cette période se caractérise également par la valorisation d’outils développés en interne et adoptés par d’autres institutions, de même que par la reconnaissance externe dont l’organisation bénéficie.

En 2020, APG réactive certaines des dimensions déjà mobilisées en 2017, telles que l’insistance sur une vision de long terme, l’investissement dans des actifs novateurs et la quête de légitimités externes. Toutefois, à ces éléments s’ajoute une dimension nouvelle : la mise en avant de l’exemplarité de ses pratiques opérationnelles. Il convient de souligner que ces efforts demeurent largement concentrés sur les thématiques de l’énergie, de la réduction des émissions de gaz à effet de serre, de la gestion de l’eau et, plus largement, du développement durable.

Enfin, en 2023, cette dynamique se renforce et s’élargit. L’exemplarité opérationnelle et les reconnaissances externes s’accroissent, tandis que de nouveaux enjeux, tels que la biodiversité, sont intégrés à la stratégie de légitimation. APG franchit ainsi un nouveau seuil en s’engageant plus explicitement dans le domaine de l’impact, avec la volonté affichée de générer des effets positifs tangibles sur la société. Cette orientation se traduit par une participation accrue à des initiatives institutionnelles d’envergure et par une attention particulière portée à la transition énergétique et à la lutte contre les changements climatiques.

6.2.2 NBIM

En 2017, NBIM cherche à établir sa légitimité comme leader dans le champ de l'investissement responsable en formulant explicitement cette ambition, « *Norges Bank will be a global leader in responsible investment.* » (NBIM, 2018a, p. 11). Cette volonté se traduit par une combinaison de stratégies visant à développer un savoir rigoureux, à collaborer avec des acteurs clés et à intégrer de manière proactive la gestion des enjeux ESG dans la gestion du fonds. L'investisseur rappelle d'ailleurs que cette orientation n'est pas nouvelle, affirmant que « *Nearly ten years ago, we started asking the companies in which we invest, how they address global challenges related to child labour, water management, climate change, [...]* » (NBIM, 2018b, p. 6), ancrant ainsi son engagement dans une temporalité longue.

Dans cette dynamique, NBIM s'investit activement dans l'élaboration de standards en participant aux consultations sectorielles et en contribuant au développement de meilleures pratiques, « *We contribute to the further development of standards. We participate in consultations [...]* » (NBIM, 2018b, p. 11). Cette implication est appuyée par une collaboration étroite avec plusieurs institutions universitaires de renom, comme *Harvard Business School*, *NYU Stern* et *Columbia University*, autour de projets traitant de la gouvernance, du risque climatique et de la valorisation des enjeux de durabilité. Un projet mené avec la *Harvard Business School* dès 2016 visait par exemple à affiner les jeux de données non financières mobilisées dans la gestion du fonds, renforçant ainsi l'objectivité des outils d'analyse.

NBIM soutient également l'amélioration des méthodologies de données climatiques et contribue à l'élaboration de scénarios de transition, montrant ainsi sa capacité à faire progresser les référentiels techniques sur ces enjeux. Par ailleurs, la légitimité de l'approche repose sur une mesure concrète depuis 2014 pour les actions et depuis 2016 pour les obligations. L'investisseur procède à un exercice systématique d'analyse de l'empreinte carbone du portefeuille, ce qui permet d'intégrer les risques climatiques à l'évaluation financière, « *Carbon footprint: We have analysed greenhouse gas emissions from companies in the fund's equity portfolio since 2014 [...] In 2016, we also conducted a carbon footprint analysis of the corporate bond portfolio for the first time.* » (NBIM, 2018b, p. 60). L'investisseur démontre ainsi sa maîtrise par l'entremise de ces capacités, ce qui contribue à sa légitimité.

Trois ans plus tard, en 2020, NBIM poursuit cette logique en consolidant les leviers précédemment identifiés. Il réaffirme ainsi son appui à la recherche académique, en finançant un projet de deux ans dirigé par le prix Nobel Robert Engle à NYU, lequel vise à développer des outils pour évaluer l'impact de la

couverture médiatique climatique sur les marchés financiers. Ce projet innovant repose sur la création de séries de données issues d'articles de presse, permettant d'établir des corrélations entre les marchés et les risques climatiques.

La comptabilisation des émissions de GES demeure un pilier central de légitimation, « *We have been analysing the carbon footprint of companies in our portfolio since 2015. This analysis provides an insight into the level of greenhouse gas emissions from the companies in which we are invested. It can also shed light on risks and opportunities across industries.* » (NBIM, 2021b, p. 71). Cette démarche est renforcée par une politique de gouvernance stratégique du risque climatique, intégrée au plus haut niveau, « *Climate change has been a strategically important topic for Norges Bank since 2006, and the Bank's approach to addressing the associated risks is anchored at executive board level.* » (NBIM, 2021b, p. 96).

En parallèle, l'investisseur commence à élargir son argumentaire de légitimation en se positionnant comme contributeur actif à la compréhension des relations entre gouvernance d'entreprise, durabilité, risques et rendements. Pour ce faire, NBIM multiplie les partenariats académiques et renforce sa capacité à informer sa stratégie d'investissement par des données probantes.

La participation active à la définition de normes de gouvernance et de bonnes pratiques responsables est également maintenue. À cela s'ajoute une légitimation par l'action actionnariale, NBIM soulignant désormais son rôle proactif dans l'exercice de ses droits d'investisseur, marquant ainsi une montée en puissance de son influence directe sur les entreprises.

En 2023, NBIM confirme et élargit les fondements de sa légitimité. Le soutien à la recherche reste au cœur de sa stratégie, l'investisseur finance plusieurs projets académiques afin de produire une connaissance utile au marché et affirme « *We strive to make the findings publicly available, contributing to knowledge building.* » (NBIM, 2024b, p. 28). Ce soutien ne se limite plus aux enjeux ESG ou climatiques. Il s'étend à des thématiques émergentes comme l'économie des ressources naturelles, avec un projet mené en collaboration avec l'Université du Minnesota pour estimer les effets futurs des changements dans la disponibilité des ressources, « *We want to better understand the relationship between climate change and natural resource availability.* » (NBIM, 2024b, p. 30).

Un autre élément de légitimation de plus en plus mobilisé est la reconnaissance externe. En 2023, NBIM est désigné comme le fonds le plus transparent au monde par le *Global Pension Transparency Benchmark*,

obtenant la meilleure note dans la catégorie investissement responsable, « *In 2023, we were recognized as the world's most transparent fund [...]. We received the highest score in the category on Responsible Investing.* » (NBIM, 2024b, p. 6).

Dans le prolongement de cette reconnaissance, NBIM met en avant son rôle dans la promotion de cadres règlementaires de durabilité cohérents et comparables. Il encourage la société civile à participer à l'évaluation de ses pratiques, « *As a part of our ownership work, we have promoted the need for a consistent and comparable sustainability reporting framework for a number of years.* » (NBIM, 2024b, p. 17).

En outre, il souligne désormais sa détention d'environ 75 milliards de couronnes norvégiennes (environ 10,2 milliards CAD³³) en obligations vertes, dont les projets sont alignés avec la transition écologique (énergies renouvelables, transport durable, biodiversité, etc.). Ces obligations sont évaluées selon des critères rigoureux, au même titre que les obligations conventionnelles, « *Most of these bonds are green bonds [...]. These can include projects related to renewable energy, energy efficiency, green transport, biodiversity conservation, and other related sustainable and eco-friendly projects.* » (NBIM, 2024b, p. 42).

Enfin, l'investisseur illustre sa démarche à travers un cas concret dans l'immobilier avec la réhabilitation d'un immeuble à Paris. L'objectif était ambitieux, soit réduire de 50 % l'intensité énergétique, diminuer les émissions de carbone sur l'ensemble du cycle de vie du bâtiment, et économiser 5 000 tonnes de CO₂ grâce à la réutilisation de matériaux et à l'emploi de matériaux bas carbone. Ce projet incarne une matérialisation tangible de l'engagement climatique du fonds, venant ainsi légitimer ses ambitions de manière opérationnelle.

Résumé

NBIM affirme sa légitimité dès 2017, en formulant explicitement son ambition de devenir un leader en investissement durable, tout en intégrant de manière systématique les critères ESG dans sa gestion. L'institution démontre alors sa maîtrise de thématiques centrales telles que les changements climatiques et la gestion de l'eau, et consolide son rôle de pionnière en collaborant avec le milieu académique sur des recherches novatrices, notamment autour de l'exploitation des données non financières.

³³ Taux de change au 2 septembre 2025.

Cette dynamique est renforcée en 2020 avec la mise en avant d'une collaboration académique prestigieuse, associant un prix Nobel à des recherches portant spécifiquement sur les changements climatiques. L'investisseur consolide ainsi la perception de ses acquis en soulignant, d'une part, l'intégration de longue date de la comptabilisation des émissions de gaz à effet de serre dans ses portefeuilles et, d'autre part, la prise en compte structurée des risques climatiques. Cette légitimité est aussi étayée par sa participation active à la définition de normes et de bonnes pratiques dans le secteur. À cette période, NBIM introduit en outre un nouveau levier de légitimation : son rôle de propriétaire actif, qui met en évidence sa capacité d'influence auprès des entreprises dans lesquelles il investit.

En 2023, l'institution poursuit son appui à la recherche, tout en manifestant la volonté de la rendre publique afin d'accroître sa portée et sa transparence. Les thématiques abordées s'élargissent progressivement, dépassant les enjeux strictement climatiques et ESG pour inclure désormais la gestion des ressources naturelles. Parallèlement, NBIM se positionne comme acteur de premier plan dans la stimulation et la promotion de normes communes en matière de développement durable. Enfin, d'autres mécanismes viennent compléter cette stratégie de légitimation, notamment la communication autour des reconnaissances externes reçues et la valorisation d'actifs exemplaires.

6.2.3 CalSTRS

En 2017, CalSTRS engage une stratégie de légitimation fondée sur la cohérence entre ses valeurs déclarées et ses pratiques internes. L'organisation affirme que sa mission axée sur la durabilité a pénétré le cœur même de son fonctionnement, « [...] *sustainability-focused mission has permeated the nexus of our organization.* » (CalSTRS, 2017b, p. 5). Cette volonté d'incarner ses principes se manifeste d'abord dans la gestion exemplaire de son siège social, certifié LEED Platine et *Zero Waste Gold*. Ces distinctions deviennent les symboles tangibles de l'engagement environnemental de CalSTRS, renforcé par des actions concrètes comme la rénovation du centre de données ou l'optimisation énergétique du bâtiment. Ces efforts ont permis de réduire de 25 à 30 % les émissions de GES de portée 1 et 2 depuis 2010.

La volonté d'alignement s'étend aussi à la chaîne d'approvisionnement, l'investisseur adoptant une politique d'achat responsable privilégiant les produits locaux, recyclés et labellisés. Cette démarche est cohérente avec sa responsabilité fiduciaire, « *Purchasing sustainably made goods and services from environmentally conscientious suppliers, locally when possible, reduces waste and emissions and saves natural resources.* » (CalSTRS, 2017b, p. 85).

En parallèle, CalSTRS accorde une importance stratégique à la formation interne et à l'engagement des employés. À travers des initiatives telles que l'équipe « *Green Rangers* », l'organisation promeut activement les comportements durables en interne. Les résultats de ces pratiques sont régulièrement suivis et communiqués dans des rapports de durabilité, matérialisant la volonté de transparence et d'amélioration continue.

Cette légitimation par l'exemplarité s'accompagne d'un ancrage dans les grandes instances d'une approche de gouvernance responsable. CalSTRS participe activement à des réseaux comme les PRI, la SASB, la FTSE ou Ceres, affirmant sa volonté d'être un acteur moteur dans le domaine. L'organisation exprime clairement son ambition à cet égard, « *CalSTRS strives to be a global governance leader and a source of innovation and collaboration on governance and sustainability issues.* » (CalSTRS, 2017b, p. 77).

Trois ans plus tard, en 2020, l'investisseur poursuit cette trajectoire de légitimation. Le siège social continue de jouer un rôle de vitrine, avec le renouvellement de la certification LEED v4.1 Platine et un score *Energy Star* de 98 sur 100 pour son siège social existant, confirmant la constance de ses engagements en matière de gestion énergétique, hydrique et des déchets. En parallèle, il annonce l'extension de ce même siège social par un nouveau bâtiment en précisant que ces investissements dans ce nouveau bâtiment durable sont financés par des obligations vertes, renforçant la cohérence entre les objectifs climatiques et les instruments financiers utilisés.

La légitimité est également consolidée par l'alignement volontaire sur des standards internationaux. CalSTRS devient l'un des premiers fonds de pension à adopter les recommandations de la TCFD pour structurer ses rapports. Ce positionnement témoigne d'une volonté d'adhésion aux meilleures pratiques reconnues globalement. Surtout, l'investisseur affirme de manière croissante son rôle de meneur au sein de la communauté des investisseurs institutionnels. Il affirme rechercher en permanence des moyens d'améliorer la transparence ESG et de soutenir la création de valeur à long terme : « *CalSTRS continuously looks to improve ESG disclosures and integration that support long-term value creation and provide leadership in the global marketplace as long-term investors.* » (CalSTRS, 2020a, p. 36). Ce positionnement se nourrit d'un dialogue régulier avec les parties prenantes et d'une participation proactive aux efforts collectifs de transformation du marché.

En 2023, CalSTRS continue de construire sa légitimité autour d'un pilier central, soit la cohérence entre discours, action et preuve tangible. L'organisation fait recertifier son siège LEED Platine tout en soulignant

la performance énergétique de l'ensemble du campus. L'expansion du siège poursuit la logique de durabilité avec l'ajout de cinq nouveaux étages intégrant des pratiques écologiques, « *The entire campus is designed to support sustainable green building practices, including sustainable construction, energy conservation, whole-building integrated energy efficiency measures with onsite renewable energy generation.* » (CalSTRS, 2023b, p. 33). Ce projet est à nouveau soutenu par des obligations vertes certifiées.

Pour asseoir sa position de leader global sur la scène internationale, CalSTRS se compare explicitement à ses pairs en matière de développement durable : « *Benchmarked our sustainability-related topics against those reported by pension peers [...]* » (CalSTRS, 2023b, p. 11).

Enfin, cette dynamique s'institutionnalise à travers la publication de feuilles de route ESG internes, comme le document 2022–2023 qui présente les avancées vers les objectifs fixés par l'État. CalSTRS donne ainsi à voir une gouvernance responsable incarnée dans des dispositifs concrets, mesurables et stratégiques, consolidant sa légitimité dans un contexte où les attentes envers les investisseurs institutionnels n'ont jamais été aussi fortes.

Résumé

CalSTRS établit sa légitimité dès 2017, en articulant un alignement clair entre ses valeurs et ses pratiques opérationnelles, en mettant l'accent sur l'exemplarité interne. Les initiatives de cette période portent principalement sur la thématique environnementale, avec une attention accrue portée aux changements climatiques. L'investisseur renforce sa crédibilité par le déploiement d'un programme de sensibilisation pour ses employés, illustrant une volonté d'ancrer la durabilité au sein même de son organisation. Cette légitimité ne repose toutefois pas uniquement sur des actions internes : CalSTRS s'engage activement sur la scène internationale, en participant à des réseaux consacrés aux enjeux ESG et au développement durable, tout en affirmant son ambition de devenir un acteur de premier plan dans ce domaine.

En 2020, l'institution confirme et approfondit cette stratégie en continuant de privilégier ses pratiques opérationnelles comme principal vecteur de légitimation. Le siège social, certifié selon des normes environnementales, devient la vitrine de cette exemplarité, notamment à travers la communication de performances mesurables en matière d'énergie, d'eau et de gestion des déchets. La planification de son extension, financée par l'émission d'obligations vertes, témoigne également d'un engagement concret et durable. Sur le plan externe, CalSTRS valorise sa précocité en ayant recommandé l'adoption d'un cadre de

référence aujourd'hui largement reconnu, et réaffirme sa volonté de contribuer à l'évolution du secteur en œuvrant pour une meilleure transparence ESG et une création de valeur à long terme.

En 2023, l'investisseur poursuit cette logique d'alignement entre valeurs et pratiques, en mettant encore en avant son siège social, désormais recertifié LEED et performant sur le plan énergétique, ainsi que son expansion financée par des obligations vertes. Sur le plan interne, il introduit de nouveaux instruments de légitimation, tels que des feuilles de route ESG, destinées à formaliser et à orienter ses pratiques. Sur le plan externe, il met en avant une veille stratégique sur les thématiques liées au développement durable, lui permettant de se comparer à ses pairs et de maintenir sa position dans un environnement concurrentiel.

6.2.4 NYSCRF

En 2017, NYSCRF adopte une posture où la légitimation environnementale repose davantage sur l'affirmation statutaire que sur la démonstration concrète. L'organisation se décrit comme un acteur pionnier dans la lutte contre les risques climatiques liés aux investissements : « *The Comptroller³⁴ has been a global leader in the fight against climate change-related investment risks and a leader among institutional investors in addressing the risks and opportunities presented by climate change.* » (NYSCRF, 2018, p. 12). Toutefois, cette déclaration reste isolée, sans ancrage tangible dans des actions opérationnelles ou des mécanismes de reddition de comptes. L'investisseur ne cherche pas explicitement à construire une légitimité à travers la transparence ou la preuve d'engagement environnemental, laissant planer un doute sur la matérialité de son positionnement.

Trois ans plus tard, soit en 2020, NYSCRF semble vouloir renforcer sa légitimité environnementale en diversifiant ses mécanismes de reconnaissance, même si ceux-ci demeurent encore généraux. L'organisation affirme son engagement de longue date envers les enjeux ESG, reconnaissant que ces facteurs « *can have a profound impact* » sur la performance à long terme. Cette prise de position est soutenue par une participation déclarée à des efforts d'engagement responsable aux côtés de diverses coalitions et associations d'investisseurs, bien que les détails sur les actions concrètes entreprises restent peu développés : « *The Fund's responsible engagement efforts, undertaken in collaboration with many*

³⁴ Il semble important de préciser ce qu'est un Comptroller qui est un terme particulier à cet investisseur dans le cadre de cette thèse. D'après le site web de NYSCRF, en tant que seul fiduciaire responsable du New York State Common Retirement Fund (le Fonds), le contrôleur DiNapoli est directement responsable de sa performance, de sa supervision et de sa gestion. Le modèle de fiduciaire unique lui permet également d'agir rapidement pour répondre aux fluctuations du marché et protéger le Fonds.

like-minded investor associations, coalitions and organizations to amplify its voice, have resulted in its recognition by the institutional investor community as a leader on key ESG issues. » (NYSCRF, 2021, p. 4).

L'un des rares éléments tangibles de légitimation réside dans l'annonce d'un engagement climatique fort, l'objectif de neutralité carbone d'ici 2040, en cohérence avec les trajectoires de l'Accord de Paris. Cette promesse est formulée comme un levier stratégique pour assurer la protection de la valeur du fonds à long terme : « *Achieving net-zero carbon emissions by 2040 will put the Fund in a strong position for the future mapped out in the Paris Agreement.* » (NYSCRF, 2021, p. 21). L'investisseur valorise également une innovation en matière d'outils de gestion, en se présentant comme le premier fonds de pension public américain à exclure les plus grands émetteurs de carbone d'un indice propriétaire : « *Ours was the first public pension fund in the country to create an index that excludes or reduces holdings in the worst carbon emitters.* » (NYSCRF, 2020, p. 14). Ces initiatives témoignent d'une volonté d'asseoir une certaine avance dans le champ de l'investissement durable, bien qu'elles ne soient pas accompagnées de données ou de résultats permettant d'en évaluer concrètement l'impact.

En 2023, le discours de NYSCRF sur sa légitimité environnementale évolue peu, laissant même apparaître un certain essoufflement dans l'effort de démonstration. L'organisation persiste à se positionner comme un meneur dans l'intégration des critères durables, revendiquant que la durabilité constitue une composante essentielle à la résilience financière et à la performance à long terme du fonds. Toutefois, ce positionnement demeure principalement discursif car aucune initiative nouvelle ou preuve d'approfondissement des pratiques n'est avancée, ce qui peut laisser penser à une légitimation plus symbolique que substantielle. Ainsi, la cohérence entre le discours et l'action reste difficile à établir, affaiblissant potentiellement l'effet de reconnaissance auprès des parties prenantes les plus exigeantes.

Résumé

NYSCRF manifeste, dès 2017, une volonté encore limitée de légitimation. Cette année-là, l'institution cherche à s'affirmer comme un acteur de premier plan dans la lutte contre les changements climatiques liés aux investissements, mais peine à en fournir la démonstration concrète, les arguments avancés demeurant relativement peu substantiels.

En 2020, les efforts de légitimation apparaissent plus affirmés. L'investisseur insiste sur l'ancienneté de ses engagements en matière d'ESG et souligne leur impact à long terme sur la performance de ses portefeuilles. Il met également en avant sa participation à de nombreuses coalitions industrielles centrées

sur les enjeux ESG, renforçant ainsi son positionnement collectif dans le secteur. Sur le plan climatique, plusieurs initiatives sont présentées comme des éléments de légitimation. L'engagement de parvenir à la carboneutralité d'ici 2040 constitue une annonce structurante, tout comme le lancement d'un indice innovant visant à pondérer les entreprises en fonction de leurs émissions. Cet instrument, présenté comme une première parmi les fonds publics américains, permet à NYSCRF d'investir sur les marchés tout en excluant ou en réduisant l'exposition aux grands émetteurs.

En 2023, aucune évolution majeure n'est observée par rapport à la période précédente. Toutefois, l'institution réitère sa volonté de se positionner comme un leader dans l'intégration des critères durables, en insistant sur leur importance pour la préservation de la valeur à long terme du fonds.

6.2.5 CDPQ

En 2017, CDPQ construit sa légitimité environnementale principalement à travers l'adoption de bonnes pratiques internes et d'une posture proactive sur la scène internationale. Cette légitimation s'opère d'abord par des gestes concrets liés à la gestion responsable de ses activités opérationnelles. Des mesures de sensibilisation aux enjeux environnementaux sont mises en place auprès des employés; elles portent notamment sur la mobilité active, la gestion durable des événements et l'implication bénévole. La performance environnementale de son siège social est également mise de l'avant, avec l'obtention de certifications reconnues, « [...] *received LEED Gold for Existing Buildings: Operations and Maintenance and BOMA BEST – Platinum certifications.* » (CDPQ, 2017b, p. 38). Une politique d'approvisionnement responsable vient renforcer cette cohérence.

Outre ces actions à l'interne, CDPQ cherche à incarner un *leadership* climatique, en se présentant comme le premier investisseur institutionnel en Amérique du Nord à fixer une cible climatique couvrant la quasi-totalité de ses actifs. Cette posture est soutenue par une présence active dans plusieurs événements internationaux d'envergure cette même année, en 2017, tels que la COP23 à Bonn, le sommet *One Planet* à Paris ou encore le panel sur les changements climatiques lors du *RI Americas* à New York. L'investisseur revendique ainsi un rôle moteur dans la transition vers une économie bas carbone, démontré par sa volonté : « *The transition toward a low carbon economy will not happen overnight. And it will require the involvement of companies, individuals, governments and investors. Over the years to come, we plan to strengthen our climate leadership to influence financial industry [...]* » (CDPQ, 2017b, p. 12).

Cette posture se consolide par une participation affirmée à des initiatives internationales de renom telles que les PRI, la CDP, la TCFD, la CA100+ ou encore le G20. CDPQ indique par exemple avoir été consultée sur les recommandations de la TCFD ou encore avoir co-signé une lettre au G20 pour réaffirmer la nécessité de mettre en œuvre l'Accord de Paris. Enfin, la légitimation passe aussi par des ancrages plus locaux, comme la contribution à des projets de verdissement en milieu scolaire, renforçant ainsi le lien entre performance environnementale et utilité sociale.

En 2020, CDPQ approfondit cette stratégie de légitimation, en s'appuyant davantage sur des résultats chiffrés et des initiatives concrètes. La continuité avec 2017 est marquée par le maintien des pratiques internes de gestion durable comme les plans de mobilité, de réduction énergétique, de gestion des déchets, au sein de ses bureaux au Québec. Mais la nouveauté réside dans l'affirmation d'un positionnement clair de meneur en tant qu'investisseur global dans la lutte contre les changements climatiques : « [...] *remain at the forefront among large, global institutional investors in fighting climate change.* » (CDPQ, 2020b, p. 15).

Pour étayer cette affirmation, l'investisseur met en avant des résultats significatifs, notamment une réduction de 38 % de l'empreinte carbone par dollar investi et une hausse de 18 milliards \$ CA d'actifs verts depuis 2017. Des cas spécifiques viennent illustrer cette trajectoire, à l'image du projet d'amélioration de l'efficacité énergétique et bas carbone du bâtiment Place Ville Marie à Montréal, qui vise à réduire de plus de 3 000 tonnes les émissions annuelles de GES grâce à un système de récupération d'énergie. Cette granularité confère une matérialité aux engagements annoncés.

L'engagement communautaire s'élargit par la création d'un espace de dialogue intersectoriel sur les enjeux ESG, ainsi que par le soutien à des chaires universitaires sur les enjeux macroéconomiques et climatiques. CDPQ affirme vouloir créer un vivier d'experts qualifiés grâce à des partenariats avec plusieurs universités québécoises. La légitimation passe également par des garanties de rigueur méthodologique. Un rapport d'assurance indépendant est publié sur l'intensité carbone du portefeuille, apportant une crédibilité supplémentaire aux évaluations climatiques internes. Enfin, CDPQ poursuit son engagement international en rejoignant la NZAOA et en étant signataire de la déclaration *Maple 8*, réaffirmant son inscription dans un réseau global de financeurs responsables.

En 2023, CDPQ poursuit sa trajectoire de légitimation en renforçant l'exemplarité opérationnelle, tout en mettant un accent plus fort sur la reconnaissance externe. L'investisseur continue d'agir sur son empreinte

directe par des objectifs ciblés sur les émissions de GES, la valorisation des déchets et les certifications environnementales de ses bureaux au Québec. À cela s'ajoute une implication communautaire soutenue portée sur l'accompagnement d'entreprises québécoises dans l'intégration des facteurs ESG, l'octroi de commandites thématiques et l'appui à des organismes communautaires et académiques.

La stratégie se complexifie avec l'introduction d'instruments financiers innovants. CDPQ octroie son premier prêt vert et son bras immobilier devient le premier investisseur immobilier au Canada à émettre une obligation durable senior non garantie, destinée à financer des projets alignés avec un nouveau cadre de financement durable : « *In July 2023, Ivanhoé Cambridge became the first real estate investor to issue a senior unsecured sustainable bond in Canada, in the amount of \$300 million.* » (CDPQ, 2023b, p. 49).

Cette dynamique s'accompagne de la mise en valeur d'actifs immobiliers exemplaires tels que la *Texas Tower* ou la *CIBC Square*, certifiés LEED ou WELL, symboles d'un portefeuille en transition. CDPQ affirme également son engagement à soutenir les secteurs les plus émetteurs dans leur mutation : « [...] *we're committed to supporting the transition, including in high-emitting sectors that are meeting the energy supply needs of communities around the world.* » (CDPQ, 2023b, p. 3).

Enfin, l'ancrage dans les grandes arènes financières mondiales permet à l'investisseur de réaffirmer son rôle de meneur en participant au G20 et à la COP28, en créant des partenariats multisectoriels et en mobilisant du capital privé. Cette reconnaissance s'incarne aussi dans une série de distinctions internationales telles que la *Terra Carta Seal*, l'*IJGlobal ESG Award* ou la première place au classement *GSR Scoreboard de Global SWF*. Cela consolide sa position parmi les chefs de file du financement durable.

Résumé

CDPQ cherche à établir et à consolider sa légitimité au moyen de divers mécanismes mobilisés au fil du temps. Dès 2017, elle met en avant son exemplarité par l'adoption de bonnes pratiques opérationnelles, telles que la sensibilisation des employés aux enjeux de développement durable et la performance de son siège social, certifié selon des standards de bâtiment durable. Elle se distingue aussi comme le premier investisseur nord-américain à fixer une cible climatique couvrant la quasi-totalité de ses actifs. À ces initiatives s'ajoute une participation active à des événements d'envergure internationale consacrés aux enjeux ESG et climatiques, ainsi qu'une implication soutenue dans des initiatives industrielles et locales.

En 2020, ces mécanismes sont approfondis et diversifiés. L'exemplarité opérationnelle s'intensifie à travers l'introduction de nouvelles cibles en matière de consommation d'électricité et de gestion des déchets dans ses bureaux québécois. CDPQ affirme désormais son ambition de se positionner comme un leader mondial dans la lutte contre les changements climatiques et souligne son rôle dans le soutien à des chaires universitaires, destinées à favoriser l'émergence d'un vivier d'expertise. Par ailleurs, l'investisseur renforce la crédibilité de ses démarches par la réalisation de rapports indépendants sur sa méthodologie de calcul de l'intensité carbone et par son adhésion à de nouvelles initiatives sectorielles.

En 2023, cette dynamique est de nouveau renforcée par l'adoption de cibles opérationnelles plus ambitieuses portant sur les émissions de GES, la consommation d'eau et la gestion des déchets dans ses installations au Québec. L'institution élargit également son périmètre d'action en soutenant, outre des organismes universitaires, des organisations communautaires ainsi que des entreprises locales désireuses d'intégrer les facteurs ESG à leurs pratiques. Elle innove en octroyant son premier prêt vert, une première au Canada, et valorise ses actifs exemplaires comme vecteurs de légitimation. Enfin, sa participation à des événements internationaux de premier plan, conjuguée à la reconnaissance obtenue auprès de l'industrie, contribue à consolider son statut et à asseoir sa légitimité dans le domaine de l'investissement durable.

6.2.6 Investissements RPC

En 2017, Investissements RPC cherche à affirmer une légitimité environnementale reposant sur la durée de son engagement et sur une posture cohérente avec sa mission de gestion à long terme. Elle affirme que « *Climate change has been one of our focus areas for over a decade now [...]* » (CPPIB, 2017b, p. 9), soulignant la stabilité et la profondeur de sa mobilisation. Elle présente la transition climatique comme un champ d'investissement naturel pour un acteur long-termiste, en évoquant la nécessité d'avoir le soutien de « *[...] strong, knowledgeable and long-term partners* » (CPPIB, 2017a, p. 4) pour soutenir cette transition.

Cette légitimation se concrétise aussi à travers des pratiques d'engagement actionnarial proactives. Investissements RPC met en avant une décennie d'interactions avec des entreprises à fortes émissions de GES pour améliorer leur divulgation et leurs pratiques. En parallèle, l'organisation valorise la certification environnementale de ses actifs, notamment avec l'inauguration de la *EY Tower* à Toronto, certifiée LEED Platine, une façon de matérialiser sa contribution à la performance durable du portefeuille.

En 2020, Investissements RPC renforce sa stratégie de légitimation en multipliant les mécanismes tangibles et traçables. L'organisation réaffirme son ambition d'être un meneur dans la gestion des risques et opportunités climatiques au sein de l'industrie de l'investissement institutionnel, tout en rattachant cet engagement à sa mission fiduciaire, investir dans l'intérêt à long terme des cotisants, ce qui inclut de manière explicite la transition énergétique.

Cette cohérence stratégique se traduit par des initiatives internes concrètes, à commencer par le programme « *Go Green* », qui vise à sensibiliser les employés et à réduire l'empreinte environnementale opérationnelle. En parallèle, l'investisseur déploie un comité des obligations vertes, multidisciplinaire et décisionnel, garantissant la transparence et la rigueur dans l'allocation des fonds levés via ses émissions d'obligations vertes. Ces dernières deviennent un marqueur fort de légitimation, Investissements RPC revendique être le premier gestionnaire de régime de retraite au monde à avoir émis une obligation verte en 2018, initiative suivie de plusieurs émissions en CAD, USD et EUR.

La reconnaissance de ces instruments est assurée par des évaluations externes, telles que celles du CICERO, renforçant la crédibilité du *Green Bond Framework*. L'institution valorise également sa participation active dans les normes de divulgation climatique, via la TCFD, ainsi que dans le dialogue avec les entreprises émettrices sur la transparence climatique.

Enfin, Investissements RPC met en lumière plusieurs actifs exemplaires de son portefeuille immobilier, en soulignant leurs certifications environnementales (LEED EB, CS, Platinum), les émissions évitées (elles visent à déterminer la contribution positive plus large (le cas échéant) d'un produit ou d'un service à l'économie en dehors de la chaîne de valeur de l'entreprise (WBCSD, 2023d)), leur superficie et la part de détention. Ces exemples permettent d'ancrer ses engagements dans des résultats tangibles.

En 2023, l'investisseur poursuit sa stratégie de légitimation en combinant continuité et renforcement d'une posture d'innovation responsable. Elle rappelle certains jalons fondateurs : « *CPP Investments was the first pension fund in the world to issue a green bond [...]* » (CPPIB, 2023a, p. 29), tout en mettant de l'avant ses bonnes pratiques internes comme le programme « *GoGreen* » et sa trajectoire vers la carboneutralité opérationnelle à l'horizon 2050. L'atteinte de cette neutralité pour ses activités directes est d'ailleurs déjà revendiquée, en partie grâce à la compensation carbone via des projets visant aussi la protection de la biodiversité.

La légitimation repose aussi sur des cas exemplaires récents, à l'image de l'immeuble *Ramanujan Intellion Park*, certifié LEED Platine (*Core and Shell*) et *EDGE Zero Carbon*, alimenté en énergie renouvelable, utilisant de l'eau recyclée et intégrant des mesures d'atténuation des inondations. L'investissement est lié à une coentreprise avec Tata Realty, ce qui montre aussi l'élargissement géographique et stratégique de l'action environnementale d'Investissements RPC.

Enfin, l'un des aspects nouveaux et structurants de 2023 réside dans la contribution active à la construction des normes internationales, l'organisation affirmant vouloir « [...] *actively contribute to the development of global standards for disclosures and the development of high-quality data* [...] » (CPPIB, 2023a, p. 32). Ce positionnement l'inscrit dans une logique d'institutionnalisation de la finance durable, où la légitimité repose autant sur la conformité aux standards existants que sur la capacité à en façonner les contours.

Résumé

Investissements RPC affirme sa légitimité dès 2017 en soulignant sa vision d'investissement à long terme, laquelle intègre depuis plusieurs années déjà la prise en compte des changements climatiques. Cette orientation est illustrée par des interventions ciblées auprès d'entreprises fortement émettrices ainsi que par la valorisation d'actifs exemplaires bénéficiant de certifications reconnues.

En 2020, l'investisseur renforce cette légitimation en mettant en avant son rôle pionnier parmi les émetteurs d'obligations vertes à l'échelle mondiale. Il insiste également sur sa participation active à des initiatives sectorielles de premier plan, ce qui contribue à consolider son statut dans le domaine de l'investissement durable. Par ailleurs, l'exemplarité opérationnelle est mobilisée comme vecteur complémentaire de légitimation, notamment à travers des programmes de sensibilisation destinés aux employés. L'institution souligne également la crédibilité de ses démarches en mentionnant que certains de ses cadres, tels que celui encadrant ses obligations vertes, font l'objet d'évaluations indépendantes.

En 2023, Investissements RPC capitalise sur ces acquis en réaffirmant son rôle précurseur dans l'émission d'obligations vertes et en mettant de nouveau en avant ses pratiques opérationnelles ainsi que des actifs exemplaires nouvellement intégrés à son portefeuille. À ces mécanismes s'ajoute désormais la communication d'une trajectoire vers la carboneutralité opérationnelle d'ici 2050, qui traduit une volonté d'inscrire son action dans une perspective de long terme alignée sur les objectifs climatiques mondiaux. Enfin, l'investisseur réaffirme sa présence au sein d'initiatives internationales structurantes, confirmant ainsi sa légitimité dans l'arène globale de l'investissement responsable.

6.2.7 Bilan des pratiques de l'ensemble des investisseurs pour la thématique « Construire la légitimité de l'investisseur »

Ainsi, les fondements de la thématique traitant de l'énoncé « Construire la légitimité de l'investisseur » des six différents investisseurs institutionnels étudiés sont résumés dans le tableau synthèse ci-dessous (Tableau 6.2). Dans l'ensemble, on y observe le fait d'afficher une posture de leader, qui mène à l'adoption de pratiques opérationnelles exemplaires, et la volonté de mettre en avant l'innovation réalisée, qui débouche ensuite sur la réception de prix et de reconnaissances externes et de la mise en avant d'avancées concrètes.

Tableau 6.2 : Tableau synthèse des pratiques de construction de la légitimité des investisseurs

Investisseur	2017	2020	2023
APG	- Communication sur le rôle d'investisseur responsable à long terme - Participation à des initiatives (PRI, TCFD, IIGCC)	- Adoption d'une politique d'intégration ESG sur toutes les classes d'actifs - Mise en avant d'une stratégie bas carbone et dialogue climatique renforcé	- Création d'une plateforme dédiée à l'impact (« ABP's impact investing ») - Publication d'objectifs mesurables liés au climat et à l'ESG
NBIM	- Insistance sur la transparence et l'éthique des opérations - Recommandations de vote contre les entreprises peu transparentes	- Publication de rapports de vote et d'engagement détaillés - Diffusion des attentes climatiques auprès des entreprises	- Renforcement de l'évaluation climatique (stress tests, modèles internes) - Publication du Climate Action Plan - Engagement fort dans les dialogues sectoriels (CA100+, IIGCC)
CalSTRS	- Adoption de principes d'investissement durable - Engagement auprès des entreprises sur le climat	- Lancement du <i>Green Initiative Task Force</i> - Mise en œuvre de l'analyse du portefeuille climatique	- Engagement pour la décarbonation complète d'ici 2050 - Création d'un Climate Solutions Fund - Coopération avec d'autres fonds pour influencer la politique publique
NYSCRF	- Première mesure du risque carbone du portefeuille - Annonce d'un engagement de désinvestissement graduel des énergies fossiles	- Développement d'un Climate Action Plan avec objectifs intermédiaires - Mise en place d'une équipe interne climat	- Mise en avant des résultats tangibles (désinvestissements, émissions évitées) - Communication sur la gouvernance climatique du fonds
CDPQ	- Présentation comme « premier investisseur nord-américain » à adopter une cible climat. - Engagements internationaux (TCFD, CDP, G20) - Bonnes pratiques internes (mobilité, certification LEED)	- Réduction mesurée de l'empreinte carbone du portefeuille - Rapport d'assurance externe sur les résultats - Soutien à la recherche académique sur l'investissement durable	- Premier prêt vert, obligations durables - Appui aux entreprises dans la transition - Reconnaissances externes (Terra Carta Seal, UGlobal ESG Award)
Investissements RPC	- Position de long-termisme revendiquée - Engagement actionnarial proactif - Actifs certifiés LEED mis de l'avant	- Programme GoGreen interne - Première émission mondiale d'obligations vertes par un régime de retraite - Participation aux normes (TCFD, dialogues climatiques)	- Neutralité carbone opérationnelle - Nouveaux actifs exemplaires (Inde) - Contribution au développement des normes internationales

6.3 Insuffler le changement dans l'organisation

Cette thématique a pour objectif de réunir toutes les actions que les investisseurs ont déployées pour envoyer un signal sérieux de volonté d'intégration des différents paramètres relatifs aux enjeux étudiés, touchant de près ou de loin à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la

biodiversité sur les actifs immobiliers. Cette thématique mobilise principalement la théorie de l'agence (Fama et Jensen, 1983b; Jensen et Meckling, 1976), les pratiques observées, notamment l'intégration d'objectifs ESG dans la rémunération variable et la responsabilisation du conseil d'administration, constituant des mécanismes d'alignement des incitations visant à transformer les comportements organisationnels.

6.3.1 APG

En 2017, APG cherche à inscrire la durabilité au cœur de son fonctionnement en s'appuyant sur des convictions fortes quant à son rôle en tant qu'investisseur responsable. L'organisation affirme explicitement que « *We are convinced that investors make better investment decisions if they look structurally at sustainability factors [...]* » (APG, 2017b, p. 10), soulignant l'importance de considérer les facteurs ESG comme levier d'amélioration des décisions d'investissement.

Cette logique dépasse le simple champ des investissements et s'étend au fonctionnement interne : « *Moreover, we are convinced that attention to people and the environment in our business operations makes a positive contribution to the functioning of our organization.* » (APG, 2017a, p. 14). La durabilité est ainsi perçue comme un catalyseur d'efficacité organisationnelle, et comme une méthode permettant de mieux identifier les risques et opportunités, « *[...] responsible business practices as this gives them a fuller picture of opportunities and risks in an investment.* » (APG, 2017b, p. 10).

Les enjeux climatiques sont désignés comme étant prioritaires : « *Climate change is the most important topic.* » (APG, 2017b, p. 30). À l'appui de cette orientation, la stratégie climatique fait l'objet d'un suivi étroit, rapporté régulièrement à l'échelon du conseil d'administration : « *The Board of APG AM receives regular progress reports on our climate strategy and its implementation.* » (APG, 2017b, p. 50).

En 2020, APG affirme une volonté d'intégration structurelle de la durabilité à tous les niveaux de son organisation. L'investisseur considère que l'investissement responsable ne constitue pas une contrainte mais plutôt une condition de performance globale, durable et inclusive. Cette conviction est claire : « *We are convinced that companies that pay enough attention to human rights, the environment and good governance perform better in the long run, not only with respect to sustainability, but also with respect to financial returns.* » (APG, 2020b, p. 10).

L'approche d'APG repose également sur la démonstration que l'intégration ESG enrichit l'analyse des rendements et des risques : « [...] *we measure the effect of responsible investment on risk and return* » et « *We are developing our analyses further in order to gain more insight into the influence of the various policy instruments [...] on the risk and return of the investments.* » (APG, 2020b, p. 56).

Un tournant important est opéré avec l'instauration d'une gouvernance dédiée à la durabilité : « *In 2020, the governance and organization of sustainability efforts detailed above were adopted, and a Group Sustainability Officer was appointed.* » (APG, 2020a, p. 69). Cette décision est soutenue par la plus haute instance : « [...] *the Supervisory Board fully endorses [sustainability] [...] emphasizing the importance of the tone at the top.* » (APG, 2020a, p. 93), qui veille aussi à ce que les principes de durabilité s'appliquent aux activités internes : « [...] *APG must pursue the same sustainability goals for its own operations.* » (APG, 2020a, p. 93). En outre, les objectifs définis en 2018 ont été atteints : « [...] *the goal set in 2018 to meet at least the same requirements that we set for our investments was achieved in 2020.* » (APG, 2020a, p. 93).

Malgré les progrès, l'organisation reconnaît que c'est un travail en cours : « [...] *there is still a lot of work left to do.* » (APG, 2020a, p. 93), et affirme son engagement dans le temps long : « [...] *will keep closely monitoring progress made in the area of sustainability.* » (APG, 2020a, p. 93).

Enfin, APG réaffirme une vision élargie de la performance, en affirmant que la viabilité du monde dans lequel les pensions seront utilisées est tout aussi importante que leur rendement : « [...] *a good pension is of little use if the world around you is unlivable.* » (APG, 2020a, p. 27) et « *We regard returns as a broader concept than the mere monetary return on investments.* » (APG, 2020a, p. 33).

En 2023, APG confirme l'ancrage profond de la durabilité dans son identité organisationnelle. Elle adopte une approche systémique et intégrée, allant au-delà des engagements déclaratoires. Le rôle d'un fonds de pension, selon APG, ne se limite pas à la finance : « [...] *decent pensions are not just about money, but also about a livable world in which you can spend that money [...]* » (APG, 2023, p. 6) et « [...] *to ensure decent pensions for present and future generations — for today, tomorrow, and beyond.* » (APG, 2023, p. 8). Cette posture repose sur une éthique de solidarité intergénérationnelle : « [...] *we are interested in contributing to a sustainable society. Relevant issues are solidarity between generations, reducing environmental impacts [...]* » (APG, 2023, p. 8).

Face à la montée des critiques sur l'ESG, notamment aux États-Unis et en Europe, APG affirme une position lucide et résolue : « *We are aware of the counter-movement [...] particularly in the US but also in Europe. [...] we intend to continue putting maximum effort into this. This issue deserves an objective approach that puts aside any personal or political preferences.* » (APG, 2023, p. 12). Loin d'un positionnement idéologique, l'organisation présente la durabilité comme un impératif rationnel, partagé avec ses bénéficiaires.

Cette cohérence se manifeste également dans la structuration interne. La gouvernance de la durabilité implique plusieurs départements, sous la coordination du *Chief Finance & Risk Officer* : « *The owner of the annual report within the Executive Board is the Chief Finance & Risk Officer [...] formed a steering group representing various APG departments [...]* » (APG, 2023, p. 180). Cela reflète une institutionnalisation transversale du pilotage durable au sein de l'organisation.

En outre, APG établit un lien concret entre performance individuelle et objectifs durables : « *Variable pay depends for 50% on non-financial performance, measured against sustainability indicators, for example.* » (APG, 2023, p. 84) ou encore « *Sustainability was integrated [...] into performance goals for staff members, and into the HR appraisal cycle.* » (APG, 2023, p. 101). Ce mécanisme d'incitation agit comme un fort levier d'alignement interne.

Enfin, elle continue de mettre de l'avant la cohérence entre mission sociale, performance collective et durabilité : « *We invest pension contributions collectively and in a responsible way, thus contributing to the affordability of the pension system while making society more sustainable.* » (APG, 2023, p. 16).

Résumé

APG amorce dès 2017 une transformation organisationnelle en s'appuyant sur des convictions fortes quant à la nécessité d'intégrer les facteurs de développement durable dans la prise de décision. L'institution soutient que cette approche contribue non seulement à améliorer la qualité des investissements, mais également à accroître l'efficacité organisationnelle. Le climat est identifié comme un enjeu prioritaire, dont la gestion fait l'objet d'un suivi régulier par le conseil d'administration.

En 2020, l'investisseur intensifie cette dynamique en réaffirmant que la prise en compte des considérations environnementales constitue un levier de performance à long terme, plutôt qu'un frein à l'investissement. Il ajoute que l'intégration des critères ESG enrichit l'évaluation des risques et des rendements, consolidant ainsi la robustesse de ses analyses. Pour traduire ces convictions en pratiques

concrètes, APG crée un organe de gouvernance dédié au développement durable, assorti d'un poste spécialisé, et place ces structures sous l'autorité de la gouvernance d'entreprise. Le suivi de l'intégration des facteurs ESG est assuré par le conseil de surveillance, témoignant d'une institutionnalisation croissante de ces enjeux.

Enfin, en 2023, l'investisseur affirme que la prise en compte des facteurs de durabilité est désormais constitutive de son identité organisationnelle. Malgré les incertitudes politiques, l'ESG est présenté comme une priorité incontournable. L'intégration des thématiques liées au développement durable se déploie de manière transversale, avec une supervision assurée par des instances stratégiques telles que la direction des risques et des finances. Un pas significatif est franchi avec l'intégration de critères non financiers dans la rémunération des employés, illustrant une volonté d'ancrer durablement ces enjeux au cœur de la culture organisationnelle.

6.3.2 NBIM

En 2017, NBIM amorce une transformation progressive de son organisation, intégrant les principes de développement durable et de responsabilité à long terme. Loin d'un changement brutal, cette évolution s'opère de manière organique, touchant aussi bien l'allocation d'actifs que la culture interne et les référentiels stratégiques.

L'investisseur affirme clairement que le développement durable constitue un levier de performance économique : « *We believe that long-term return is dependent on sustainable development.* » (NBIM, 2018b, p. 9). Sur cette base, NBIM oriente ses investissements vers des solutions respectueuses de l'environnement, perçues comme sources de rendement : « *We believe there are opportunities for investing in companies and technologies that enable more environmentally friendly economic activity.* » (NBIM, 2018b, p. 3). Cette réorientation génère également des externalités positives telles qu'une meilleure efficacité des ressources, une réduction de la pollution, des économies d'énergie et une valorisation accrue à long terme des entreprises concernées.

NBIM inscrit cette dynamique dans un cadre structurant fondé sur les normes internationales : « *We recognise a set of key international principles and standards. They provide the framework for our responsible investment management [...]* » (NBIM, 2018b, p. 16). L'alignement sur les ODD enrichit sa lecture systémique des enjeux et participe à l'appropriation organisationnelle du développement durable.

La reconnaissance explicite des défaillances de marché, comme l'incapacité des entreprises à internaliser les coûts environnementaux, constitue un moteur de changement : « *The inability of companies to internalise such costs is a market failure. Typical examples include climate change, environmental degradation [...]* » (NBIM, 2018b, p. 22). NBIM adopte une posture proactive en cherchant à tirer parti des opportunités créées par la transition écologique.

L'institutionnalisation de cette démarche prend corps dans l'allocation de mandats spécifiques : « *To benefit from such trends, we make additional allocations to environmental mandates.* » (NBIM, 2018b, p. 70), traduisant ainsi l'ambition stratégique en leviers opérationnels ancrés dans l'organisation.

En 2020, NBIM confirme que la capacité d'une entreprise à créer de la valeur à long terme dépend de sa gestion des risques environnementaux et sociaux : « *Companies' ability to create value in the long term is affected by their ability to understand the long-term risks they are exposed to, and to adapt their strategies and business models accordingly. We view sustainability as an important driver of risks and opportunities in many industries and markets.* » (NBIM, 2021b, p. 70). L'approche, selon laquelle les entreprises doivent « *[...] tackle environmental and social challenges even in troubled times if they are to create value in the long term.* » (NBIM, 2021b, p. 7), fait de la durabilité un levier de résilience stratégique.

Cette transformation se structure par des responsabilités clairement définies. Le directeur général délègue les politiques d'investissement responsable et de gestion des risques ESG au comité exécutif : « *The CEO sets policies, delegates mandates and responsibilities to the leader group of the fund. This includes the responsible investment policy, the policy on enterprise risk management. The latter specifies requirements on assessment and integration of environmental, social and governance (ESG) risks.* » (NBIM, 2021b, p. 96).

La gouvernance s'appuie sur des réunions du conseil exécutif et des assemblées consacrées aux résolutions actionnariales liées au développement durable, tandis que la supervision ESG s'étend aux « *climate disclosures* » et au *screening* régulier de la qualité des entreprises à haut risque climatique.

L'évaluation « *bottom-up* » de plus de 1500 transactions majeures, l'usage de référentiels comme le SASB ou le TCFD et l'analyse des impacts physiques et de transition permettent d'assurer une compensation adéquate du risque, « *[...] regularly screening the portfolio for companies with high inherent climate risk.* » (NBIM, 2021b, p. 97).

Cette transformation s'opère aussi en interne. Le *Chief Governance & Compliance Officer* et le *Chief Risk Officer* pilotent la mise en œuvre de la politique ESG. Le rapport annuel sur l'investissement responsable devient un outil de suivi stratégique. L'organisation surveille activement les entreprises à risque climatique élevé, dans une logique d'amélioration continue.

En 2023, NBIM réaffirme que l'investissement responsable est indissociable de sa stratégie de création de valeur : « *Through responsible investment, we seek to improve the long-term financial performance of our investments [...]* » (NBIM, 2024b, p. 7). Il ne s'agit plus d'une exigence morale ou réglementaire, mais d'un principe fondateur. L'organisation souligne l'importance d'intégrer les risques environnementaux et sociaux, « *[...] to reduce the financial risks associated with the environmental and social practices of companies in our portfolio.* » (NBIM, 2024b, p. 7), affirmant que cette approche « *[...] improves returns and reduces risk.* » (NBIM, 2024b, p. 34).

Face à la transition bas carbone, NBIM distingue les entreprises susceptibles de perdre en valeur de celles capables de se réinventer : « *While some high-emitting companies may decline in value, others will transform their business models and play an important role in supporting an orderly transition.* » (NBIM, 2024b, p. 37). Cette transition offre des opportunités d'engagement à long terme, « *These developments also highlight the potential for long-term ownership engagement in support of a successful transition and sustainable returns.* » (NBIM, 2024b, p. 37).

L'intégration de la durabilité dans les processus décisionnels est illustrée par la validation des marchés d'investissement par le conseil exécutif sur la base de critères ESG, « *All the markets we invest in are approved by the Executive Board of Norges Bank. [...] The approval framework includes sustainability considerations such as water scarcity and biodiversity, [...]* » (NBIM, 2024b, p. 51).

La transformation managériale inclut également la rémunération : « *This [Performance-based pay] is calculated on the basis of the performance of the fund, group and individual measured against agreed qualitative and quantitative targets. Qualitative targets may include aspects of environmental, social and governance (ESG) performance.* » (NBIM, 2024a, p. 60). Ce système permet une cohérence accrue entre les incitations individuelles et les objectifs organisationnels.

Enfin, NBIM conclut en soulignant l'interdépendance entre performance financière à long terme et stabilité macroéconomique, environnementale et sociale : « *A good long-term return depends on*

sustainable economic, environmental and social development. » (NBIM, 2024a, p. 11). Cette conviction justifie pleinement l’ancrage de la durabilité au cœur de l’organisation.

Résumé

NBIM amorce dès 2017 un changement organisationnel majeur en affirmant sa conviction que les principes de développement durable à long terme constituent des leviers de performance économique. Cette orientation se traduit par un mandat d’investissement environnemental, destiné à canaliser une partie des capitaux vers des solutions respectueuses de l’environnement, considérées comme des opportunités de marché. L’investisseur établit ainsi un lien direct entre l’intégration des enjeux de durabilité et l’efficacité organisationnelle, en soulignant les progrès réalisés dans la gestion de l’énergie, la réduction de la pollution et l’amélioration des rendements. Parallèlement, NBIM reconnaît explicitement la valeur des cadres internationaux ESG et souligne l’incapacité des marchés à intégrer pleinement ces facteurs, justifiant ainsi son rôle d’acteur proactif.

En 2020, l’institution confirme et approfondit ses convictions en affirmant que la capacité des entreprises à gérer efficacement les risques environnementaux constitue une source de création de valeur et de résilience à long terme. Cet engagement se matérialise par une intégration accrue des risques ESG dans la supervision exercée par le comité exécutif, notamment à travers l’organisation de réunions régulières et la publication de rapports formels. La gouvernance de la politique ESG est confiée à trois membres de la haute direction, responsables respectivement de la gouvernance, de la conformité et du risque. Par ailleurs, NBIM s’appuie sur des standards reconnus pour conduire ses analyses d’entreprises et définit des objectifs d’engagement actionnarial à long terme, fondés sur l’exercice du droit de vote et le dialogue actionnarial.

En 2023, l’investisseur réaffirme sa conviction que l’investissement durable est générateur de valeur tout en contribuant à la réduction des risques. La transition carbone est explicitement présentée comme un champ stratégique, au sein duquel NBIM entend identifier les entreprises capables d’offrir des opportunités durables de performance. L’implication de la haute direction se renforce, le conseil exécutif jouant désormais un rôle central dans la validation des marchés sur la base de critères ESG. Enfin, la performance ESG devient une variable intégrée à la rémunération, renforçant ainsi l’ancrage structurel et culturel du développement durable au sein de l’organisation.

6.3.3 CalSTRS

En 2017, CalSTRS affirme que le développement durable n'est pas seulement une exigence réglementaire ou externe, mais un fondement de sa gouvernance et de sa culture d'entreprise : « *We believe that establishing a corporate environment with sustainable values is a blueprint for better governance [...]* » (CalSTRS, 2017b, p. 5). Cette conviction est portée par les *Guiding Beliefs*, qui inscrivent les principes ESG au cœur des pratiques internes : « *CalSTRS supports sustainability programs that build environmental, social and governance principles into our core business and investment practices.* » (CalSTRS, 2017b, p. 35).

CalSTRS adopte une approche intégrée, où performance financière et performance durable sont indissociables : « *CalSTRS is a long-term, 30-year horizon investor [...] we recognize that ESG factors can have a significant impact on a company's performance.* » (CalSTRS, 2017a, p. 10). Cette perspective de long terme structure l'action organisationnelle, notamment à travers l'adoption de sept *Investment Beliefs* qui guident la prise de décision : « *Responsible corporate governance, including the management of ESG factors, can benefit long-term investors like CalSTRS.* » (CalSTRS, 2017a, p. 39).

Ces croyances fonctionnent comme une architecture mentale partagée, permettant d'aligner les décisions stratégiques sur les valeurs durables de l'institution : « *[...] CalSTRS Investment Beliefs guide decision-makers toward sound principles and provide an important reference point when making key investment policy and strategy decisions.* » (CalSTRS, 2017b, p. 73).

L'organisation fait de la gestion des risques un levier central de sa transformation : « *CalSTRS responsibly manages risk for the long-term financial strength of CalSTRS, to the benefit of our members, stakeholders and the environment.* » (CalSTRS, 2017b, p. 35). Cela se traduit par une prise en compte explicite des facteurs ESG dans les processus d'investissement : « *CalSTRS has a well-established, thorough vetting process for investments [...] which include environmental, social and governance factors as a consideration.* » (CalSTRS, 2017b, p. 73). L'objectif reste la génération de rendements durables et ajustés au risque : « *All CalSTRS' investments should seek to responsibly manage and disclose economic, social and environmental criteria in order to deliver sustainable and profitable, risk-adjusted returns.* » (CalSTRS, 2017b, p. 35).

En parallèle, CalSTRS développe une culture du dialogue avec ses parties prenantes sur les enjeux ESG : « *CalSTRS engages with our stakeholders, business partners and community on environmental, social and governance issues and principles to understand their insights and perspectives.* » (CalSTRS, 2017b, p. 35).

Cette posture inclusive s'accompagne d'une politique proactive de divulgation : « *CalSTRS discloses material sustainability issues and sustainable performance data.* » (CalSTRS, 2017b, p. 35).

Enfin, l'organisation soutient l'adoption de normes sectorielles de durabilité, notamment celles de la SASB, pour améliorer la qualité et la comparabilité des informations extra-financières : « *CalSTRS believes that the use of industry-specific sustainability accounting standards, such as those developed by SASB, will help public corporations simplify their ESG disclosures [...]* » (CalSTRS, 2017b, p. 77). L'orientation ESG dépasse les investissements directs et s'étend aux pratiques d'achats responsables, marquant une transformation organisationnelle holistique : « *CalSTRS encourages procurement of goods and services with contractors and supply chain vendors that incorporate sustainability, environmental, social and governance criteria into their business practices.* » (CalSTRS, 2017b, p. 35).

En 2020, CalSTRS renforce sa transformation interne par une réaffirmation identitaire forte : « *We believe an enterprise based on sustainable values creates a blueprint for strong governance that protects the fund's assets.* » (CalSTRS, 2020b, p. 7). Cette vision renforce la cohérence stratégique entre mission fiduciaire, valeurs internes et objectifs ESG.

La dynamique de changement se concrétise par l'ajout d'une neuvième *Investment Belief*, consacrant le changement climatique comme un risque systémique et transversal : « *Investment risks associated with climate change and the related economic transition—physical, policy and technology driven—materially impact the value of the CalSTRS Investment Portfolio.* » (CalSTRS, 2020b, p. 31). Cette conviction, réaffirmée dans plusieurs rapports, signale une intégration profonde de la question climatique au cœur de la stratégie organisationnelle.

Outre l'énonciation de principes, elle adapte ses instruments et pratiques pour aligner ses portefeuilles avec la transition écologique. Cela inclut la création d'un portefeuille actions dédié à la durabilité de 2,2 milliards \$ US : « *This includes a dedicated sustainability-focused Public Equity Portfolio of \$2.2 billion.* » (CalSTRS, 2020b, p. 32), l'expansion des stratégies bas carbone à travers les classes d'actifs : « *[...] we are expanding low-carbon investment strategies across asset classes.* » (CalSTRS, 2020b, p. 32) et la volonté explicite de renforcer cette orientation : « *[...] we intend to evaluate and pursue additional investments that further align the fund with the transition to a low-carbon economy.* » (CalSTRS, 2020b, p. 32).

La compréhension du changement climatique repose sur une lecture systémique du contexte institutionnel, intégrant une multitude d'acteurs : « [...] *public policies, technologies and physical impacts associated with climate change are driving a transition to a lower-carbon economy.* » (CalSTRS, 2020b, p. 31). Elle nécessite une analyse différenciée selon les entreprises, industries et géographies : « [...] *we need to understand the transition's impacts on companies, industries, countries [...]* » (CalSTRS, 2020b, p. 31). Cette sophistication analytique pousse l'organisation à élever son niveau d'intégration stratégique.

En parallèle, CalSTRS renforce ses outils de pilotage et de transparence : « *We identify sustainability topics and report performance data as part of our commitment to transparency.* » (CalSTRS, 2020b, p. 7). La mesure devient ainsi un pilier de gouvernance, assurant la traçabilité des transformations internes.

Enfin, l'investisseur affirme sur les enjeux ESG que l'atténuation et la capture des opportunités est importante : « *We influence and lead on environmental, social and governance issues to mitigate risk and capture opportunities that contribute to sustainable economic development.* » (CalSTRS, 2020b, p. 7).

En 2023, CalSTRS inscrit le développement durable comme principe structurant de sa stratégie globale : « *By integrating sustainability into our strategic planning, we are better able to anticipate challenges.* » (CalSTRS, 2023b, p. 4). Cette approche est adossée aux *Sustainability guiding beliefs*, selon lesquelles « *A focus on stewardship drives long-term organizational stability to secure the financial future of California's educators.* » (CalSTRS, 2023b, p. 8) incluant notamment « *We believe an enterprise based on sustainable values creates a blueprint for strong governance that protects the fund's assets.* » (CalSTRS, 2023b, p. 8). Le changement organisationnel s'ancre ainsi dans une vision à long terme.

Cette transformation s'appuie sur l'engagement du personnel, considéré comme un levier clé de durabilité : « *We know sustainability depends on committed employees operating in an engaging culture.* » (CalSTRS, 2023b, p. 8). La mobilisation interne constitue un facteur structurant du changement.

CalSTRS traduit ses croyances en actions concrètes via son plan d'affaires : « *2022–23 Business Plan Goal 1 Objective B: Operationalize sustainable investment beliefs to create long-term value.* » (CalSTRS, 2023b, p. 26). Ce déploiement se matérialise par un ensemble de mesures validées par le conseil d'administration : « *In August 2022, the board approved a package of investment actions to enhance our efforts to achieve a net zero emissions investment portfolio, address climate change [...]* » (CalSTRS, 2023b, p. 26).

Parmi ces actions figurent une réallocation des actions cotées qu'elle détient vers un indice bas carbone : « *Allocated capital within the Public Equity Portfolio to a low-carbon target index to manage risk [...]* » (CalSTRS, 2023b, p. 27) et un objectif de réduction de 12 % des émissions dans les obligations d'entreprise : « *Received board approval of a plan that aims to reduce emissions in the corporate credit portion of the Fixed Income Portfolio by 12% while preserving expected returns.* » (CalSTRS, 2023b, p. 27). Enfin, on procède à la création d'un portefeuille privé de solutions bas carbone doté de plus de 1,3 milliard \$ US : « *Deployed more than \$1.3 billion into a dedicated low-carbon solutions private assets portfolio [...]* » (CalSTRS, 2023b, p. 27).

Ce dernier est géré par l'unité *Sustainable Investment and Stewardship Strategies* et vise à conjuguer rendement ajusté au risque et impact sur la transition : « *The portfolio identifies low-carbon investment opportunities that provide attractive risk-adjusted returns and demonstrate positive contributions to a more sustainable global economy.* » (CalSTRS, 2023b, p. 27).

La gouvernance de la stratégie climatique est clairement institutionnalisée : « *The Teachers' Retirement Board is focused on overseeing the continued implementation of our net zero pledge.* » (CalSTRS, 2023b, p. 28). Elle est appuyée de la publication de rapports réguliers : « *We regularly report to the board on progress relating to the three pillars of our net zero strategy.* » (CalSTRS, 2023b, p. 28). Elle est aussi appuyée par l'établissement d'objectifs chiffrés, « *Continuing to implement the emissions reduction targets approved by the board for our Public Equity and Fixed Income portfolios.* » (CalSTRS, 2023b, p. 28).

Enfin, CalSTRS adopte une posture lucide face aux limites des données disponibles, notamment concernant les émissions de portée 3 : « *We recognize the challenges with tracking scope 3 emissions.* » (CalSTRS, 2023b, p. 32), renforçant ainsi sa crédibilité par une reconnaissance explicite des incertitudes.

Résumé

CalSTRS amorce dès 2017 un changement organisationnel significatif en affirmant sa conviction que le développement durable constitue un pilier de sa culture organisationnelle et un déterminant central de la performance financière à long terme. Cette orientation se concrétise par l'intégration accrue des facteurs ESG dans la gestion des risques, ainsi que par la promotion d'une culture organisationnelle davantage attentive à ces enjeux. L'organisation manifeste par ailleurs son alignement avec de grandes initiatives internationales en matière d'ESG et encourage activement l'approvisionnement responsable, renforçant ainsi la cohérence entre ses valeurs et ses pratiques.

En 2020, ces convictions sont réaffirmées et approfondies. CalSTRS précise que l'intégration des valeurs de durabilité contribue à la protection de la valeur du fonds, tout en reconnaissant explicitement les effets matériels des changements climatiques sur les investissements. Cette prise de position se traduit par la création d'un portefeuille dédié à l'investissement durable et par le déploiement d'une stratégie bas carbone, qui renforcent son positionnement dans le domaine de l'investissement responsable.

Enfin, en 2023, l'investisseur confirme l'importance qu'il accorde au développement durable comme facteur de performance économique à long terme. Il cherche également à mobiliser ses employés autour de cette thématique, afin d'ancrer davantage cette orientation au sein de sa culture organisationnelle. Les initiatives en matière de durabilité font désormais l'objet d'une approbation formelle par le conseil d'administration, qui supervise également la stratégie d'allocation de capitaux vers des actifs bas carbone par l'intermédiaire d'une unité spécialisée. La responsabilité de suivre et de contrôler les progrès accomplis sur l'engagement de carboneutralité incombe directement au conseil d'administration, ce qui illustre un renforcement institutionnel de la gouvernance ESG.

6.3.4 NYSCRF

En 2017, le NYSCRF affirme une série de convictions stratégiques qui entraînent une transformation organisationnelle en faveur de la durabilité. Sans détailler explicitement de changements structurels internes, l'investisseur ancre néanmoins son action dans une vision de long terme, associant directement performance financière et performance ESG : « *A thriving economy, efficient markets, and companies that embrace the best environmental, social, and governance (ESG) practices are essential to ensuring the long-term value of the Fund. ESG factors can have a profound impact on both risks and returns, so while seeking positive returns, it is vital to evaluate the long-term impact that such practices may have on the performance of a business.* » (NYSCRF, 2018, p. 1).

Cette vision s'étend à l'enjeu climatique, que le fonds identifie comme un risque systémique majeur : « *Comptroller DiNapoli and the Fund believe climate change is one of the greatest threats to the Fund's investments, the economy and society as a whole.* » (NYSCRF, 2018, p. 12). Ce positionnement exprime une volonté de transformation du rôle de l'investisseur, au-delà de la seule recherche de rendement.

Sur le plan opérationnel, NYSCRF engage des capitaux dans des actifs alignés avec les enjeux environnementaux : « *In addition, the Fund will continue to target green investments. Real estate assets*

are by their nature long-term investments [...] » (NYSCRF, 2017, p. 84). Il initie aussi des stratégies bas carbone à grande échelle : « The Fund has committed more than \$5 billion to sustainable strategies, including an investment in a scalable \$2 billion Russell 1000 low carbon index. » (NYSCRF, 2017, p. 90).

En complément, NYSCRF structure ses pratiques d'investissement durable par son *Sustainable Investment Program*, dont les lignes directrices sont actualisées : « *The Fund updated the guidelines for its \$1.5 billion Sustainable Investment Program (SIP), defining sustainable investing for the Fund and enumerating criteria, including best-in-class managers and strategies that identify macro trends or themes, such as Climate and Environment [...]* » (NYSCRF, 2017, p. 90). Ces éléments constituent les premières briques d'une évolution organisationnelle, en posant les bases conceptuelles et financières d'un engagement à long terme.

En 2020, NYSCRF engage une reconfiguration stratégique et organisationnelle profonde autour de la durabilité. L'un des signaux les plus clairs de ce changement est la création d'un poste de direction dédié : « *And in January 2020, a new Director of Sustainable Investment and Climate Solutions [...] was hired to oversee the Fund's efforts to invest in opportunities afforded by the transition to a low-carbon economy [...]* » (NYSCRF, 2020, p. 95). Cette nomination traduit une volonté d'institutionnaliser l'investissement durable au sein même de la structure, sous la supervision du *Chief Investment Officer* (CIO).

Ce tournant organisationnel est soutenu par le développement du *Sustainable Investment and Climate Solutions Program* (SICS), devenu l'instrument central de l'alignement stratégique avec une économie bas carbone: « *The [...] SICS Program is a key component of the Fund's plan to position its portfolio for a low-carbon economy [...]* » (NYSCRF, 2020, p. 96). Le fonds affiche un objectif explicite qui est de doubler son engagement durable de 10 à 20 milliards \$ US d'ici 2030, « *The SICS Program builds on the Fund's existing \$10 billion commitment to sustainable investment strategies, with a new total goal of \$20 billion to be realized over the next decade.* » (NYSCRF, 2020, p. 96). Cet objectif se traduit par des investissements concrets, comme une allocation de 4 milliards \$ US dans un indice à faible intensité carbone: « *This includes a \$4 billion investment in a low-carbon index that has a 75 percent lower carbon emissions intensity than its benchmark [...]* » (NYSCRF, 2020, p. 96).

Sur le plan culturel, le fonds opère un changement dans sa stratégie d'engagement actionnarial. Le vote en assemblée devient un outil structurant : « *The Fund believes proxy voting at company meetings is an effective means of engaging and communicating with boards and can be a powerful tool for enhancing long-term value.* » (NYSCRF, 2021, p. 7). L'engagement évolue vers une approche systémique, : « *By*

approaching engagement more strategically and systemically, the Fund believes it can drive improved ESG performance at underperforming companies. » (NYSCRF, 2021, p. 5). Cette démarche s'appuie sur des méthodologies d'évaluation et de suivi: « *This goal can be accomplished through improved ESG evaluations, the development of minimum standards, and methodologies for measuring performance with respect to the Fund's four key ESG themes. »* (NYSCRF, 2021, p. 5).

Ce changement de paradigme affecte aussi les politiques d'incitation au sein des entreprises en portefeuille, basées sur la conviction que « *The Fund believes that, in order to drive improved performance, ESG issues should be a key metric by which company executives are evaluated. »* (NYSCRF, 2021, p. 19). Cela illustre une transformation culturelle dans la relation entre investisseur et entreprise.

Sur le plan du pilotage stratégique, NYSCRF intègre la temporalité des risques climatiques à sa gouvernance fiduciaire : « *Because the Fund expects to exist in perpetuity, it must consider all of these time horizons. »* (NYSCRF, 2020, p. 96). Il reconnaît la matérialité croissante des risques physiques : « *The Fund also believes physical risks are significant in all time frames. Extreme weather events pose a growing threat to the Fund's investments. »* (NYSCRF, 2020, p. 96).

Enfin, la gouvernance de cette transformation est assurée par une architecture distribuée mais structurée. Le *Comptroller* reste responsable de l'orientation stratégique, appuyé par le CIO, le bureau de la gouvernance d'entreprise, des comités externes et le directeur du programme SICS. Cette organisation reflète un pilotage collectif, conçu pour soutenir l'ancrage durable du changement par le biais notamment d'un plan d'action climatique.

En 2023, NYSCRF confirme et approfondit son orientation stratégique en consolidant les changements organisationnels précédents. Le SICS devient le principal vecteur d'allocation de capital durable : « *By the end of fiscal year 2022-23, the Fund had committed more than \$18 billion toward its total goal of \$20 billion to specific investment opportunities in the SICS Program across all asset classes [...]* » (NYSCRF, 2023, p. 106). Le périmètre des investissements couverts par le programme s'élargit et inclut une grande diversité d'actifs, « *As of March 31, 2023, CRF has committed over \$20 billion to investments in SICS including green bonds, resource efficiency, green buildings, renewable energy, climate indices [...]* » (NYSCRF, 2020, p. 99). Cette intégration transversale confirme un changement d'échelle dans l'alignement de la stratégie financière avec la transition climatique.

L'objectif de neutralité carbone à l'horizon 2040 continue de structurer les choix stratégiques du fonds : « [...] *transition its portfolio to net zero emissions by 2040 and position it for changes already happening in the markets.* » (NYSCRF, 2023, p. 15). Cet engagement repose sur la conviction que le changement climatique représente un risque matériel majeur, mais aussi une opportunité stratégique : « *The Comptroller believes that climate change presents significant risks to the Fund's investments, as well as unique investment opportunities.* » (NYSCRF, 2023, p. 104).

Pour déployer son *Climate Action Plan* (adopté en 2019), NYSCRF s'appuie sur une équipe interfonctionnelle impliquant tous les départements clés : « [...] *the Fund has established a team to implement its 2019 Climate Action Plan. This team includes the Chief Investment Officer, investment professionals representing all asset classes, the Director of the Sustainable Investment and Climate Solutions Program, Bureau of Corporate Governance, legal, risk, and operations staff.* » (NYSCRF, 2023, p. 104). Cette équipe élabore des plans d'action concrets, ancrant ainsi la durabilité dans les processus internes : « *The team is tasked with developing action plans and executing strategies to address climate risks and identify investment opportunities for the Fund.* » (NYSCRF, 2023, p. 104).

Par ailleurs, l'investisseur affine ses outils d'évaluation pour intégrer les risques de transition, notamment réglementaires, dans l'analyse des émissions de carbone : « *The Fund believes that carbon emissions metrics can be useful in assessing transition risks, especially regulatory risks, and can inform the Fund's prioritized engagements.* » (NYSCRF, 2023, p. 107). Cela renforce sa capacité d'anticipation stratégique.

Enfin, la prise en compte des risques physiques reste un élément structurant de la gouvernance : « *The Fund also believes physical risks are significant in all time frames. Extreme weather events are already affecting businesses around the world and pose a growing threat to the Fund's investments.* » (NYSCRF, 2023, p. 105). Cette reconnaissance continue alimente une stratégie de transformation ancrée dans une logique de pérennité intergénérationnelle.

Résumé

NYSCRF amorce dès 2017 une transformation organisationnelle fondée sur des convictions affirmant l'impact des facteurs ESG sur les rendements financiers. Le climat est présenté comme une menace majeure, ce qui conduit le fonds à orienter une partie de ses capitaux vers des investissements alignés sur des objectifs environnementaux et sur des plans bas carbone. Cette orientation se traduit également par

la mise en place d'un programme spécifique visant à structurer ses pratiques d'investissement en matière d'environnement et de climat.

En 2020, l'investisseur poursuit la formalisation de ses convictions en affirmant que les équipes dirigeantes des entreprises dans lesquelles il investit doivent être évaluées sur la base de critères ESG, et en reconnaissant explicitement les effets matériels des risques physiques à long terme. Afin de renforcer sa gouvernance, il crée un poste de haute direction dédié à l'investissement durable et aux solutions climatiques, chargé de superviser ces initiatives. L'unité spécialisée dans les investissements bas carbone voit son rôle s'accroître, devenant un outil central pour l'opérationnalisation de la stratégie climatique et bénéficiant de capacités élargies d'allocation de capitaux. Parallèlement, NYSCRF concrétise ses engagements à travers ses pratiques de vote en assemblées générales et cherche à inscrire la prise en compte des enjeux ESG dans une approche transversale, portée au plus haut niveau organisationnel.

En 2023, ce chantier de transformation se consolide, appuyé par la réaffirmation de convictions selon lesquelles le climat constitue à la fois un risque et une opportunité. L'équipe spécialisée, initialement mise en place, devient le principal vecteur d'allocation de capital durable, bien qu'elle demeure centrée sur les enjeux climatiques. Pour mettre en œuvre son plan d'action climatique, l'investisseur met en place une équipe transversale de haut niveau chargée de générer des actions concrètes. En parallèle, il annonce vouloir perfectionner ses outils d'intégration des risques de transition, afin d'accroître la précision et l'efficacité de sa stratégie bas carbone.

6.3.5 CDPQ

En 2017, CDPQ amorce une transformation stratégique significative en intégrant la lutte contre les changements climatiques dans l'ensemble de ses activités. Cette approche s'articule autour de quatre piliers fondamentaux : « *Our climate change strategy is based on four pillars: 1. Factoring in climate change into all our investment activities and decisions; 2. Increasing our low carbon investments by 50% by 2020; 3. Reducing our carbon footprint per dollar invested by 25% by 2025; 4. Exercising stronger climate leadership within the industry and with the companies in our portfolio.* » (CDPQ, 2017b, p. 9). Cette stratégie vise un changement structurel, aligné avec les orientations stratégiques, les cibles d'investissement et la rémunération de la direction : « *Alignment with our strategic orientations, our targets and the compensation of senior management.* » (CDPQ, 2017b, p. 3).

L'implication du conseil d'administration témoigne de cette volonté de transformation : « *The plans associated with climate-related opportunities and targets have been presented to our depositors and approved by the Board. Reporting on this subject will be presented to the Board starting in 2018.* » (CDPQ, 2017b, p. 14). La direction générale participe aussi à intégrer le climat dans les processus d'investissement, notamment via les comités d'investissement : « *Management is involved in implementing the strategic plan with regard to climate-related issues. Through the investment committees, management is also in a position to discuss opportunities and significant risks in this regard.* » (CDPQ, 2017b, p. 14).

Pour soutenir cette dynamique, CDPQ introduit des incitatifs internes en alignant l'évaluation de la performance des employés au respect de budgets d'intensité carbone : « *Compliance with carbon intensity budgets will also influence employee performance evaluations.* » (CDPQ, 2017b, p. 11). Ils sont aussi alignés avec des objectifs non financiers imposés aux dirigeants : « *At the beginning of 2017, the Committee recommended to the Board for review and approval a series of non-financial individual objectives proposed by the President and Chief Executive Officer.* » (CDPQ, 2017a, p. 95).

Dans cette optique, l'organisation munit ses équipes d'outils d'analyse pour évaluer les risques et opportunités climatiques, en collaboration avec des initiatives internationales : « *Our teams have been working for several months to develop tools to measure climate-related risks and opportunities for our portfolio. [...] We therefore joined a working group led by the United Nations Environment Finance Initiative (UNEP FI), to develop a more precise methodology in this regard.* » (CDPQ, 2017b, p. 9). L'objectif est clair : « *[...] to allow our managers to appraise long-term, climate-related risks and opportunities associated with all of our asset classes to enable us to make informed decisions.* » (CDPQ, 2017b, p. 9).

Enfin, cette stratégie se concrétise par des engagements financiers forts, notamment une augmentation de 8 milliards \$ CA d'investissements dans les actifs faibles en carbone : « *Increase our investments in low carbon assets by more than \$8 billion over three years.* » (CDPQ, 2017a, p. 13) dans une optique de performance durable, « *The strategies and targets we set in 2017 will allow us to generate sustained performance for the long term.* » (CDPQ, 2017a, p. 19).

En 2020, la pandémie de COVID-19 agit comme un accélérateur du changement, renforçant la légitimité d'une approche durable : « *The COVID-19 pandemic and the ensuing global economic slowdown have highlighted why urgent action is needed to address sustainability issues facing our communities [...]* » (CDPQ, 2020b, p. 15). Loin de freiner les ambitions, la crise est perçue comme une opportunité de

transformation : « [...] *the recovery is an opportunity for us all to rebuild better and be more ambitious in our fight against climate change [...] we can generate growth while contributing to a more sustainable world.* » (CDPQ, 2020b, p. 2).

La gouvernance est renforcée avec l'intégration du climat dans la politique de gestion des risques ESG, approuvée et suivie par le conseil : « *Our integrated risk management policy also encompasses the risks related to ESG criteria. These policies are approved by the Board of Directors, which monitors progress semiannually.* » (CDPQ, 2020b, p. 47). La haute direction joue un rôle actif via divers comités comme celui du risque d'investissement : « *These analyses are submitted to the various committees on which CDPQ executives sit, including the Investment-Risk Committee.* » (CDPQ, 2020b, p. 47).

L'un des leviers majeurs est le lien explicite entre rémunération variable et performance climatique : « *CDPQ sent a strong message by directly tying employees' variable compensation to the achievement of climate targets.* » (CDPQ, 2020b, p. 16), et « [...] *since 2018, a component linked to carbon footprint intensity reduction targets has been added to the variable compensation calculation to support CDPQ's strategy to address climate change.* » (CDPQ, 2020a, p. 105).

Cette dynamique se traduit par une structuration opérationnelle, des « *climate ambassadors* » dans les portefeuilles spécialisés, qui sont soutenus par une équipe dédiée aux risques climatiques : « *They also support the climate ambassadors for each specialized portfolio in factoring climate considerations into the analysis of investment opportunities.* » (CDPQ, 2020b, p. 47). Cette équipe suit aussi les budgets carbone annuels : « [...] *the climate risk and issues team closely monitors the annual carbon budgets of our specialized portfolios [...]* » (CDPQ, 2020b, p. 47) et calcule les intensités carbone des investissements : « [...] *teams calculate the carbon intensity of investment opportunities.* » (CDPQ, 2020b, p. 47).

Sur le plan des résultats, l'organisation annonce une augmentation de 80 % des investissements bas carbone entre 2017 et 2020 : « *Increase our low carbon investments by 80% between 2017 and 2020.* » (CDPQ, 2020b, p. 15). Ce positionnement stratégique s'appuie sur la participation à des coalitions internationales : « [...] *by actively participating in major global initiatives to promote transitioning the economy, such as the Net-Zero Asset Owner Alliance [...].* » (CDPQ, 2020a, p. 109).

En 2023, CDPQ consolide l'ancrage de la durabilité dans sa gouvernance et ses pratiques internes, affirmant que « *At CDPQ, we remain steadfast in our conviction that sustainability goes hand in hand with*

long-term returns. » (CDPQ, 2023b, p. 2). Cette conviction s'incarne dans la structure organisationnelle, la politique d'investissement durable impose l'intégration des risques climatiques, avec un suivi semestriel par le conseil d'administration : « [...] *the Executive Committee reports semi-annually to the Board of Directors, based on sectoral strategic plans, risk mapping and the Climate Strategy.* » (CDPQ, 2023b, p. 119). Cette démarche est soutenue par une coordination transversale : « *Working in collaboration with the entire organization, the Sustainability team closely monitors the annual climate targets of our specialized portfolios.* » (CDPQ, 2023b, p. 120).

Parmi les leviers d'incitation internes, CDPQ a généralisé dès 2018 le lien entre performance climatique et rémunération variable pour les dirigeants, et l'a renforcé en 2023 via les objectifs de budgets carbone obligatoires : « *All our portfolio managers are required to incorporate them into their investment decisions, on equal footing with their performance objectives. Their variable compensation depends on it.* » (CDPQ, 2023b, p. 129).

La transformation s'appuie sur une évolution des outils de gouvernance et d'analyse, les critères climatiques sont désormais intégrés à la vérification diligente et au suivi des portefeuilles, en portant une attention particulière aux risques physiques et de transition.

Pour appuyer sa stratégie de transition, CDPQ lance une enveloppe de 10 milliards \$ CA pour décarboner les secteurs les plus émetteurs, en exigeant des plans rigoureux : « *The selected companies must meet specific criteria defined by CBI or SBTi, have a proven robust decarbonization strategy, possess an implementation plan, and disclose their progress.* » (CDPQ, 2023b, p. 130). L'objectif est de contribuer à une réduction de 31 % des émissions d'ici 2030 et de 85 % d'ici 2035.

Enfin, l'investisseur investit également dans la gestion durable des terres et la biodiversité, via une équipe spécialisée visant 2 milliards \$ CA d'ici 2026. L'ensemble de ces mesures reflète une culture institutionnelle du changement, comme le résume la direction : « *More importantly, I want to emphasize that our convictions have indeed paid off in recent years, and I'm confident this will continue in the long term, for our depositors and future generations.* » (CDPQ, 2023b, p. 4).

Résumé

CDPQ amorce dès 2017 un changement significatif en établissant des piliers fondamentaux autour de la lutte contre les changements climatiques, allant jusqu'à intégrer des critères climatiques dans la

rémunération variable. La gouvernance est mobilisée à plusieurs niveaux : le conseil d'administration approuve les plans climatiques, tandis que la haute direction supervise la mise en œuvre des stratégies associées. L'investisseur s'aligne également avec des initiatives industrielles internationales afin d'insister sur la nécessité de concilier investissements de long terme et gestion des risques et opportunités climatiques. Cette orientation se traduit par une allocation de capitaux vers les actifs bas carbone.

En 2020, CDPQ affirme que, malgré les perturbations contextuelles, l'investissement durable demeure plus pertinent que jamais. Le climat est alors pleinement intégré dans la politique de gestion des risques ESG, sous la supervision du conseil d'administration, permettant à la haute direction d'aborder ces enjeux dans le cadre du comité des risques d'investissement. L'investisseur rappelle que la rémunération variable est partiellement liée aux objectifs climatiques et qu'elle est appuyée par des ambassadeurs climatiques au sein de l'organisation, soutenus par une équipe dédiée aux risques climatiques. Par ailleurs, l'allocation de capitaux vers les actifs bas carbone se renforce grâce à des cibles précises, établies notamment dans le cadre de coalitions internationales.

En 2023, CDPQ consolide sa conviction que le développement durable et la performance financière de long terme sont intrinsèquement liés. Cette conviction se traduit par un rôle accru du conseil d'administration, qui supervise désormais directement la planification et la gestion des risques climatiques pour assurer une intégration transversale dans l'ensemble de l'organisation. La rémunération variable liée au climat est encore renforcée par l'introduction de budgets carbone, tandis que l'allocation de capitaux s'étend au-delà de la décarbonation sectorielle pour inclure de nouveaux enjeux, tels que la biodiversité.

6.3.6 Investissements RPC

En 2017, Investissements RPC engage une démarche de transformation interne structurée en vue d'intégrer les considérations ESG dans l'ensemble de ses processus d'investissement. L'organisation affirme clairement que renforcer les compétences internes sur ces enjeux est source de valeur à long terme : « [...] *yield value for CPP contributors and beneficiaries, both now and in the future.* » (CPPIB, 2017a, p. 4). Ce positionnement repose sur une logique d'apprentissage organisationnel et de consolidation de l'expertise interne face à des enjeux émergents.

La mise en place du *Sustainable Investing Committee*, composé de membres issus de différents départements, illustre cette dynamique. Ce comité favorise le partage des pratiques ESG au sein de

l'organisation : « *Committee members also share their teams' ESG-related activities, experience and expertise with the Committee and keep their respective teams informed [...]* » (CPPIB, 2017a, p. 30). Ceci permet une diffusion horizontale des enjeux ESG dans les différentes unités opérationnelles.

Cette transformation est appuyée par une gouvernance formalisée, surtout via la révision annuelle des *Proxy Voting Principles and Guidelines* par le conseil d'administration, avec l'appui du groupe *Sustainable Investing* et d'experts externes. Cela illustre un ancrage des enjeux ESG au cœur des outils décisionnels.

Par ailleurs, elle intègre les considérations climatiques dans son cadre global de gestion des risques, où le changement climatique est reconnu comme un « [...] *key element of risk for any responsible long-term investor [...]* » (CPPIB, 2017b, p. 5). Les risques climatiques font l'objet de rapports semestriels présentés au conseil d'administration, soulignant leur statut stratégique dans le pilotage prudentiel. Cette approche est assumée par la direction : « *We dedicate resources toward understanding climate change risks and opportunities across our portfolio because we think this makes investment sense.* » (CPPIB, 2017b, p. 35).

Enfin, Investissements RPC adopte une posture d'investisseur d'influence, misant sur une approche collaborative avec les entreprises : « [...] *engaging with companies on this topic and pressing for improvement [...]* will help build long-term value. » (CPPIB, 2017a, p. 17). L'organisation affirme ainsi sa volonté d'agir en levier de transformation progressive du marché.

En 2020, Investissements RPC franchit une étape décisive en institutionnalisant les enjeux ESG dans sa gouvernance. Elle observe que « *This new century has fundamentally changed the nature of business, with the heightened expectations of stakeholders helping to bring ESG issues to the fore.* » (CPPIB, 2020b, p. 4), illustrant la prise de conscience de la pression accrue de la société civile sur les pratiques d'investissement.

Le conseil d'administration valide et supervise l'intégration des facteurs ESG : « *Our Board of Directors approves our overall risk framework, including the integration of ESG factors.* » (CPPIB, 2020b, p. 10). Il suit les efforts pour comprendre et gérer les risques climatiques : « *CPP Investments' Board of Directors oversees enterprise-wide efforts to understand and manage climate-related risks and opportunities.* » (CPPIB, 2020b, p. 50). Ces efforts incluent des analyses de scénarios climatiques, des rapports d'empreinte carbone, et des revues stratégiques par les comités d'investissement.

Un changement culturel majeur est marqué par l'intégration des objectifs ESG dans les objectifs individuels, « [...] incorporated into employee objectives [...] » (CPPIB, 2020b, p. 9). Pour certains cadres et dirigeants, une part de leur rémunération variable est directement liée à la performance climatique : « *Some members of and senior leaders involved with the Program [...] have part of their variable pay tied to progress on climate change-related objectives.* » (CPPIB, 2020b, p. 50).

L'organisation renforce son pilotage interne par le *Sustainable Investing Committee*, qui regroupe des représentants seniors de divers départements et « [...] discusses and approves topics including engagement focus areas [...] » (CPPIB, 2020b, p. 10). En parallèle, des spécialistes ESG siègent dans les comités d'investissement, ce qui témoigne de l'intégration horizontale des critères ESG dans les décisions, « *In addition, our Head of Sustainable Investing is a member of our Active Equities investment committee.* » (CPPIB, 2020b, p. 17).

L'organisation se projette comme un investisseur agile face à la transition climatique en créant la stratégie *Climate Change Opportunities* visant à investir dans des entreprises « [...] well-positioned to respond to the physical, social and economic risks and opportunities resulting from climate change. » (CPPIB, 2020b, p. 22). Elle repose sur une logique de diversification et d'innovation transversale à toutes les expertises internes. Elle est complétée par un programme pilote de *sustainable equities* intégré dans une stratégie ESG globale, « [...] as part of our global long/short ESG integration strategy. » (CPPIB, 2020b, p. 57).

Enfin, Investissements RPC confirme son rôle d'actionnaire actif, estimant que « [...] active ownership through constructive engagement mechanisms can significantly reduce investment risks and enhance and sustain returns over time. » (CPPIB, 2020b, p. 35). Elle vise prioritairement les entreprises à forte intensité carbone, « [...] high greenhouse gas (GHG) emitters [...] » (CPPIB, 2020b, p. 37), convaincue que « [...] by fully considering ESG risks and opportunities, we become better investors [...] » (CPPIB, 2020b, p. 4).

En 2023, Investissements RPC consolide son orientation stratégique autour de la durabilité comme levier structurel de performance. Cela se traduit par l'intégration dans la politique d'investissement durable des risques et opportunités de développement durable dans tous le cycle d'investissement : « *This policy sets out how CPP Investments approaches sustainable investing [...] It also lays out how CPP Investments considers sustainability-related risks and opportunities in our investment analysis.* » (CPPIB, 2023b, p. 26). L'ambition est d'inscrire le développement durable dans toutes les classes d'actifs, avec une cohérence transversale des pratiques.

2023 marque aussi un renforcement majeur de la gouvernance climatique, avec l'élévation du *Sustainable Investing Committee* au statut de sous-comité du *Investment Strategy and Risk Committee* : « *This included enhancing Chief Sustainability Officer (CSO) accountabilities and making the Sustainable Investing Committee (SIC) a senior management sub-committee of our Investment Strategy and Risk Committee (ISRC).* » (CPPIB, 2023a, p. 9). Cela inscrit la durabilité au cœur du pilotage stratégique de l'organisation.

La nomination de Richard Manley au poste de *Chief Sustainability Officer (CSO)* représente un jalon clé dans la professionnalisation de la gouvernance durable. Le CSO dirige une feuille de route dédiée à la transition climatique : « *[...] he leads the further refinement and execution of a roadmap for CPP Investments to prudently navigate the global economy's transition to address climate change.* » (CPPIB, 2023b, p. 64). Il travaille en étroite coordination avec le CIO, le CRO et le COO : « *Our Chief Sustainability Officer is working closely with our Senior Management Team, including our Chief Investment Officer, Chief Risk Officer, and Chief Operating Officer [...]* » (CPPIB, 2023a, p. 4).

Les incitations internes sont alignées avec les objectifs durables : « *Sustainability-related considerations are incorporated into employee objectives and compensation structures across the Fund.* » (CPPIB, 2023a, p. 9). Cela traduit une volonté de faire des enjeux ESG un moteur du fonctionnement quotidien.

Investissements RPC intègre le changement climatique comme facteur systémique de risque : « *[...] our belief that climate change is one of the most challenging and complex investment considerations of our time.* » (CPPIB, 2023b, p. 25), mobilisant des scénarios internes pour orienter l'allocation d'actifs, « *[...] using an internally estimated physical risk damage function [...]* » (CPPIB, 2023b, p. 19).

Enfin, l'organisation se projette comme acteur de la transition technologique, en investissant dans les innovations bas carbone : « *This also includes investing in companies that are enabling the whole-economy transition through the advancement of technological innovations in reducing GHG emissions.* » (CPPIB, 2023a, p. 25). Elle ambitionne de faire passer son portefeuille d'actifs de transition de 66 à 130 milliards \$ CA d'ici 2030 : « *Transition asset portfolio from \$66 billion at end of fiscal 2022 to at least \$130 billion by 2030.* » (CPPIB, 2023a, p. 24).

Résumé

Investissements RPC amorce dès 2017 un tournant majeur en formalisant l'intégration des facteurs ESG dans son processus d'investissement, convaincu que cette approche contribue à la création de valeur à

long terme. Ainsi, l'investisseur instaure un comité d'investissement durable chargé de favoriser le partage et l'adoption de pratiques ESG à l'interne. Le conseil d'administration joue aussi un rôle actif, notamment par la révision annuelle des consignes de vote intégrant des considérations ESG. Les risques climatiques, identifiés comme déterminants pour tout investisseur de long terme, font l'objet de rapports semestriels adressés au conseil, marquant ainsi une reconnaissance précoce de leur importance stratégique.

En 2020, l'institution réaffirme le besoin de considérer les enjeux ESG dans un contexte en mutation. La supervision de leur intégration reste sous la responsabilité du conseil d'administration, tandis que certains dirigeants se voient attribuer des objectifs climatiques liés à leur rémunération variable. Le comité d'investissement durable consolide son rôle en pilotant l'intégration ESG et climatique, tandis que des spécialistes en développement durable rejoignent divers comités d'investissement. L'investisseur déploie un plan d'opportunités liées aux changements climatiques, orientant une part des allocations de capitaux et systématisant la considération des enjeux climatiques et ESG dans toute ses activités d'actionnaire.

En 2023, Investissements RPC franchit une étape supplémentaire en intégrant les risques et opportunités liés au développement durable de manière transversale et à toutes les étapes du cycle d'investissement. Le comité d'investissement durable élargit ses prérogatives en devenant un sous-comité du comité de stratégie d'investissement et de risque, consolidant ainsi son rôle au sein de la gouvernance. Parallèlement, un chef de l'investissement durable est nommé, avec un mandat centré sur la transition climatique, en étroite collaboration avec la haute direction. Les facteurs de développement durable sont désormais intégrés plus largement dans la rémunération variable, reflétant l'importance croissante de ces enjeux. Enfin, Investissements RPC réaffirme sa conviction que les changements climatiques constituent un défi d'investissement complexe et stratégique, renforçant en conséquence l'allocation de capitaux en faveur des solutions climatiques.

6.3.7 Bilan des pratiques de l'ensemble des investisseurs pour la thématique « Insuffler le changement dans l'organisation »

En résumé, cette partie a traité de la thématique « Insuffler le changement dans l'organisation » des différents investisseurs institutionnels étudiés. Dans l'ensemble, on y observe la formulation de convictions sur l'importance de considérer l'enjeu du développement durable notamment le climat, qui mène à une formalisation de processus de supervision par les membres des organes de gouvernance et une allocation réfléchie du capital qui débouche ensuite sur l'intégration du facteur dans la rémunération

variable, un déploiement des ressources à l'interne ainsi qu'une approche transversale de ce dernier. Elle est résumée dans le Tableau 6.3 synthétique ci-dessous.

Tableau 6.3 : Tableau de synthèse des pratiques pour insuffler le changement dans l'organisation

Investisseur / Année	2017	2020	2023
APG	- Renforcement de l'équipe d'investissement durable - Création d'un comité de durabilité ; - Montée en compétence ESG interne	- Intégration formelle du climat dans la gouvernance - Lien explicite entre risques ESG et décisions d'investissement - Extension des outils d'analyse interne	- Élargissement des responsabilités ESG à tous les départements - Formation continue obligatoire - KPI ESG intégrés aux évaluations RH
NBIM	- Développement d'une équipe ESG dédiée - Inclusion des enjeux ESG dans les processus d'investissement fondamentaux	- Intégration des attentes ESG dans les lettres de mandat aux entreprises - Montée en compétence des analystes sur le climat	- Restructuration organisationnelle autour de la durabilité - Gouvernance climatique transversale - Rôle accru du conseil exécutif
CaISTRS	- Déploiement progressif des formations ESG à l'échelle interne - Intégration ESG dans la stratégie de long terme	- Création d'une stratégie "<i>Sustainable Investment & Stewardship Strategies</i>" - Élargissement des comités ESG internes	- Nomination d'un Chief Sustainability Officer - Alignement RH sur objectifs ESG - Mise en place de comités climatiques transversaux
NYSCRF	- Renforcement des capacités internes via partenariats (Climate Action 100+...) - Montée en expertise ESG du personnel	- Création du poste de Climate Investment Officer - Mise en place de politiques internes sur le climat	- Intégration systématique des risques climatiques dans les outils de gestion d'actifs - Supervision par le bureau du contrôleur général
CDPQ	- Renforcement des compétences ESG internes - Création de comités d'investissement responsable - Formations internes	- Centralisation de l'expertise climatique au sein du Risk Committee - KPI ESG intégrés à la performance - Gouvernance renforcée	- Création du Bureau de la transition climatique - Gouvernance ESG intégrée au plus haut niveau - Mécanismes incitatifs renforcés.
Investissements RPC	- Constitution du comité d'investissement durable - Ancrage du climat dans la gestion des risques : « key element of risk » - Engagement transversal	- ESG intégré à la gouvernance stratégique - Rémunération variable liée aux objectifs climatiques - Coordination ESG renforcée	- Nomination d'un Chief Sustainability Officer - Réorganisation autour du SIC/ISRC - Diffusion des objectifs ESG dans les incitatifs RH - Outils d'analyse climatique avancés

6.4 Développer les capacités organisationnelles

La thématique « Développer les capacités organisationnelles » a pour objectif de réunir toutes les actions que les investisseurs ont déployées pour permettre à leur organisation d'intégrer les différents paramètres relatifs aux enjeux étudiés, touchant de près ou de loin à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité sur les actifs immobiliers. Cette thématique s'inscrit dans le cadre de l'innovation managériale (Damanpour, 2014), le développement de capacités organisationnelles constituant une forme d'innovation par l'adoption de nouvelles pratiques, structures et processus de gestion (Teece, 2019).

6.4.1 APG

En 2017, APG met de l'avant le développement de ses capacités organisationnelles à travers une structuration interne dédiée aux enjeux ESG. Une équipe spécialisée, la *Global Responsible Investment and Governance Team*, assure plusieurs fonctions clés :

This Global Responsible Investment and Governance team (GRIG) is responsible for areas such as developing policy (with clients), supporting portfolio managers with responsible investment, having discussions with companies about doing business responsibly (engagements), reviewing proposals for unlisted investments for sustainability and good governance, implementing voting policy and maintaining contacts with regulators, supervisory authorities and stakeholders. (APG, 2017b, p. 9)

Les risques climatiques sont identifiés selon une approche décentralisée, mobilisant les gestionnaires de portefeuille : « *Risks and opportunities associated with climate change are mainly identified in a 'bottom up approach' involving the portfolio managers [...]* » (APG, 2017b, p. 52). Pour les appuyer, APG développe des outils d'aide à la décision : « *[...] we have developed various tools in recent years to assist [portfolio managers] in this regard.* » (APG, 2017b, p. 11).

Diverses initiatives internes attestent de cette volonté de mieux s'outiller : une grille d'évaluation alignée sur les principes du Pacte mondial de l'ONU, une taxinomie maison traduisant les ODD en investissements durables : « *[...] we developed 'taxonomies' that we used to 'translate' the Sustainable Development Goals (SDGs) into Sustainable Development Investments (SDIs).* » (APG, 2017b, p. 16); et un système de données sur les émissions de CO₂ attribuées aux investissements : « *[...]we developed a data system giving portfolio managers day-to-day insight into their share of CO₂ emissions [...]* » (APG, 2017b, p. 33).

Le renforcement des compétences passe aussi par la formation. APG développe avec la Nyenrode Business University un programme de trois jours sur le financement durable pour les dirigeants : « *Seventeen directors and managers of banks, insurance companies, pension funds and pension administrators took part in a new three-day training programme on sustainable financing.* » (APG, 2017b, p. 38).

Enfin, les collaborations externes jouent un rôle clé dans la montée en puissance des capacités. APG travaille étroitement avec PGGM pour opérationnaliser les ODD et s'associe à Deloitte pour intégrer l'intelligence artificielle à l'investissement durable : « *APG puts artificial intelligence to work for sustainable investing.* » (APG, 2017a, p. 12).

En 2020, APG continue à structurer et à élargir ses capacités internes. Son équipe spécialisée compte désormais 18 experts en durabilité et gouvernance répartis entre Amsterdam, New York et Hong Kong : « *APG has a team of eighteen specialists in sustainability and corporate governance at its offices in Amsterdam, New York and Hong Kong.* » (APG, 2020b, p. 11). Leurs responsabilités incluent l'accompagnement des gérants, l'engagement auprès des entreprises, l'analyse ESG des investissements non cotés et les relations avec les régulateurs. L'intégration de la durabilité se diffuse aussi dans d'autres fonctions telles que le *Fiduciary Management* ou la gestion des risques, où des spécialistes de l'investissement responsable sont également mobilisés.

Un jalon important est atteint avec la création de la *SDI Asset Owner Platform*, qualifiée de « [...] *global standard for investments in the SDGs.* » (APG, 2020b, p. 11). Co-fondée avec PGGM, AustralianSuper et BCI, cette plateforme utilise l'intelligence artificielle pour évaluer l'alignement des entreprises cotées avec les ODD. Le cadre développé permet aux investisseurs d'« investir dans les SDGs de façon comparable » et la couverture passe de 8 000 à 10 000 entreprises, incluant les obligations d'entreprise.

APG formalise aussi sa gouvernance durable en créant un comité présidé par le CEO, « *We are also setting up a Sustainability Board, which will be headed by the CEO.* » (APG, 2020a, p. 48), réunissant les dirigeants des différentes unités d'affaires, appuyé par des groupes de travail et un bureau de coordination dédié.

Enfin, l'investisseur affine ses capacités analytiques et technologiques, notamment dans l'anticipation des risques : « *We are also refining the standard by, for example, including forward-looking data, such as patents, and by conducting research into specific sustainable themes.* » (APG, 2020b, p. 55). Ces efforts visent à affirmer APG comme un leader mondial de l'investissement responsable.

En 2023, APG poursuit le développement de ses capacités organisationnelles en matière d'investissement responsable en combinant innovation, gouvernance interne renforcée et interaction avec les parties prenantes. L'ambition affichée est de maintenir ses clients « [...] *in the vanguard as regards responsible investing.* » (APG, 2023, p. 11), ce qui passe par la création de nouveaux instruments et partenariats.

Sur le plan interne, la gouvernance s'appuie toujours sur le comité de développement durable, qui continue de structurer l'intégration ESG dans les processus décisionnels. La montée en compétence reste une priorité : « *Asset management is now focusing on training its own staff [...]* » (APG, 2023, p. 89). Le but est d'éviter que les projets durables ou technologiques ne subissent des retards. De plus, le

développement durable est intégré à la formation des cadres dirigeants : « *Sustainability was integrated into senior leadership training courses [...]* » (APG, 2023, p. 101), ce qui reflète une diffusion horizontale et verticale de l'ambition ESG dans l'organisation. Face aux exigences réglementaires croissantes, APG adapte ses capacités pour répondre aux obligations de la SFDR et de la CSRD.

Enfin, l'investisseur adopte une posture proactive de dialogue avec les parties prenantes critiques. Il intègre leurs avis dans l'analyse de matérialité : « *[...] we consulted organizations committed to saving the environment, combating poverty, and fighting for human rights for the materiality assessment.* » (APG, 2023, p. 179). On mentionne parmi ces parties prenantes notamment Amnesty International, Extinction Rebellion, Friends of the Earth, et Greenpeace. Cette ouverture traduit la volonté d'APG : « *[...] take account of the interests of our stakeholders when determining the aspects of our strategy that relate to sustainability, for example.* » (APG, 2023, p. 179).

Résumé

APG amorce dès 2017 un renforcement de ses capacités organisationnelles par la création d'une équipe spécifiquement dédiée à l'ensemble des dimensions de l'investissement responsable. La considération des risques climatiques est alors confiée de manière décentralisée aux gestionnaires de portefeuille, lesquels bénéficient d'outils internes conçus à cet effet, tels qu'une grille d'évaluation élaborée en partenariat avec les Nations Unies, une taxinomie d'alignement avec les ODD et un système de suivi des données relatives aux émissions de CO₂. L'organisation met également en place des formations en financement durable à destination de ses dirigeants financiers et développe ses compétences par la collaboration avec ses pairs.

En 2020, APG consolide cette orientation en renforçant ses effectifs d'experts, présents désormais à l'échelle mondiale et intégrés dans diverses fonctions stratégiques, telles que la gestion fiduciaire ou la gestion des risques. L'outil d'alignement avec les ODD est approfondi en partenariat avec d'autres institutions, tandis qu'un comité d'investissement durable, présidé par le PDG, est instauré afin de structurer davantage la gouvernance en matière de durabilité. L'investisseur réaffirme également son intention de poursuivre le développement de nouveaux outils d'analyse, plus performants, pour accompagner ses décisions d'investissement durable.

En 2023, APG poursuit cette trajectoire en consolidant le rôle de son comité de développement durable, désormais pleinement intégré dans les processus décisionnels. La formation reste un levier central, incluant les gestionnaires d'actifs dans des projets liés au développement durable et intégrant la durabilité

dans les parcours de formation des dirigeants. L'investisseur souligne par ailleurs son adaptation aux pressions réglementaires croissantes et l'élargissement de ses capacités par le développement de relations avec des ONG, renforçant ainsi son expertise organisationnelle et sa légitimité dans la sphère de l'investissement durable.

6.4.2 NBIM

En 2017, NBIM affirme sa volonté de renforcer ses capacités internes afin de mieux appréhender les risques ESG dans la gestion de ses portefeuilles. L'institution souligne qu'elle est en développement permanent de la compréhension : « [...] *constantly developing our understanding* [...] » (NBIM, 2018b, p. 26) des enjeux ESG et de leur impact potentiel sur les entreprises et les actifs du fonds. Pour alimenter cette compréhension, elle mobilise une veille active qui s'appuie sur une diversité de sources incluant notamment des institutions académiques, des ONG ou encore les médias.

L'analyse de la donnée prend une place centrale. NBIM affirme : « [...] *we now have increasingly comprehensive databases of sustainability data that span a number of factors at country, sector and company level. These data are integrated into our analyses of individual companies, sectors as well as at the portfolio level.* » (NBIM, 2018b, p. 58). Un cadre interne d'analyse permet ainsi d'identifier les zones géographiques ou les secteurs à risque et de cibler les entreprises exigeant une analyse plus approfondie.

Ce renforcement passe aussi par l'expertise externe. NBIM indique : « *We will also commission research by specialists when we need more sophisticated analysis.* » (NBIM, 2018b, p. 58). Elle souligne ainsi sa volonté de recourir à des connaissances spécialisées pour traiter des enjeux complexes. En parallèle, elle développe des modèles propriétaires, notamment un modèle de scénarisation climatique permettant de simuler les flux de trésorerie et les émissions de GES selon différents niveaux de prix du carbone.

L'organisation accorde une attention spécifique aux risques physiques et de transition, qu'elle cherche à quantifier au niveau des entreprises, notamment dans des secteurs à forte intensité carbone tels que l'énergie, le ciment ou la chimie. Cette démarche repose sur l'analyse de l'exposition géographique des actifs et sur la vulnérabilité aux événements climatiques extrêmes.

Enfin, NBIM renforce son expertise interne en matière de technologies environnementales via un univers d'investissement environnemental fondé sur l'identification de « [...] *providers of goods and services of an environmental character.* » (NBIM, 2018b, p. 71), visant à la fois un objectif stratégique et opérationnel.

En 2020, NBIM poursuit sa dynamique de structuration des capacités internes, en consolidant son infrastructure de données non financières. L'organisation précise avoir mis en place « [...] *an internal database of non-financial data from a variety of external suppliers which is updated regularly.* » (NBIM, 2021b, p. 70), permettant d'alimenter des outils d'analyse climatique à différents niveaux d'échelle, de l'entreprise au portefeuille global.

La collecte d'information repose sur une pluralité de sources comme les rapports d'entreprises, les fournisseurs de données externes, les autorités publiques, les instituts de recherche et société civile. En cas de besoin, NBIM affirme : « [...] *we bring in external specialists when we need more sophisticated analysis.* » (NBIM, 2021b, p. 70). Cela illustre une flexibilité dans l'acquisition d'expertise ESG.

Toutefois, l'organisation met en lumière certaines limites liées à la qualité des données climatiques disponibles; 34 % sont estimées par modélisation et 1 % dérivées de médianes sectorielles, ce qui augmente le niveau d'incertitude. Malgré ces défis, l'identification des investissements environnementaux repose sur une analyse rigoureuse du chiffre d'affaires et des opérations, avec l'objectif explicite de : « [...] *determine to the extent to which these companies are exposed to environmentally friendly activities through their revenue or operations.* » (NBIM, 2021b, p. 78).

Du point de vue de la gouvernance, NBIM renforce son pilotage ESG par la création d'un comité consultatif dédié : « *The executive board has established a preparatory and advisory ownership committee for matters pertaining to the fund's responsible investment activities [...]* » (NBIM, 2021b, p. 96). En outre, les mandats d'investissement incluent désormais des exigences spécifiques en matière de prise en compte des risques et opportunités ESG : « *The investment mandates [...] have specific requirements to consider responsible investment and ESG risks and opportunities in investment decisions.* » (NBIM, 2021b, p. 96). Ces mandats sont entièrement gérés en interne.

Enfin, NBIM collabore avec d'autres investisseurs pour développer des outils de mesure des risques climatiques dans le secteur immobilier, témoignant d'une approche collective de renforcement de compétences à l'échelle sectorielle.

En 2023, NBIM complète la première année entière de son nouveau plan stratégique, marquée par l'introduction d'outils, de politiques actualisées et de systèmes analytiques destinés à renforcer ses capacités organisationnelles : « *2023 was the first full year of the plan. Supported by new systems and analytics as well as updated policies [...]* » (NBIM, 2024b, p. 8). Ces évolutions soutiennent notamment le déploiement élargi de la stratégie *engage-to-change* auprès des entreprises.

Le renforcement des capacités passe aussi par l'instauration de structures spécialisées, comme le *Climate Advisory Board*, qui se réunit trois fois en 2023 pour formuler des recommandations sur des sujets comme la décarbonation, la rémunération des dirigeants ou les risques physiques liés au climat. En parallèle, NBIM intègre les apports d'ONG spécialisées dans ses dialogues d'engagement : « *We also receive ongoing and useful input for many of our climate company engagements from expert NGOs.* » (NBIM, 2024b, p. 24).

L'ambition est de diffuser une culture organisationnelle axée sur la durabilité : « *We aim to build a responsible investment mindset throughout the organisation.* » (NBIM, 2024b, p. 35). À cet effet, NBIM propose des formations ESG via son *Investment Academy*, notamment sur les risques climatiques. Des conférences et sessions de formation sont organisées pour tous les employés, avec la participation d'universitaires et de professionnels du secteur.

Pour renforcer la prise de décision, NBIM développe des outils technologiques comme un simulateur d'investissement intégrant des alertes sur les incidents ESG médiatisés. Elle lance également un outil de suivi des engagements net-zéro des entreprises détenues : « *In 2023, we launched a net zero target tracker with information on all corporate net zero targets [...]* » (NBIM, 2024b, p. 36).

Enfin, les analyses ESG sont appuyées par des données issues de sources diverses et sont utilisées pour modéliser les trajectoires de risque. Un modèle interne couvrant l'ensemble des thématiques ESG, aligné sur le cadre de matérialité de la SASB, est utilisé comme premier niveau d'analyse des risques : « *The model covers all ESG topics [...] aligned with the financial materiality framework of the SASB.* » (NBIM, 2024b, p. 49). Deux processus méthodologiques appuient cette dynamique, un tri trimestriel des entreprises nouvellement ajoutées à l'indice global FTSE ainsi qu'un système de filtrage ESG du portefeuille actions évaluant à la fois les impacts financiers et les effets négatifs potentiels sur l'environnement.

Résumé

NBIM renforce ses capacités organisationnelles dès 2017 en développant son expertise sur les enjeux ESG et leurs impacts potentiels sur le fonds, notamment par l'instauration d'une veille structurée. L'institution élabore une base de données dédiée au développement durable et recourt à des experts externes lorsque des analyses approfondies sont nécessaires. Elle conçoit aussi des modèles propriétaires de scénarios climatiques, engage des travaux de recherche visant à quantifier les risques physiques et de transition, et crée un outil répertoriant les entreprises proposant des biens ou services à caractère environnemental.

En 2020, NBIM consolide sa base de données non financières grâce à l'intégration de sources externes, ce qui alimente ses outils internes d'analyse. Il réaffirme sa stratégie de recours à des spécialistes externes pour les domaines nécessitant une expertise pointue. Parallèlement, il approfondit la qualification des entreprises en fonction de leurs biens et services environnementaux, instaure un comité consultatif sur l'investissement responsable à l'intention de la haute direction, et formalise l'exigence de prise en compte des risques et opportunités ESG dans ses mandats d'investissement. Il collabore également avec ses pairs pour développer des outils d'identification des risques climatiques spécifiques au secteur immobilier.

En 2023, NBIM introduit de nouveaux outils, politiques et systèmes analytiques destinés à renforcer ses capacités organisationnelles. Le comité consultatif élargit ses travaux à des thématiques stratégiques telles que la décarbonation, la rémunération des dirigeants et l'évaluation des risques physiques liés au climat. L'investisseur intègre désormais les rapports d'ONG dans ses analyses, et renforce la formation de son personnel sur les risques climatiques à travers différents modules. De nouveaux outils de simulation permettent d'évaluer les investissements en fonction des incidents ESG et des engagements de carboneutralité. Enfin, NBIM développe un modèle interne fondé sur une base de données ESG reconnue, afin de modéliser de manière prospective les trajectoires de risques.

6.4.3 CalSTRS

En 2017, CalSTRS ne met pas de l'avant des développements majeurs de ses capacités organisationnelles. Il insiste sur le perfectionnement progressif de ses politiques et pratiques ESG : « [...] *refining and enhancing our environmental, social and governance policies and practices for many years. We believe it is in the best interest of CalSTRS and our members to align our risk management principles with those we establish agreements with.* » (CalSTRS, 2017b, p. 33)

Le fonds s'appuie néanmoins sur plusieurs équipes spécialisées dans la gestion ESG réparties à travers ses différentes classes d'actifs, dont la *Green Initiative Task Force*, son équipe centrale : « [...] *manages the risks and captures the opportunities associated with global sustainability issues by identifying environmentally focused strategies intended to enhance the risk-adjusted returns of the CalSTRS portfolio.* » (CalSTRS, 2017b, p. 74).

En 2020, CalSTRS renforce ses capacités internes en adoptant le *Low-Carbon Transition Work Plan*, un plan stratégique visant à réduire l'exposition aux risques climatiques tout en identifiant des opportunités d'investissement durable : « [...] *we embarked on a Low-Carbon Transition Work Plan that seeks to reduce climate-related risk and identify opportunities to invest in solutions for maximum benefit to our members.* » (CalSTRS, 2020a, p. 11). Ce plan s'accompagne d'un travail éducatif interne, dont des sessions de formation avec des experts pour mieux comprendre les impacts de la transition bas carbone sur le portefeuille.

L'organisation consolide aussi ses ressources à travers plusieurs unités clés. La *Green Initiative Task Force* élargit son périmètre au-delà des émissions de carbone pour inclure des enjeux comme l'utilisation des sols, l'eau ou les déchets.

Parallèlement, l'unité *Sustainable Investment and Stewardship Strategies* (SISS) joue un rôle structurant en matière d'investissement durable. Elle « [...] *leads CalSTRS' activities to transform the financial markets to focus on long-term value creation that fully integrates sustainability—or environmental, social and governance (ESG)—considerations.* » (CalSTRS, 2020a, p. 109). Elle supervise notamment un nouveau portefeuille d'actifs privés destiné à accélérer la transition vers une économie plus durable.

Enfin, l'équipe *Strategic Relations* veille au positionnement externe de l'investisseur en matière de développement durable : « [...] *the group builds relationships with both internal and external stakeholders [...] with the intent of preserving CalSTRS' reputation as a respected leader in the investment management industry.* » (CalSTRS, 2020a, p. 110).

En 2023, CalSTRS poursuit la structuration de ses capacités autour de l'unité SISS, désormais responsable d'un portefeuille d'actifs privés officialisé, scindé en deux sous-portefeuilles : *Scaling*, qui implique des co-investissements avec d'autres classes d'actifs, et *New Opportunities*, qui vise à identifier de nouvelles pistes d'investissement. Cette équipe pilote également l'engagement climatique de CalSTRS vers la neutralité carbone à horizon 2050 et assume un rôle de leadership institutionnel en matière de relations

stratégiques avec un mandat explicite de rayonnement externe : « *The SISS team's stewardship activities seek to influence and promote sustainable business practices and public policies [...]* » (CalSTRS, 2023a, p. 107). Elle entretient des liens actifs avec les parties prenantes internes, les médias et les acteurs financiers pour promouvoir les meilleures pratiques en matière de durabilité. Ainsi, CalSTRS adopte une stratégie centralisée, en dotant l'unité SISS des responsabilités clés dans le pilotage ESG, la transition climatique et la coordination stratégique à l'échelle de l'organisation.

Résumé

CalSTRS consacre relativement peu d'attention explicite au développement de ses capacités organisationnelles, bien qu'un renforcement progressif puisse être observé. En 2017, l'investisseur indique avoir affiné ses politiques et pratiques en matière de développement durable, confiées à une équipe spécialisée dans l'identification des risques et opportunités, principalement centrée sur la dimension environnementale et, plus spécifiquement, sur les émissions de carbone.

En 2020, un tournant est amorcé avec le lancement d'un plan de transition bas carbone, conçu pour réduire les risques climatiques et saisir les opportunités associées. Dans ce cadre, des formations sont dispensées au personnel afin de renforcer leur compréhension des impacts de la transition carbone sur le portefeuille. L'équipe dédiée voit également son champ d'action élargi à de nouveaux enjeux environnementaux tels que la gestion des sols, de l'eau et des déchets. Parallèlement, deux nouvelles équipes sont créées : l'une consacrée à la création de valeur ESG issue des investissements, et l'autre spécifiquement dédiée aux relations avec les parties prenantes.

En 2023, l'organisation procède à une rationalisation de ses structures internes. L'équipe dédiée à l'investissement ESG prend une place centrale, assumant désormais un portefeuille d'actions privées structuré et absorbant les missions auparavant confiées aux autres unités créées en 2020. Cette centralisation traduit une volonté de mieux intégrer et coordonner les fonctions organisationnelles liées à l'investissement durable au sein de l'institution.

6.4.4 NYSCRF

En 2017, les capacités de suivi et d'évaluation de NYSCRF en matière d'ESG et de climat apparaissent encore limitées, bien que l'investisseur initie une démarche structurante via un partenariat avec Goldman Sachs. Cette collaboration donne lieu à la création d'un indice boursier à faible émission carbone : « [...] a

groundbreaking equity index strategy—the first of its kind in the United States for a public pension fund—by creating a low emissions index to further decarbonize the Fund’s public equity holdings. » (NYSCRF, 2018, p. 14). Cet outil permet d’ajuster la pondération des entreprises en fonction de leurs émissions de GES détenues dans le portefeuille de NYSCRF par rapport à leurs pairs sectoriels. En complément, une étude de l’empreinte carbone du portefeuille d’actions publiques est menée à partir des données du CDP, soulignant l’amorce d’un effort analytique, bien que centré sur une portion limitée des actifs du fonds.

En 2020, l’investisseur adopte une posture plus proactive, en renforçant sensiblement ses capacités internes. Le *Corporate Governance Program* est mis de l’avant comme instrument central permettant d’intégrer les facteurs ESG dans le processus de due diligence, dans les décisions d’investissement, mais aussi dans la mise en place d’un programme de suivi de performance. Cette structuration traduit un début d’institutionnalisation de l’ESG dans les processus opérationnels.

En parallèle, le *Decarbonization Advisory Panel*, mis en place dès 2018 et coprésidé par le gouverneur Cuomo et le contrôleur DiNapoli, joue un rôle stratégique majeur. Ce panel recommande notamment d’aligner le portefeuille sur les objectifs de l’Accord de Paris, du « [...] *minimum standards to measure the readiness of its investments for climate change* [...] » (NYSCRF, 2020, p. 14) et de développer un programme d’investissements en solutions climatiques. Ces recommandations sont reprises dans le *Climate Action Plan de 2020*, qui « [...] *formally integrates climate considerations into risk assessments, investment decision making, engagement, public policy advocacy.* » (NYSCRF, 2020, p. 96), consolidant ainsi un cadre cohérent de gestion intégrée des enjeux climatiques.

Le développement des compétences internes est aussi une priorité. Le programme *Sustainable Investments and Climate Solutions* (SICS) voit son engagement doubler, tandis que de nouveaux analystes spécialisés sont recrutés pour identifier les opportunités d’investissement durable. Ce renforcement traduit le « [...] *development of a multi-year strategic plan that will expand the Fund’s ESG integration program.* » (NYSCRF, 2020, p. 94), confirmant une dynamique d’apprentissage institutionnel.

En 2023, NYSCRF poursuit la consolidation de ses capacités de suivi autour de son *Climate Action Plan*, qui devient le socle de l’organisation et de ses ambitions climatiques. Le plan vise la neutralité carbone d’ici 2040 et « [...] *provides a framework for the Fund to formally integrate climate considerations* [...] » (NYSCRF, 2023, p. 105), incluant l’évaluation des risques, la prise de décision, l’engagement actionnarial, le plaidoyer ainsi que le développement de grilles d’évaluation.

Le programme SICS est confirmé comme pilier de la stratégie bas carbone du fonds : « *A key component of the Fund's plan to position its portfolio for a low-carbon economy was the creation of a formal Sustainable Investments and Climate Solutions (SICS) program.* » (NYSCRF, 2023, p. 15). Il est structuré autour de trois axes thématiques : ressources et environnement, technologies et innovation, capital humain et social. L'investisseur insiste sur l'alignement de ces investissements avec ses objectifs prudentiels : « *CRF investments classified in the SICS program are subject to the same fiduciary risk and return requirements [...]* » (NYSCRF, 2023, p. 99). Les classes d'actifs couvertes par cette stratégie s'élargissent considérablement et incluent désormais les actions cotées (actives et passives), les obligations vertes, le capital-investissement et l'immobilier durable. Ces efforts visent à : « *[...] improves the diversification of the CRF portfolio is intended to enhance risk-adjusted returns.* » (NYSCRF, 2023, p. 99).

Enfin, l'investisseur renforce ses outils analytiques par le recours à des experts externes et des fournisseurs de données : « *[...] the Fund has contracted consultants and data providers to provide unique research and analysis services.* » (NYSCRF, 2023, p. 104). Ces dispositifs permettent une approche plus systématique et opportuniste de l'identification d'investissements alignés avec les objectifs climatiques.

Résumé

NYSCRF met relativement peu l'accent sur le développement de ses capacités organisationnelles, bien que certains efforts puissent être observés au fil du temps. En 2017, l'institution innove en partenariat avec Goldman Sachs en lançant un indice boursier à faibles émissions et en réalisant une analyse de l'empreinte carbone de son portefeuille public.

En 2020, elle structure davantage son action en établissant un programme intégrant les facteurs ESG à différentes étapes du cycle d'investissement. Cet élargissement s'accompagne d'un renforcement des ressources humaines par l'embauche de spécialistes dédiés, ainsi que de la création d'un panel consultatif sur la décarbonation. Ce dernier sert de fondement à l'élaboration du plan d'action climatique, lequel vise à institutionnaliser la prise en compte des enjeux climatiques à plusieurs niveaux organisationnels.

En 2023, le plan d'action climatique demeure le principal outil, en fournissant un cadre pour l'intégration des enjeux climatiques à travers divers aspects opérationnels et stratégiques. L'équipe spécialisée est présentée comme la pierre angulaire de ce dispositif, permettant d'élargir les classes d'actifs considérées et de définir de nouvelles priorités thématiques, notamment autour des ressources naturelles, de l'environnement et de la performance financière. Enfin, l'investisseur souligne le recours à des services

externes pour évaluer l'alignement de ses pratiques avec les cibles climatiques qu'il s'est fixées, renforçant ainsi la crédibilité et la robustesse de ses démarches.

6.4.5 CDPQ

En 2017, CDPQ affirme sa volonté d'intégrer les enjeux climatiques « *into all of our activities* », marquant le début d'une transformation organisationnelle. Cette ambition repose sur une stratégie de développement des connaissances internes, via la diffusion de contenus sur l'investissement responsable : « *Measure / Prepare and distribute informative articles and documents on specific issues related to responsible investment.* » (CDPQ, 2017b, p. 39); « *Many informative articles on sustainable development were distributed [...]* » (CDPQ, 2017b, p. 40). Cette démarche s'accompagne d'un renforcement des compétences individuelles, par des formations et des activités internes : « *Continue developing knowledge and skills on sustainable development.* » (CDPQ, 2017b, p. 40) ainsi que « *At least one internal activity organized on different subjects related to sustainable development for 2017 and 2018 [...] La Caisse's employees were invited to the fair.* » (CDPQ, 2017b, p. 40).

Sur le plan analytique, l'investisseur élabore également des outils méthodologiques pour mesurer l'empreinte carbone de ses portefeuilles en lien avec sa stratégie climatique et son cadre d'investissement responsable, amorçant ainsi un socle technique pour le suivi des performances climatiques.

En 2020, CDPQ renforce ses capacités d'analyse ESG en consolidant ses structures internes : « *Our stewardship investing and ESG risk analysis groups work together closely to structure our efforts support our investment teams.* » (CDPQ, 2020b, p. 9). Cette synergie se traduit par la présence de référents climatiques au sein de chaque équipe d'investissement, dotée des compétences nécessaires pour intégrer les facteurs climatiques dans l'analyse des opportunités : « *This reference person has the necessary skills to ensure that climate factors are considered [...]* » (CDPQ, 2020b, p. 16). La mobilisation interne reste un levier central du développement des capacités, à travers un plan d'action spécifique : « *ACTION 11: Engage employees' interest and enhance their knowledge on sustainable development.* » (CDPQ, 2020a, p. 129).

Par ailleurs, l'année est marquée par des avancées méthodologiques majeures. En ce qui concerne les risques physiques, CDPQ développe avec des experts un outil permettant des évaluations qualitatives et quantitatives selon divers scénarios et horizons temporels : « *[...] this will help us to better anticipate physical climate risks [...] and improve total portfolio resilience.* » (CDPQ, 2020b, p. 48). Pour les risques de

transition, des outils évolutifs sont conçus afin de guider les décisions en fonction de l'évolution des contextes réglementaires, technologiques et socioéconomiques : « *We have also developed qualitative tools to improve the integration of transition risks. These scalable tools aim to guide decision-making [...]* » (CDPQ, 2020b, p. 16). Ces instruments soutiennent les équipes d'investissement dans leur évaluation «*[...] allow teams to ask the right questions when analyzing investment and post-investment opportunities.*» (CDPQ, 2020b, p. 16). L'approche est renforcée par un système d'information interconnecté aux bases de données des fournisseurs de données climatiques, permettant un suivi en temps réel de l'intensité carbone des portefeuilles, « *[...] making it possible to estimate the carbon intensity of our various portfolios in real time.* » (CDPQ, 2020b, p. 50).

Enfin, un pas supplémentaire est franchi avec le lancement d'une plateforme d'innovation dédiée à l'investissement en intendance, visant à « *[...] develop our internal expertise in certain areas relating to the sustainable economy and identify new market segments.* » (CDPQ, 2020b, p. 17) en partenariat notamment avec CREO : « *CDPQ partners with CREO [...] through the work done by the innovation platform for stewardship investing.* » (CDPQ, 2020b, p. 18).

En 2023, CDPQ consolide sa maturité en matière de suivi ESG en lançant une infrastructure technologique avancée. L'application AGIR devient un outil centralisé pour la gestion des données ESG, facilitant leur accessibilité et leur exploitation par toutes les équipes : « *Our teams have developed a new application for managing our ESG data: AGIR.* » (CDPQ, 2023b, p. 9). Cette application repose sur une méthodologie de notation actualisée, alignée avec les cadres de la SASB et de la ISSB : « *The ESG rating methodology [...] was inspired by the SASB grid and is aligned with new standards issued by the ISSB.* » (CDPQ, 2023b, p. 9).

CDPQ affirme que l'implication des collaborateurs est essentielle pour faire vivre cette culture ESG : « *We draw on the expertise of all our teams [...]* » (CDPQ, 2023b, p. 5). Elle insiste sur le rôle de l'innovation organisationnelle dans l'amélioration de ses processus : « *We deployed new tools that have enabled us to innovate [...] and accelerate the development of our sustainable investing culture.* » (CDPQ, 2023b, p. 9). Des outils spécifiques ont aussi été développés pour optimiser le transfert de connaissances ESG aux équipes d'investissement : « *Tools have also been created to optimize the transfer of knowledge to our investment teams.* » (CDPQ, 2023b, p. 9).

L'investisseur améliore également ses méthodes d'analyse des risques climatiques en affinant les outils permettant d'évaluer les risques physiques et de transition. Une nouvelle échelle de cotation à six niveaux

est introduite, allant de « très favorable » à « critique », ainsi qu'un outil prospectif pour évaluer les trajectoires d'émissions attendues des entreprises : « [...] *we began work to better assess companies' expected emissions and transition risk management trajectories.* » (CDPQ, 2023b, p. 128). Il se base notamment sur la NZAOA, pour faire évoluer les méthodologies de mesure climatique prospective.

Enfin, des partenariats stratégiques renforcent les capacités internes, avec notamment *Westervelt Ecological Services* (restauration des habitats naturels), *Energize Capital* (technologies climatiques – Réf. 22), ou *Inigo* (secteur assurantiel – Réf. 24). L'implication de toutes les fonctions (technologie, communication, RH, opérations) est soulignée comme levier d'intégration : « *One thing is certain: CDPQ's sustainable approach is now firmly anchored in all the organization's practices.* » (CDPQ, 2023a, p. 2).

Résumé

CDPQ investit dès 2017 dans le développement de ses capacités organisationnelles afin de renforcer sa légitimité en matière de développement durable et d'investissement responsable. Cette volonté se traduit par des actions ciblées visant l'accroissement des connaissances de ses employés, ainsi que par la création d'outils méthodologiques internes permettant de mesurer l'empreinte carbone de ses portefeuilles.

En 2020, cette démarche se structure davantage grâce à une collaboration renforcée entre l'équipe d'investissement et l'équipe des risques ESG. CDPQ introduit également un référent climatique au sein de chaque équipe d'investissement, afin d'identifier plus systématiquement les risques et opportunités liés au climat. Parallèlement, elle poursuit ses efforts de formation interne et conçoit, en partenariat avec des experts, des outils analytiques destinés à évaluer tant les risques climatiques physiques que les risques de transition. Ces instruments visent à appuyer concrètement les décisions d'investissement. Sur le plan technologique, l'institution modernise ses capacités en interconnectant sa base de données interne à des sources externes et en lançant une plateforme d'innovation dédiée à l'avancement de ces thématiques.

En 2023, CDPQ franchit une nouvelle étape en développant un outil de centralisation des données ESG, construit sur la base d'initiatives industrielles de premier plan. Elle affirme par ailleurs sa volonté de stimuler l'innovation organisationnelle, notamment à travers la création d'un dispositif dédié au transfert de connaissances ESG. Ses outils de gestion des risques climatiques se perfectionnent également, incluant désormais des modèles d'anticipation des émissions de GES des entreprises, fondés sur les standards de la NZAOA. Enfin, l'institution met en avant plusieurs partenariats stratégiques qui contribuent à renforcer son expertise et à consolider ses compétences internes en matière de durabilité.

6.4.6 Investissements RPC

En 2017, Investissements RPC pose les bases d'une gouvernance ESG structurée, marquant une étape importante dans la consolidation de ses capacités internes. Elle crée un *Climate Change Working Group*, réunissant des experts issus de différents départements (investissement, risque, développement durable, communication), avec pour mission de : « [...] *developing appropriate tools, processes and metrics to assess climate change-related risks and opportunities in our investment and asset management activities.* » (CPPIB, 2017a, p. 32). En parallèle, un *Sustainable Investing Committee* regroupant des dirigeants de haut niveau voit le jour, assurant la supervision des politiques et des stratégies ESG; le comité regroupe des « [...] *members from different teams across the organization.* » (CPPIB, 2017a, p. 7).

L'approfondissement des capacités se poursuit avec la constitution d'un *Sustainable Investing group*, une équipe dédiée soutenant tous les portefeuilles, publics et privés, qui fournit des outils, des analyses et des recommandations ESG dès la phase de vérification diligente : « *Works across the entire organization to help incorporate ESG into decision-making.* » (CPPIB, 2017a, p. 9). Ce groupe crée des outils analytiques, dont des grilles d'évaluation ESG, des indicateurs immobiliers et des modèles de scénarios climatiques.

L'organisation renforce également sa capacité d'engagement en multipliant les dialogues avec les entreprises, notamment en Asie du Sud-Est, et en confiant l'exercice du vote au *Sustainable Investing group*, garantissant ainsi une expertise centralisée : « *Integrating views from the EPM team and our external managers into voting decisions helps to ensure that we are leveraging our global expertise and relationships.* » (CPPIB, 2017a, p. 33). Enfin, une spécificité méthodologique est mise en œuvre dans toutes les unités d'investissement : « *We tailor our approach to each investment as the circumstances and issues differ by investment structure, company, industry, geography, strategy.* » (CPPIB, 2017a, p. 43).

En 2020, Investissements RPC poursuit sa stratégie d'intégration ESG organisationnelle en s'appuyant sur un modèle hybride, combinant expertise centralisée et implication transversale. Le *Sustainable Investing Group* agit comme ressource stratégique : « *SI assesses ESG risks and opportunities and works with investment departments across CPP Investments. Considering ESG factors in investment decisions will lead to better long-term investment performance across the Fund.* » (CPPIB, 2020a, p. 43).

Des outils spécifiques aux portefeuilles publics et privés sont développés :

The group continuously explores ways to innovate and be at the forefront of the sustainable investing space and has created fit-for purpose tools, such as a proprietary industry-level materiality framework, public company ESG database [...] to embed ESG considerations into our investment decision-making process. Additionally, the SI group develops ESG reports about publicly traded companies conducts ESG evaluations on private companies for our investment teams to consider when making active investment decisions, enabling them to identify material ESG-related risks and opportunities early in the investment life cycle. (CPPIB, 2020b, p. 11)

Cela permet une évaluation plus adaptée aux caractéristiques de chaque type d'actif. Aussi, les capacités d'analyse climatique sont renforcées par des scénarios de risques physiques et de transition plus affinés.

La montée en compétences des équipes constitue un axe central : « *In addition to these formal structures, we also have an informal Sustainability Virtual Team to share insights and foster discussion on ESG topics – including best practices, market updates and lessons learned – to accelerate our firm-wide understanding of key ESG issues.* » (CPPIB, 2020b, p. 10). Des procédures standardisées sont mises en place pour harmoniser les pratiques. L'organisation renforce aussi les interactions internes entre les équipes d'investissement, de risque et ESG, tout en participant à des initiatives collaboratives internationales : « *We will continue to refine the views and assumptions underlying the assessment. We will also continue to evolve our climate change stress-testing capabilities by working collaboratively with other organizations [...]* » (CPPIB, 2020b, p. 51). Enfin, le développement d'indicateurs ESG internes et leur communication permettent un pilotage précis et une amélioration continue des pratiques.

En 2023, Investissements RPC renforce ses capacités internes en ESG, un pilier stratégique, notamment en élargissant l'équipe qui y est dédiée : « *As of June 30, 2023, our dedicated Sustainable Investing (SI) group included over 25 professionals in Toronto and London with diverse experience and sustainability-related expertise.* » (CPPIB, 2023a, p. 9). Ces experts soutiennent les équipes d'investissement à toutes les étapes, « *The group is a trusted partner to our investment asset management teams throughout the investment process, committed to driving long-term returns [...]* » (CPPIB, 2023a, p. 9).

L'équipe d'investissement durable contribue à la formation continue des collaborateurs, en diffusant des analyses sectorielles, des tendances et des meilleures pratiques : « *The SI group shares insights with colleagues across the Fund on evolving trends, industry competitiveness, and best practices [...]* » (CPPIB, 2023a, p. 9). En parallèle, elle conçoit des outils propriétaires destinés à structurer l'identification,

l'évaluation et le suivi des enjeux ESG : « *We continue to enhance our existing sustainability-related tools focused on value identification and value creation through to value realization.* » (CPPIB, 2023a, p. 10).

Ces outils incluent un cadre de matérialité sectorielle, des modèles d'évaluation des capacités d'atténuation, des cartes d'engagement, et un outil interne de mesure de l'empreinte carbone : « *CPP Investments' internally developed carbon footprint tool provides insights on GHG emissions associated with all of the Fund's holdings [...]* » (CPPIB, 2023a, p. 39). Le climat est intégré via des scénarios prospectifs prenant en compte les risques physiques et de transition : « *The framework considers the potential financial impacts of both high-physical and high-transition risk scenarios.* » (CPPIB, 2023a, p. 39).

Une avancée clé est l'intégration directe des experts en développement durable dans les équipes d'investissement : « *Our sustainable investing professionals are now embedded directly into our public and private investing teams.* » (CPPIB, 2023a, p. 9), assurant ainsi une prise en compte des critères ESG sur l'ensemble du cycle de vie des investissements.

Cette dynamique se traduit par une gouvernance renforcée, pilotée par le *Chief Sustainability Officer* et le *Sustainable Investing Committee* (SIC) : « *The SIC supports the ISRC in its oversight of all non-financial sustainability-related factors for the Fund.* » (CPPIB, 2023a, p. 39). Le comité de risque stratégique (ISRC) inclut désormais les enjeux de développement durable dans son champ d'action : « *The ISRC also provides guidance on the design of our reputation management program and our approach to managing other broad factors, such as sustainability-related issues.* » (CPPIB, 2023a, p. 38).

Enfin, Investissements RPC étend ses capacités grâce à des partenariats stratégiques sur la transition avec des leaders du secteur comme *Lombard Odier Investment Managers* (LOIM) : « *This partnership provides CPP Investments with access to LOIM's thought leadership, tools, network, and product suite to complement and enhance our internal capabilities.* » (CPPIB, 2023a, p. 13).

Résumé

Investissements RPC engage dès 2017 un déploiement structuré de développement de ses capacités organisationnelles en matière de durabilité. Cette démarche se traduit par la création de plusieurs instances spécialisées : un groupe de travail sur les changements climatiques, chargé de concevoir des outils de gestion des risques et opportunités liés au climat ; un comité d'investissement durable réunissant la haute direction pour superviser les documents liés à l'ESG ; et un groupe d'investissement responsable

destiné à soutenir les actions de l'investisseur en tant que propriétaire actif. Ce dernier développe par ailleurs des outils analytiques spécifiques aux enjeux ESG et climatiques. L'institution affirme également tenir compte des facteurs contextuels liés à l'ESG dans ses décisions d'investissement.

En 2020, le groupe d'investissement durable renforce son rôle de ressource stratégique au service des équipes d'investissement, favorisant la diffusion des considérations ESG à l'échelle organisationnelle. De nouveaux outils sont créés pour améliorer l'intégration de ces enjeux dans les processus décisionnels, alors que les capacités d'analyse climatique continuent d'être perfectionnées. L'investisseur insiste aussi sur la formation continue des équipes, qui renforce leurs compétences vis-à-vis des facteurs ESG et climatiques.

En 2023, Investissements RPC franchit un nouveau seuil en renforçant l'équipe dédiée à l'investissement durable, qui voit ses effectifs croître afin d'accompagner les équipes d'investissement à toutes les étapes du cycle décisionnel. Devenue un pilier organisationnel, cette équipe développe des outils ESG visant à identifier la création de valeur, avec une attention particulière accordée au climat. Des experts en développement durable sont désormais intégrés dans l'ensemble des équipes d'investissement, consolidant l'ancrage organisationnel de ces compétences. Parallèlement, le comité de risques stratégiques inclut désormais les risques liés au développement durable dans son périmètre, en coordination avec le comité d'investissement responsable. Enfin, Investissements RPC met de l'avant un partenariat stratégique sur la transition, confirmant sa volonté de consolider et d'élargir ses compétences organisationnelles en matière de durabilité.

6.4.7 Bilan des pratiques de l'ensemble des investisseurs pour la thématique « Développer les capacités organisationnelles »

La thématique traitant de « Développer les capacités organisationnelles » étudiée chez les différents investisseurs institutionnels faisant l'objet de cette recherche est résumée dans le tableau synthétique ci-dessous (Tableau 6.4). Dans l'ensemble, on y observe que le fait de développer des outils pertinents et de formaliser la volonté d'en créer dans l'organisation mène à la création d'équipes et d'unités dédiées ainsi qu'à la volonté de diffuser les connaissances acquises dans l'organisation. Cela débouche ensuite sur une actualisation des outils internes avec les normes reconnues, des systèmes de formation plus complets à l'interne et la recherche de nouvelles connaissances auprès d'autres acteurs plus spécialisés.

Tableau 6.4 : Tableau de synthèse des pratiques de développement des capacités organisationnelles

Investisseur	2017	2020	2023
APG	- Mise en place de processus d'intégration ESG sectoriels - Montée en compétence interne - Collaboration inter-équipe	- Structuration accrue de l'évaluation ESG - Amélioration des outils internes - Travail de sensibilisation	- Intégration approfondie ESG dans toutes les classes d'actifs - Renforcement des capacités de data ESG - Création de dashboards
NBIM	- Développement des guidelines ESG internes - Formalisation de la stratégie d'intégration	- Structuration des analyses climatiques - Montée en expertise par des équipes spécialisées	- Renforcement de la gouvernance ESG - Intégration systématique dans le processus de gestion - Mise à jour régulière des outils
CalSTRS	- Maintien d'équipes spécialisées (Green Initiative Task Force) - Ajustement progressif des politiques ESG	- Adoption du Low-Carbon Transition Work Plan - Renforcement des équipes (SISS) - Formation interne ESG	- Structuration complète autour de l'unité SISS - Intégration ESG dans les portefeuilles privés et publics - Leadership externe renforcé
NYSCRF	- Constitution d'équipes ESG internes - Intégration ESG progressive par classes d'actifs	- Renforcement des ressources internes (investissements durables, climate risk) - Création de processus normalisés	- Structuration du reporting ESG - Formalisation d'une gouvernance intégrée via le Climate Action Plan - Acquisition de capacités analytiques climatiques
CDPQ	- Création d'une équipe d'investissement durable - Développement de méthodes d'analyse ESG	- Création d'outils internes ESG et climatiques - Intégration dans les processus d'investissement	- Création d'une équipe ESG dans chaque unité d'investissement - Intégration poussée du facteur climat dans la gouvernance
Investissements RPC	- Mise en place du Sustainable Investing Group, du Climate Change Working Group et de comités ESG transversaux - Développement d'outils propriétaires	- Déploiement du modèle hybride (expertise centrale + transversalité) - Formation ESG systématique des équipes - Développement d'analyses climat/scénarios	- Embedding complet des professionnels ESG dans les équipes d'investissement - Renforcement de la gouvernance ESG et des outils analytiques (scénarios, empreinte carbone)

6.5 Développer les capacités d'évaluation et de suivi

La thématique appelée « Développer les capacités d'évaluation et de suivi » vise à réunir toutes les actions que les investisseurs ont déployées pour évaluer et suivre les différents paramètres relatifs aux enjeux étudiés, touchant de près ou de loin à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité sur les actifs immobiliers. Cette thématique s'ancre dans l'innovation managériale (Damanpour, 2014) et mobilise la théorie de l'agence (Fama et Jensen, 1983b; Jensen et Meckling, 1976), dans la mesure où les systèmes d'évaluation et de suivi constituent des mécanismes de contrôle permettant d'aligner les comportements des gestionnaires avec les objectifs ESG de l'organisation.

6.5.1 APG

Dès 2017, APG commence à structurer des outils internes afin de renforcer ses capacités d'évaluation et de suivi en matière de développement durable. L'investisseur intègre des indicateurs ESG ainsi que des

dispositifs de mesure visant à évaluer la performance durable de ses portefeuilles. Cette démarche se manifeste notamment par le déploiement d'une taxinomie interne permettant de classer les entreprises selon leur contribution, positive ou négative, aux ODD. Ainsi, environ 12 % des actifs sous gestion, soit 55,3 milliards d'euros, sont reconnus comme des investissements durables, ce qui est rendu possible grâce à cette méthodologie propriétaire. L'approche de classification repose sur un système nuancé : « *We count 50% of the assets invested in a company where at least 10% of the activities contribute to an SDG as an SDI. We count the full investment in a company which has over half of its activities contributing [...] We count 50% of our investments in these as SDIs.* » (APG, 2017b, p. 17).

Cette grille de lecture lui permet aussi de classer les entreprises « leaders » du développement durable, celles qui sont « à la traîne », et celles affichant un potentiel de progression. Les décisions d'investissement sont influencées par ces catégories, qui considèrent des facteurs comme la corruption, les accidents ou les scandales environnementaux. Ces évaluations sont prolongées par des actions d'engagement ciblées avec les entreprises concernées pour encourager leur transformation : « *By the end of the year we expect to have identified the leaders and laggards in all industries. This will allow us to select leaders and companies with the potential to improve via engagement (the 'improvement potentials').* » (APG, 2017b, p. 40).

L'outil de suivi s'enrichit d'un accès centralisé aux données ESG pour les gestionnaires de portefeuille, tandis que la question climatique fait l'objet d'un suivi plus poussé. APG mesure ainsi l'empreinte carbone des émissions de GES de portée 1 et 2 de son portefeuille actions et établit des cibles sectorielles annuelles de réduction : « *To determine our footprint, we calculate how much of the CO2 emissions of each listed company in our portfolio is attributable to us in relation to the percentage of shares we own.* » (APG, 2017b, p. 31). Enfin, une modélisation des scénarios climatiques est utilisée pour intégrer les effets d'une transition progressive dans la stratégie d'investissement.

En 2020, APG poursuit et intensifie le développement de ses outils d'évaluation. La mesure de la contribution aux ODD progresse, avec une finesse accrue pour certaines classes d'actifs comme l'immobilier durable, représentant près de 24 milliards € sur un total de 90 milliards € d'actifs immobiliers :

We have invested €23.9 billion in sustainable real estate. This particularly contributes to SDG 11: Sustainable cities and communities. We qualify real estate investments as SDIs if they score four or the maximum five stars in the annual sustainability study of the Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB). This means that they belong to the 40% best-performing funds that are rated by GRESB. (APG, 2020b, p. 25)

Par ailleurs, la mesure de l’empreinte carbone devient systématique pour les actions et s’étend à de nouvelles classes d’actifs, notamment les obligations d’entreprises, l’immobilier et le private equity, couvrant ainsi 57 % du portefeuille global. Comme l’indique le rapport : « *This year, for the first time, APG is publishing the carbon footprint of its investments in corporate bonds, real estate and private equity.* » (APG, 2020b, p. 45).

Cette démarche s’inscrit dans des standards de premier choix, avec une méthodologie alignée sur les recommandations de la TCFD et les travaux de la PCAF, dont APG est l’un des membres fondateurs. Pour l’évaluation de la durabilité des actifs immobiliers, APG s’appuie sur le benchmark GRESB, exigeant au minimum 4 étoiles pour les nouveaux investissements :

APG, furthermore, maps out the carbon footprint of the investment categories of shares, corporate bonds, real estate, and private equity. We report on these matters every year in our Responsible Investment Report based on the recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, the methodologies of the Partnership for Carbon Accounting Financials (PCAF) for corporate investments and Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) for investments in real estate. (APG, 2020a, p. 169)

L’usage des nouvelles technologies vient soutenir cette sophistication croissante du suivi. L’investisseur affirme : « *We are investing in digital technologies, artificial intelligence and other ways to collect data on the sustainability performance of investments.* » (APG, 2020b, p. 16). Enfin, une nouvelle étape s’annonce avec la volonté de mesurer l’impact de l’investissement responsable sur le couple rendement/risque, à travers une méthode d’évaluation qui sera affinée dès 2021.

En 2023, APG consolide ses efforts en matière de suivi durable. La gestion de 111 milliards € d’investissements alignés sur les ODD témoigne de cette dynamique. Cette évaluation s’opère via des rapports de performance réguliers, mais aussi par le recours à des *benchmarks* externes comme le UN PRI, apportant ainsi une légitimité externe à leur démarche.

La mesure de l’empreinte carbone gagne encore en envergure, couvrant désormais près de 85 % du portefeuille total, avec l’ambition de poursuivre cette extension à d’autres classes d’actifs : « *Our aim is to steadily increase the share of investments for which we measure the carbon footprint by broadening the scope defining targets for further asset classes.* » (APG, 2023, p. 43). L’engagement de neutralité carbone du portefeuille à horizon 2050 confirme l’alignement stratégique d’APG.

L'analyse des risques climatiques se raffine également, distinguant les risques de transition, liés aux évolutions réglementaires, et les risques physiques, évalués selon la localisation géographique et la vulnérabilité sectorielle. Cette approche différenciée permet d'adapter les critères d'évaluation en fonction des secteurs : « *Based on our climate risk assessment, we prioritize the industries for which we have determined new or stricter climate criteria.* » (APG, 2023, p. 47).

Enfin, le cadre ESG général bénéficie d'un renforcement, en intégrant de manière transversale les enjeux de développement durable. Les atteintes à l'environnement ou le manque de transparence sont désormais considérés comme des signaux d'alerte dans les rapports de risque ESG. APG réaffirme sa volonté de bâtir des portefeuilles résilients et adaptés aux enjeux environnementaux tout en continuant à avancer, en témoigne sa volonté de considérer la biodiversité aux côtés de l'environnement dans ses enjeux matériels.

Résumé

APG développe progressivement ses capacités d'évaluation et de suivi, en structurant de plus en plus finement l'intégration des enjeux ESG et climatiques dans sa gestion. Dès 2017, l'investisseur introduit des indicateurs ESG dans le suivi de ses portefeuilles par le biais d'un outil interne de valorisation de la contribution aux ODD. Cet outil permet de classer les entreprises en fonction de leur performance, distinguant notamment les « leaders » des acteurs « à la traîne » sur le plan environnemental. Sur le climat, le suivi s'avère plus poussé grâce à l'intégration des données relatives aux émissions de portée 1 et 2 des entreprises détenues en portefeuille actions, ce qui permet un suivi plus rigoureux des cibles et des scénarios climatiques servant à anticiper les effets de la transition énergétique.

En 2020, ces dispositifs sont renforcés et élargis. Le suivi des ODD inclut désormais l'immobilier durable, tandis que l'empreinte carbone est mesurée de façon systématique pour les actions et progressivement étendue à d'autres classes d'actifs. L'ensemble de ces suivis est aligné sur les cadres internationaux de référence, ce qui contribue à asseoir la crédibilité de la démarche. Par ailleurs, APG expérimente de nouvelles approches méthodologiques, notamment l'usage de l'intelligence artificielle, afin d'évaluer les liens entre durabilité, rendement et risque.

En 2023, l'investisseur consolide son dispositif en renforçant l'évaluation de la contribution de ses investissements aux ODD, tout en mobilisant des systèmes externes de suivi, tels que les classements des PRI. Le suivi de l'empreinte carbone est encore élargi et articulé à l'objectif global de carboneutralité, tandis que les outils d'évaluation des risques climatiques gagnent en précision et en sophistication. De

manière plus transversale, le cadre ESG est renforcé et intégré plus profondément dans les processus de gestion. Enfin, l'investisseur identifie explicitement la perte de biodiversité comme un enjeu matériel, signalant ainsi un élargissement de son champ d'évaluation au-delà des thématiques climatiques.

6.5.2 NBIM

En 2017, NBIM a affirmé son rôle d'investisseur responsable en développant une approche systématique d'évaluation et de suivi des enjeux ESG. Trois grandes dimensions structurent cette démarche, soit l'institutionnalisation de la collecte et du traitement des données ESG, l'intégration sectorielle approfondie, et l'engagement dans l'évaluation comparée et dynamique du portefeuille.

NBIM a mis en place un processus de collecte structuré et centralisé de données ESG à travers ses propres bases internes, enrichies de sources externes spécialisées comme la CDP ou Trucost :

Our work with sustainability data draws on statistics and data concerning countries and sectors, and company level data on specific topics such as corruption, executive pay, greenhouse gas emissions, [...] Biodiversity [...] Greenhouse gas emissions [...] Climate change [...] Deforestation [...] Green revenue [...] Waste [...] Water [...] technological innovations [...] evolving consumer preferences. (NBIM, 2018b, p. 58-59)

Cette structuration vise à appuyer les décisions d'investissement sur des bases mesurables et comparables et matérielles : « *We concentrate on issues that we believe may have a material effect on the fund's financial value. In our analyses, we need quantitative data on environmental, social, and governance issues.* » (NBIM, 2018b, p. 58). NBIM reconnaît toutefois les limites de couverture des données autodéclarées, ce qui l'incite à renforcer sa collaboration avec les fournisseurs.

La stratégie de suivi repose sur des évaluations par secteur à risque élevé (ex. : énergie, immobilier, finance), selon des grilles d'indicateurs thématiques. En 2017, NBIM a évalué 1 701 entreprises sur le climat et 600 sur la gestion de l'eau, en se fondant sur des critères tels que la gouvernance, la stratégie, la gestion des risques et la performance environnementale : « *The companies were measured against five main indicators. These were transparency on governance around climaterelated risks and opportunities, strategy, risk management, performance reporting and realised emission reductions.* » (NBIM, 2018b, p. 53). Des écarts significatifs apparaissent entre les secteurs, révélant des niveaux de maturité ESG variables : « *The number of companies that published analyses of exposure to climate risk ranged from 32 percent in the real estate sector to 54 percent in the chemicals sector.* » (NBIM, 2018b, p. 53).

NBIM ne se limite pas à l'analyse statique des émissions; il développe des approches comparatives, notamment par secteur, pour suivre l'intensité carbone du portefeuille: « *Our analysis shows that the equity portfolio's carbon intensity is five percent less than that of the reference index.* » (NBIM, 2018b, p. 61). L'utilisation d'indicateurs normalisés, comme les émissions par million de dollars de revenus, permet de suivre les tendances, y compris lorsque des variations de marché (ex. : baisse des revenus dans les secteurs pétrolier ou minier) affectent les résultats : « *[...] a decrease in revenues can result in a higher emission intensity at the individual company level, even when company emissions have decreased on an absolute basis.* » (NBIM, 2018b, p. 61).

Elle étend cette logique au portefeuille obligataire, reconnaissant les limites méthodologiques dans ce domaine : « *[...] we have chosen to calculate the corporate bond portfolio's exposure to carbon-intensive sectors and companies and compared this to that of the reference index's exposure.* » (NBIM, 2018b, p. 63).

Enfin, l'analyse des risques climatiques intègre une distinction entre risques physiques (inondations, vagues de chaleur...) et risques de transition (réglementation, prix du carbone...), pour guider la gestion des risques à long terme : « *[...] we sought to expand our understanding of climate-related risk in the portfolio in the form of physical risk and transition risk.* » (NBIM, 2018b, p. 60).

En 2020, NBIM a nettement consolidé ses capacités d'évaluation et de suivi des enjeux ESG en adoptant une approche systématique, intégrée et multiscalaire. Cette stratégie repose sur le renforcement des pratiques d'évaluation par indicateurs, l'expansion de la couverture sectorielle et géographique, et la quantification rigoureuse des risques climatiques à l'échelle du portefeuille. NBIM s'appuie sur une démarche d'analyse rigoureuse fondée sur des batteries d'indicateurs ESG, appliquées à un large éventail de thématiques : « *In 2020, we conducted a total of 4,158 assessments of companies' reporting. We assessed the reporting of 1,521 companies on climate change, [...] 500 on water management, [...] 250 on ocean sustainability, 249 on deforestation [...]* » (NBIM, 2021b, p. 52). Pour chaque thématique, NBIM applique une grille précise d'indicateurs, allant de la gouvernance à la stratégie, en passant par la gestion des risques et les indicateurs de performance :

The indicators we looked at included the role of the board, processes for addressing climate risk and opportunities, use of climate scenario planning policies on lobbying, climate metrics such as greenhouse gas emissions and reduction targets, and whether reporting complied with the recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). (NBIM, 2021b, p. 59)

Ces évaluations ne sont pas purement déclaratives car elles permettent d'identifier les pratiques faibles et les lacunes en vue d'un suivi actif.

NBIM élargit sa couverture aux secteurs à forte exposition ESG et aux marchés émergents, tout en affinant sa détection des risques : « *We also conducted an assessment of sustainability risks in the externally-managed portfolios. In 2020 the assessment covered more than 1300 companies in emerging markets. We map sustainability risks at companies in high-risk sectors across the portfolio.* » (NBIM, 2021b, p. 75). Un système de veille est mis en place pour surveiller en continu les incidents majeurs, comme la pollution, la corruption ou la déforestation : « *[...] we have tools for monitoring companies associated with serious sustainability incidents.* » (NBIM, 2021b, p. 75). Les entreprises dans lesquelles NBIM détient des participations importantes font l'objet d'un suivi renforcé.

En matière climatique, NBIM applique des méthodes normalisées (TCFD, CDP, Trucost) pour quantifier les émissions des portefeuilles. L'intensité carbone est aussi calculée afin de comparer les performances sectorielles : « *The companies in our equity portfolio emitted around 133 tonnes of CO₂ -equivalents for every million US dollars of revenue. This is referred to as the equity portfolio's carbon intensity.* » (NBIM, 2021b, p. 73). NBIM intègre aussi dans ses évaluations sectorielles l'analyse des émissions indirectes de portée 3, ou émissions dans les chaînes de valeurs, des entreprises dans lesquelles elle investit : « *[...] we began to analyse emissions in the value chains of all of the companies in the portfolio, known as Scope 3 emissions.* » (NBIM, 2021b, p. 73). Cette approche est complétée par des analyses de scénarios climatiques (1,5°C, 2°C, 3°C) pour tester la résilience du portefeuille jusqu'en 2032.

En 2023, NBIM franchit une nouvelle étape dans l'évaluation et le suivi des enjeux ESG en mettant en œuvre une surveillance multiscalaire, en temps réel et pilotée par les données. L'investisseur affirme : « *We identify ESG risks across all companies in the portfolio and benchmark using a variety of risk monitoring processes.* » (NBIM, 2024b, p. 48). Il démontre ainsi sa volonté d'appliquer une vigilance systématique à l'ensemble de son univers d'investissement. Cette approche s'appuie sur un dispositif de veille quotidienne des controverses, permettant de capter les signaux faibles et les impacts sociétaux émergents. Il est précisé que : « *Daily ESG risk monitoring [...] provides insights into how companies' practices impact society, how stakeholders react to or perceive corporate practices, and the potential financial impacts on the companies themselves.* » (NBIM, 2024b, p. 50). Cette veille a permis à NBIM d'identifier 124 entreprises associées à des incidents ESG majeurs cette même année.

L'analyse prospective constitue également un pilier de cette stratégie. NBIM affine son modèle d'évaluation des expositions au risque ESG en l'adaptant aux combinaisons pays-secteurs : « *In 2023, we updated our model for assessing companies' exposure to ESG risks based on their country- and sector classifications.* » (NBIM, 2024b, p. 49). Cette modélisation avancée permet à NBIM de filtrer rigoureusement les nouvelles entrées dans l'indice de référence; ainsi, parmi 1 048 entreprises analysées, 317 ont été identifiées comme à risque élevé et 263 placées sous surveillance interne.

En parallèle, l'investisseur approfondit son suivi des engagements climatiques des entreprises. Il identifie les cibles net zéro à l'horizon 2050 comme des indicateurs clés : « *Companies' net zero targets are a key metric to evaluate their preparedness for the transition to a low carbon economy. We analyse net zero targets to better understand their quality.* » (NBIM, 2024b, p. 36). À l'échelle de son portefeuille, 68 % des émissions financées sont couvertes par ces engagements climatiques. NBIM croise ces données avec des référentiels reconnus comme CRREM et fournit une ventilation sectorielle et géographique des réductions d'émissions : « *We break down the emission reductions per sector and disclose contribution by sector and geography to be transparent about our progress.* » (NBIM, 2024b, p. 44).

La structuration du suivi est renforcée par la mise en œuvre d'un nouvel outil de traçabilité des engagements: « *We implemented a new engagement tracking solution to improve our analysis, monitoring of engagements and progress* ». Ce système permet d'objectiver les progrès réalisés et d'assurer une continuité stratégique dans les actions de suivi ESG : « *We track all answers, meetings and other activities, and evaluate the companies' response [...] to measure the impact of our engagement efforts.* » (NBIM, 2024b, p. 67).

Résumé

NBIM développe dès 2017 des capacités de suivi et d'évaluation fondées sur une collecte de données ESG combinant sources internes et externes. Cette collecte couvre une diversité de thématiques, allant des émissions de GES à la déforestation et à la biodiversité, avec un accent porté sur les enjeux susceptibles d'avoir un effet matériel sur les portefeuilles. L'objectif principal de ces analyses est l'identification des risques associés. En matière climatique, l'investisseur suit l'intensité carbone de son portefeuille en la comparant à un indice de référence, principalement pour les actions cotées, tout en amorçant l'application de ce suivi au portefeuille obligataire.

En 2020, ces capacités sont considérablement renforcées. L'analyse ESG est approfondie, le climat demeurant un axe prioritaire mais désormais mis en relation avec d'autres facteurs tels que la gestion de l'eau, la déforestation et le développement durable des océans. L'évaluation repose sur une grille structurée d'indicateurs ESG et s'aligne sur les recommandations de la TCFD. NBIM met également en place un système de veille visant à suivre les incidents, notamment en matière de climat et de déforestation. Pour la quantification des émissions, l'investisseur s'appuie sur des normes reconnues et sur des scénarios climatiques, consolidant ainsi la robustesse de ses évaluations.

En 2023, NBIM franchit un nouveau seuil en mettant en place un suivi en temps réel des données ESG couvrant l'ensemble des entreprises de son portefeuille, adossé à un système de veille plus sophistiqué. L'évaluation des risques ESG gagne en granularité grâce à une articulation avec des facteurs géographiques et sectoriels. Par ailleurs, la présence ou non d'engagements de carboneutralité dans les entreprises investies fait désormais l'objet d'un suivi systématique. Les données d'émissions sont croisées avec des référentiels reconnus, et l'importance croissante des engagements climatiques des entreprises conduit NBIM à développer un outil spécifique destiné à en assurer le suivi.

6.5.3 CalSTRS

En 2017, CalSTRS initie un renforcement méthodique de ses capacités d'évaluation en matière de durabilité en intégrant progressivement les principes ESG dans ses processus internes. Cette évolution s'opère par la gestion active de fonds durables, mais aussi par l'introduction d'un *Low Carbon Index* au sein du portefeuille global d'actions : « [...] *Low Carbon Index within the Global Equity Portfolio*. » (CalSTRS, 2017a, p. 110). L'objectif affiché est clair : inscrire les facteurs ESG dans une logique de stratégie à long terme tout en recherchant une surperformance face aux indices traditionnels.

L'investisseur développe aussi des stratégies bas carbone en gestion interne, avec un pilotage mesurable de l'exposition aux risques climatiques. Elles reposent sur des indices créés pour minimiser l'empreinte carbone des portefeuilles, en réduisant notamment l'exposition aux émissions de GES et aux réserves de combustibles fossiles. En les adoptant, CalSTRS se dote d'un levier technique lui permettant d'orienter progressivement ses placements vers une trajectoire compatible avec les exigences d'une économie décarbonée : « *The sustainability funds integrate sustainability factors into their long-term investment strategy to deliver market outperformance*. » (CalSTRS, 2017a, p. 110). Cette démarche traduit une volonté d'objectiver le suivi des risques environnementaux par des instruments de mesure intégrés à la gestion.

Trois ans plus tard, en 2020, CalSTRS renforce cette dynamique par la mise en œuvre d'un plan structurant à l'échelle de l'institution, le *Low-Carbon Transition Work Plan*, qui avait été adopté dès 2019. Cette feuille de route a pour but de « [...] *reducing risk and identifying opportunities to expand investments in low-carbon solutions.* » (CalSTRS, 2020b, p. 31), en évaluant les risques systémiques liés au changement climatique et en les intégrant dans une logique d'allocation dynamique du capital. L'enjeu est stratégique car la transition est perçue comme un déterminant essentiel de la rentabilité future, d'où la volonté explicite de « [...] *assessing transition readiness for each investment asset class [...]* » (CalSTRS, 2020a, p. 11), autrement dit, d'évaluer la résilience des différentes classes d'actifs face aux mutations économiques et réglementaires en cours.

La continuité de ce suivi est assurée par des cycles réguliers d'actualisation, comme l'indique l'annonce : « *An update scheduled for 2021 will continue to focus on our Low-Carbon Transition Work Plan [...]* » (CalSTRS, 2020b, p. 33). Cette planification récurrente traduit une volonté de suivi itératif et d'apprentissage progressif face aux dynamiques de transition.

Parallèlement, CalSTRS élargit sa capacité de suivi aux enjeux ESG plus généraux en développant les *Sustainable Investment and Stewardship Strategies*, qui jouent un rôle structurant dans la gouvernance ESG du portefeuille actions : « [...] *included in the Public Equity asset class, they are classified as alternative investments on the financial statements due to their structure.* » (CalSTRS, 2020a, p. 63). CalSTRS combine ainsi des stratégies ciblées et des co-investissements sur les marchés nord-américains, européens et asiatiques. Leur valorisation repose sur une approche fondée sur la *Net Asset Value*, avec une précision méthodologique : « *The general partners obtain prices for their holdings in a manner similar to that described above for equity securities.* » (CalSTRS, 2020a, p. 80). Cette sophistication révèle d'une montée en compétence technique dans l'évaluation croisée des dimensions financières et extra-financières.

Enfin, CalSTRS poursuit sa trajectoire d'intégration ESG à long terme en soutenant le développement de fonds dédiés au développement durable ayant pour ambition explicite de : « [...] *integrate ESG factors into their long-term investment strategy to deliver market outperformance.* » (CalSTRS, 2020a, p. 109). Cela confirme que l'intégration ESG ne se limite pas à une conformité de principe, mais s'inscrit au cœur de la stratégie de performance de l'investisseur.

En 2023, CalSTRS franchit un cap important dans ses capacités d'évaluation en articulant ses efforts autour d'un objectif explicite de neutralité carbone : « [...] *Net zero investment portfolio by 2050 or sooner to*

guard against the worst impacts of climate change [...] » (CalSTRS, 2023a, p. 8). Dans cette optique, l'investisseur intègre des scénarios climatiques dans son modèle d'analyse actif-passif, s'appuyant notamment sur les projections de la NGFS. L'intégration de ces données vise à aider l'évaluation des risques de la transition bas carbone : « *[...] help assess risks of the low-carbon transition.* » (CalSTRS, 2023b, p. 27) en contextualisant les portefeuilles face aux risques de transition dans une perspective systémique.

Pour appuyer ce changement d'échelle, CalSTRS mène une étude approfondie sur les effets de la transition bas carbone sur les entreprises et les portefeuilles, cherchant à identifier à la fois les risques émergents et les opportunités d'investissement soit : « *[...] a comprehensive study on how the transition to a low-carbon economy impacts companies and investment portfolios by creating risks and opportunities.* » (CalSTRS, 2023b, p. 26). Cette démarche marque un renforcement significatif des capacités d'analyse stratégique, fondées sur une compréhension prospective des transformations sectorielles.

En matière de gestion active, l'investisseur mobilise dans son portefeuille public une stratégie bas carbone fondée sur un indice propriétaire, conçu comme outil miroir : « *[...] mirror the characteristics of the broad market but with significantly lower exposure to carbon emissions.* » (CalSTRS, 2023a, p. 106). Ce choix permet une diversification cohérente tout en respectant les objectifs climatiques. Du côté du portefeuille privé, CalSTRS identifie 12 opportunités d'investissement dans des solutions bas carbone, réparties entre co-investissements avec les actions privées (*Private Equity*) et fonds spécialisés. Cette répartition couvre un éventail de profils de risque et de rendement, illustrant la volonté de combiner performance financière et alignement climatique de manière différenciée.

Résumé

CalSTRS amorce dès 2017 le développement de ses capacités d'évaluation et de suivi en intégrant un indice bas carbone à son portefeuille d'actions et en adoptant des stratégies alignées sur la décarbonation, assorties de mécanismes de suivi mesurables face aux risques climatiques.

En 2020, l'investisseur franchit une étape supplémentaire avec l'adoption d'un plan de transition bas carbone visant une évaluation systématique des risques climatiques afin de guider l'allocation de capital. Parallèlement, il élabore des stratégies d'intendance et de développement durable qui renforcent les capacités de suivi, notamment dans le portefeuille d'actions, en intégrant explicitement ces dimensions dans la valeur nette de l'actif. La création de fonds spécifiquement dédiés au développement durable vient consolider ces dispositifs.

En 2023, CalSTRS formalise son ambition en établissant des cibles explicites de carboneutralité et en intégrant de nouveaux outils analytiques, dont des scénarios climatiques issus d'initiatives internationales de premier plan pour affiner le suivi des risques de transition. L'investisseur mène également des études spécialisées dans ce domaine et poursuit l'utilisation de son indice bas carbone interne, qui est désormais élargi au portefeuille privé, témoignant d'une généralisation progressive de ses capacités de suivi et d'évaluation à l'ensemble de ses actifs.

6.5.4 NYSCRF

En 2017, NYSCRF renforce ses capacités d'évaluation et de suivi ESG en ancrant sa politique d'investissement dans une logique de long terme. Le *Corporate Governance Program* est ainsi présenté comme un levier de création de valeur durable, fondé sur un engagement explicite envers les principes ESG : « *The Corporate Governance Program is designed to enhance long-term value through a commitment to ESG and a strategic focus on sustainability, diversity, and accountability.* » (NYSCRF, 2018, p. 4). Cet engagement se traduit par une attention spécifique portée aux enjeux environnementaux, notamment, qui sont perçus comme des risques potentiels pour la réputation et la stabilité des entreprises en portefeuille : « *Human rights controversies concerning environmental and labor policies [...] can cause significant legal and reputational harm to the Fund's portfolio companies.* » (NYSCRF, 2018, p. 22).

L'investisseur développe également des dispositifs techniques pour suivre ces enjeux, notamment par des analyses annuelles de l'empreinte carbone. Cela permet d'identifier les émetteurs à fortes émissions de GES, considérés comme présentant « [...] *one of the greatest climate-related risks to the portfolio [...]* » (NYSCRF, 2018, p. 15), notamment lorsque leurs stratégies de réduction sont jugées incompatibles avec l'objectif des 2°C. Dans cette optique, le fonds confirme sa volonté de maintenir un suivi régulier : « *The Fund will continue to assess climate risk in the global equities portfolio by performing carbon footprint analysis annually.* » (NYSCRF, 2017, p. 89). En parallèle, NYSCRF poursuit l'intégration des évaluations climatiques entamée dès 2015 avec Mercer, afin de renforcer son approche prospective des risques.

Ces capacités d'évaluation ne se limitent pas aux entreprises détenues, mais visent aussi la gestion interne du portefeuille. Un cadre de gestion des risques ESG est mis en place pour sélectionner des gestionnaires externes, « [...] *developing a risk management framework to guide due diligence in evaluating external managers' ESG policies and performance.* » (NYSCRF, 2017, p. 89).

Enfin, les considérations ESG deviennent obligatoires dans les notes d'investissement soumises au comité interne, renforçant leur prise en compte dans les processus décisionnels : « *This information [ESG information] is now required in investment memos and help guide ESG discussions within the Fund's Internal Investment Committee (IIC) meetings.* » (NYSCRF, 2017, p. 89).

En 2020, NYSCRF poursuit la consolidation de ses capacités d'évaluation en systématisant l'intégration des facteurs ESG à l'ensemble de ses classes d'actifs. Il précise que les « *Risk assessments that evaluate material ESG factors are systematically applied across all asset classes.* » (NYSCRF, 2020, p. 94), signalant un élargissement des pratiques de suivi, y compris dans la sélection des gestionnaires externes : « *Due diligence of external managers includes an assessment of their ESG policies.* » (NYSCRF, 2020, p. 94).

Le fonds se munit également d'outils sectoriels, comme l'évaluation de la performance environnementale de ses actifs immobiliers, dont une part importante est certifiée selon le standard LEED : « *[...] many of the Fund's real estate assets are Leadership in Energy and Environmental Design (LEED)-certified [...]* » (NYSCRF, 2020, p. 87). L'évaluation ESG devient ainsi une composante de la gestion d'actifs, intégrée dans la gouvernance stratégique via la *Corporate Governance Program*, chargé d'identifier les risques matériels dans les portefeuilles, notamment liés au climat, à l'usage des ressources ou à la gestion des déchets.

La transition climatique reste au cœur des priorités. L'évaluation de l'intensité carbone pondérée de ses actions cotées est utilisée pour identifier les risques de transition, tout en reconnaissant que cette mesure ne permet pas d'anticiper les évolutions futures, « *[...] does not capture trends over time or the future direction of companies.* » (NYSCRF, 2020, p. 97). NYSCRF reconnaît les limites des données disponibles, notamment sur les émissions de type portée 3 : « *The Fund also recognizes the significance of Scope 3 emissions as a risk metric in investment analyses, but faces challenges in assessing these emissions due to the limited availability of accurate data.* » (NYSCRF, 2020, p. 97).

En 2023, l'investisseur poursuit le renforcement de ses dispositifs de suivi, tout en centrant davantage son attention sur la transition climatique. L'intégration transversale des facteurs ESG est réaffirmée, en précisant que les « *Risk assessments that evaluate material ESG factors are systematically applied across all asset classes.* » (NYSCRF, 2023, p. 104), y compris dans la gestion déléguée. La vérification diligente ESG des gérants externes est adaptée selon les spécificités de chaque classe d'actifs : « *Due diligence of external managers includes an assessment of their ESG policies, which are customized for each asset class.* » (NYSCRF, 2023, p. 104).

Le fonds renforce également la structuration de son action climatique en s'appuyant sur un plan d'action vers la neutralité carbone à horizon 2040. Il fixe un objectif intermédiaire d'alignement à 50 % avec un scénario à 1,5 degrés Celsius d'ici 2030 : « *To measure the Fund's progress towards net zero, the Fund set an interim goal of attaining 50 percent alignment with a 1.5-degree scenario by 2030.* » (NYSCRF, 2023, p. 107). Il positionne la transition comme une opportunité stratégique majeure : « *[...] prudently plan for a low-carbon future are seizing a business opportunity at the scale of the industrial revolution that's moving at the speed of the digital revolution.* » (NYSCRF, 2024, p. 7). Il anticipe cependant les conséquences d'une action insuffisante : « *The Fund expects to see greater physical risks in the long run if the world fails to limit temperature rise.* » (NYSCRF, 2023, p. 105).

Enfin, l'investisseur applique des critères sectoriels pour évaluer la résilience climatique des entreprises à fort impact, selon des standards précis intégrant la gouvernance, la gestion des risques ou la qualité de la divulgation, en cohérence avec les recommandations de la TCFD. L'intensité carbone pondérée des actions cotées continue d'être mesurée à partir des émissions de portée 1 et 2 : « *Annual average weighted emissions intensity assessment of public equity holdings (including Scope 1 and 2 greenhouse gas emissions).* » (NYSCRF, 2023, p. 107). Ces efforts témoignent d'un pilotage toujours plus fin des risques climatiques à l'échelle du portefeuille.

Résumé

NYSCRF a commencé à développer ses capacités de suivi dès 2017, en fixant sa stratégie d'investissement dans le long terme demandant l'intégration de divers facteurs dont l'environnement. Il fait un suivi annuel de l'empreinte carbone notamment permettant d'identifier les entreprises émettrices et suit aussi leur plan de réduction des émissions. Le fonds continue ses évaluations climatiques avec un tiers pour mieux les intégrer. Il se munit d'un cadre de gestion des risques ESG pour sélectionner les gestionnaires externes et les notes ESG sont exigées lors de la soumission d'investissements au comité d'investissement.

En 2020, l'intégration des facteurs ESG présentant un risque matériel est désormais systématisé à toute les classes d'actifs et le suivi en matière d'ESG auprès des gestionnaires externes est renforcé. La gouvernance est aussi intégrée afin d'identifier les risques ESG matériels notamment liés au climat, à l'usage des ressources ou à la gestion des déchets. Pour ses actions cotés, il pondère leur intensité carbone pour identifier les risques de transition et un suivi des actifs immobilier certifiés est entamé.

Enfin, en 2023, l'investisseur continue de mettre de l'avant le fait qu'il applique systématiquement l'intégration des facteurs ESG à travers toutes les classes d'actifs, tout comme pour les gestionnaires externes adaptés à chaque classe d'actifs. L'élaboration de son plan vers la neutralité carbone lui demande un suivi rigoureux de la résilience climatique des actifs à fort impact mais aussi de l'empreinte carbone de portée 1 et 2 de tous les actifs en se basant sur la TCFD.

6.5.5 CDPQ

En 2017, CDPQ amorce un virage stratégique structurant en intégrant les enjeux environnementaux au cœur de sa gestion de portefeuille. L'organisation annonce un objectif climatique clair : « [...] *we have committed to reducing the carbon footprint per dollar invested (carbon intensity) of our portfolio by 25% by 2025.* » (CDPQ, 2017b, p. 11). Pour atteindre cette cible, elle met en œuvre un dispositif de pilotage rigoureux reposant sur des budgets carbones attribués à chaque portefeuille : « *These annual limits set a maximum volume of greenhouse gas (GHG) emissions allowable for a given portfolio.* » (CDPQ, 2017b, p. 11). Ces plafonds sont intégrés dans les plans stratégiques des gestionnaires de portefeuille, traduisant une volonté d'aligner les outils de gestion internes avec les ambitions climatiques.

CDPQ affirme également que les risques liés au climat sont intégrés à tous les niveaux d'analyse et de décision : « [...] *with every investment decision, portfolio review or decision with regard to its composition.* » (CDPQ, 2017b, p. 15). Elle distingue ces risques selon les horizons temporels, à court terme, ils sont essentiellement règlementaires ; à moyen terme, ils sont « [...] *technological, regulatory or related to carbon pricing [...]* » (CDPQ, 2017b, p. 14); et à long terme, ils concernent les secteurs les plus émetteurs.

L'organisation affirme conduire des révisions régulières de ses portefeuilles afin de « [...] *monitor risks and analyze the mitigation measures taken by portfolio companies.* » (CDPQ, 2017b, p. 15), ce qui reflète un renforcement des capacités internes de suivi. Cette dynamique s'inscrit dans un alignement avec les recommandations de la TCFD, à travers la publication d'indicateurs précis : « *Our main metrics are the carbon intensity (tCO₂e per million dollars [invested]) [...] and the volume invested in low carbon investments (in billion of dollars).* » (CDPQ, 2017b, p. 15). La granularité de l'approche est également soulignée : « *Our carbon intensity reduction targets are broken down by portfolio based on asset class, investment horizon and investment sector.* » (CDPQ, 2017b, p. 15).

Les enjeux ESG, au-delà du climat, sont pleinement intégrés dans la stratégie d'investissement : « *From analyzing a potential investment to long-term participation in the governance of companies in our portfolio, ESG issues are integrated into all our decisions.* » (CDPQ, 2017b, p. 26). Ce déploiement repose autant sur la collaboration avec les équipes d'investissement que sur un suivi actif des entreprises : « *[...] discussions with companies to encourage them to improve their practices.* » (CDPQ, 2017b, p. 26).

Enfin, CDPQ structure également ses attentes ESG auprès des gestionnaires externes : « *All potential external managers and those with contracts up for renewal completed la Caisse's questionnaire on integrating ESG factors.* » (CDPQ, 2017b, p. 43). Ces démarches s'accompagnent d'échanges constructifs : « *Conversations [...] to discuss their results.* » (CDPQ, 2017b, p. 43).

En 2020, CDPQ affirme avoir atteint une étape clé dans la mise en œuvre de sa stratégie climatique : « *In 2020, CDPQ exceeded the targets we set when unveiling our climate strategy [...]* » (CDPQ, 2020b, p. 14). Cette réussite marque la fin d'un premier cycle, avec une volonté de relancer la dynamique en l'orientant davantage vers le soutien actif à la transition : « *In the coming months, we will be resetting our low-carbon investment targets to focus more on assets that support the transition.* » (CDPQ, 2020b, p. 3). L'organisation réaffirme également son horizon d'action à long terme : « *Our target is still tied to our goal of achieving a carbon neutral portfolio by 2050 [...]* » (CDPQ, 2020b, p. 3).

Le dispositif de pilotage fondé sur des budgets carbone demeure central : « *To ensure that we achieve our carbon intensity reduction targets, we use "carbon budgets" for each of our portfolios.* » (CDPQ, 2020b, p. 16). Ces budgets sont intégrés dans la planification annuelle des gestionnaires, qui doivent les respecter tous les ans : « *[...] ensure that they are respected by measuring the carbon footprint of their investment decisions throughout the year.* » (CDPQ, 2020b, p. 16).

Cette approche s'appuie sur une gouvernance rigoureuse : « *All potential investments are carefully analyzed by various committees which include CDPQ executives, notably the Investment-Risk Committee. This process allows us to continuously monitor our climate targets [...]* » (CDPQ, 2020b, p. 16). L'organisation communique de manière transparente ses résultats : « *The carbon intensity of our total portfolio decreased by 38% compared to our 2017 starting point.* » (CDPQ, 2020b, p. 20). Cette baisse attribuée à l'acquisition d'actifs sobres et à la cession d'actifs plus émetteurs : « *[...] disposing of higher carbon-intensity assets.* » (CDPQ, 2020b, p. 20).

Le portefeuille bas carbone atteint 36 milliards \$ CA en 2020, soit doublant ce dernier depuis 2017 : « [...] *double the value of our investments compared to 2017.* » (CDPQ, 2020b, p. 17), dépassant l'objectif initial de 32 milliards \$ CA. Cette progression repose sur une infrastructure analytique robuste comptant près de 400 analyses ESG : « *355 total ESG analyses performed in 2020.* » (CDPQ, 2020b, p. 34), ainsi que sur un traitement intégré des risques de transition : « [...] *addressed in specific sections of the investment approval and reporting documents [...]* » (CDPQ, 2020b, p. 48).

L'organisation souligne que cette intégration ESG dépasse la sélection initiale : « *Each day, we assess the quality of our investments in light of targeted returns as well as rigorous sustainability criteria.* » (CDPQ, 2020b, p. 2). Elle affirme également que : « *Having a more comprehensive understanding of ESG factors has a significant impact on this key aspect of the decision-making process.* » (CDPQ, 2020b, p. 9).

En 2023, CDPQ consolide son cadre méthodologique par des outils robustes et reconnus. Elle renforce notamment sa capacité à évaluer les gestionnaires et les actifs à travers une grille harmonisée, intégrant des critères ESG dont le climat, dans une optique de comparabilité et de transparence : « *Our teams have worked to improve our methodology for rating external managers. It involves a grid used to assess their maturity according to various ESG factors, including climate [...]* » (CDPQ, 2023b, p. 9). Cette grille vient appuyer un système de notation qui s'aligne sur les standards de la NZAOA et de la PCAF. La rigueur est donc institutionnalisée, tout en tenant compte des limites : « [...] *data on their Scope 3 emissions are either unavailable or not sufficiently reliable to be included in our calculations.* » (CDPQ, 2023b, p. 50).

Ensuite, cette capacité d'évaluation s'intègre directement à la prise de décision via la continuité de budgets carbone pour chaque portefeuille : « *All our portfolio managers are required to incorporate them into their investment decisions, on equal footing with their performance objectives.* » (CDPQ, 2023b, p. 129). Ce pilotage est soutenu par des processus de suivi rigoureux et des mécanismes de gouvernance transversale. L'évaluation est aussi réactive, comme en témoigne la mise en œuvre d'un protocole d'escalade en cas d'enjeu critique : « *We can then make an informed decision and enter into discussions with the company to implement the mitigation measures needed to address the issue.* » (CDPQ, 2023b, p. 92).

Enfin, CDPQ développe une capacité d'anticipation en intégrant les risques physiques et systémiques à long terme dans son évaluation. En 2023, elle a mené une modélisation pionnière des effets macroéconomiques d'un choc climatique dans un pays où elle détient des actifs, illustrant ainsi un virage vers une évaluation prospective : « *The results highlighted both the vulnerability and resilience of asset*

valuations based on their specificity following a macroeconomic shock resulting from a climate event, and deepened our understanding of how a climate shock moves through a country's economy. » (CDPQ, 2023b, p. 124). L'approche se structure selon trois horizons temporels (court, moyen, long terme) qui permettent une lecture différenciée des risques de transition, des dynamiques sectorielles et de la capacité d'adaptation des entreprises. Au croisement de ces dynamiques se dessine une tendance forte, l'évaluation devient une infrastructure stratégique qui dépasse sa fonction initiale de mesure.

Résumé

Dès 2017, CDPQ augmente ses capacités d'évaluation et de suivi en établissant un suivi des budgets carbone par portefeuille et en évaluant les risques climatiques à chaque décision d'investissement. Elle commence alors à faire des révisions récurrentes des portefeuilles pour suivre les mesures d'atténuation climatique des entreprises qui, selon les recommandations de la TCFD, prennent en compte l'intensité carbone et le volume d'investissement dans des actifs bas carbone. Les enjeux ESG sont aussi intégrés et évalués à tous les stades d'investissement. Elle suit aussi les pratiques ESG de ses gestionnaires externes.

En 2020, elle veut passer d'un suivi des actifs bas carbone à un suivi de la valorisation des actifs contribuant à la transition en réaffirmant sa nature long terme. Le suivi des budgets carbone par portefeuille reste central et le suivi des cibles climatiques est également assuré par une révision des investissements au plus haut niveau. Des analyses ESG sur diverses entreprises du portefeuille sont réalisées pendant l'année.

Enfin, en 2023, l'investisseur renforce ses capacités d'évaluation et de suivi ESG et climatique des gestionnaires externes en s'appuyant sur des normes reconnues alors qu'il continue de déployer ses budgets carbone. De plus, il réalise un suivi des enjeux ESG auprès des entreprises. Enfin, CDPQ a élaboré la modélisation d'effets climatiques sur des régions géographiques.

6.5.6 Investissements RPC

En 2017, Investissements RPC pose les bases d'un dispositif structuré d'évaluation et de suivi des enjeux ESG et climatiques, avec une approche transversale à l'échelle de l'organisation. L'investisseur adopte une logique systémique dans laquelle le changement climatique est intégré au cadre de gestion des risques : *« We take a comprehensive approach that integrates climate change considerations into our risk framework across relevant investment activities to build long-term investment value. »* (CPPIB, 2017a, p. 15). Cette orientation stratégique est incarnée par la création d'un groupe de travail transversal, le *Climate*

Change Working Group, rassemblant des représentants de chaque département d'investissement afin d'harmoniser les pratiques à travers l'organisation : « [...] *cross-departmental Climate Change Working Group (CCWG) [...] with representatives from each investment department [...]* » (CPPIB, 2017a, p. 56).

Au-delà du climat, les enjeux ESG occupent une place centrale dans les capacités de suivi. L'organisation met en œuvre un processus de suivi semestriel rigoureux pour tous les actifs détenus en direct, incluant l'évaluation des facteurs ESG : « *Relevant ESG factors are monitored via CPPIB's regular semi-annual monitoring processes for all direct assets.* » (CPPIB, 2017a, p. 37). Ce suivi est particulièrement renforcé pour les portefeuilles de marchés publics grâce à des rapports ESG qui sont perçus comme importants : « *An important tool for evaluating ESG factors in Public Market Investments.* » (CPPIB, 2017a, p. 31).

Des dispositifs spécifiques soutiennent cette approche. Le groupe *Portfolio Value Creation*, dédié à la création de valeur, est mobilisé pour intégrer le suivi ESG dans la résolution proactive de problèmes de gouvernance ou de durabilité. L'analyse ESG s'étend aussi à la gestion déléguée, les équipes responsables des partenaires de marché privé doivent inclure les enjeux ESG dans les exercices des vérification diligentes : « [...] *EPM deal teams are required to consider ESG matters and stewardship activities in the course of due diligence for all investment opportunities.* » (CPPIB, 2017a, p. 43).

Dans l'immobilier, l'organisation se dote de référentiels externes reconnus pour évaluer l'engagement ESG de ses partenaires. Elle affirme ainsi qu'elle suit ses partenaires avec la GRESB : « [...] *our existing partners' participation in the Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) [...]* » (CPPIB, 2017a, p. 41), et il s'appuie également sur d'autres standards tels que la CDP pour assurer une évaluation robuste.

En 2020, Investissements RPC a renforcé ses capacités d'évaluation et de suivi des enjeux ESG et climatiques en développant une infrastructure stratégique, articulée autour de trois dynamiques interdépendantes : la construction d'outils méthodologiques robustes, l'intégration de ces outils aux pratiques de gestion et l'anticipation des risques par des analyses prospectives.

D'abord, l'organisation a considérablement investi dans le développement d'outils internes de mesure et d'analyse ESG. L'équipe *Sustainable Investing* (SI) a notamment conçu une base de données ESG propriétaire, permettant un suivi structuré et granulaire de l'information ESG des entreprises : « *SI recently built a bespoke database to systematically and comprehensively measure and monitor ESG information, enabling a more data-centric and dynamic approach to our integration efforts.* » (CPPIB, 2020b, p. 20).

Cette base est alimentée par des rapports internes, des données publiques et l'analyse automatisée d'informations en ligne, contribuant à une meilleure capacité d'identification des risques matériels dès la phase de diligence : « [...] *these reports let teams allocate more time to research specific factors that are relevant to the investment.* » (CPPIB, 2020b, p. 20).

Par la suite, ces capacités d'évaluation ont été intégrées aux pratiques de gestion d'actifs, aussi bien en amont qu'en aval du processus d'investissement. Lors de la sélection d'actifs, Investissements RPC utilise un questionnaire ESG détaillé à destination des gestionnaires externes et partenaires : « *CPP Investments requires General Partners (GPs) and external managers to complete an ESG questionnaire at the start of a new relationship. GPs are evaluated on how they integrate ESG considerations into policies and processes, due diligence, monitoring and reporting, and their commitment to providing resources for those activities.* » (CPPIB, 2020b, p. 21) avec un suivi annuel, « [...] *respond annually to monitoring questions that capture updates or changes to existing ESG processes.* » (CPPIB, 2020b, p. 21).

Une fois l'investissement réalisé, des pratiques de suivi rigoureuses sont mises en œuvre, incluant des processus semestriels dans lesquels l'équipe SI accompagne les équipes d'investissement : « [...] *direct investment in a private asset, we actively monitor ESG risks and opportunities over the life cycle of the investment, particularly focusing on any factors identified during the diligence process.* » (CPPIB, 2020b, p. 21) et « [...] *our SI and investment teams work with them to provide advice based on best practices and our expertise.* » (CPPIB, 2020b, p. 21).

Cette intégration concerne également l'immobilier, avec un suivi des certifications environnementales (GRESB, LEED) : « *Our total Real Estate portfolio has a GRESB participation rate of 86% by equity carrying value.* » (CPPIB, 2020b, p. 21) ou « *Today, our 25-country portfolio has a total of 309 green-certified buildings. This includes 112 LEED-certified buildings, with 15 earning the LEED Platinum (highest level) certification and 61 earning LEED Gold certification.* » (CPPIB, 2020b, p. 27).

Enfin, l'organisation s'est distinguée par le développement d'une capacité prospective avancée en matière de risques climatiques. Elle s'appuie sur une analyse rigoureuse de scénarios d'évolution du climat (ETCC), évaluant les impacts économiques et financiers potentiels selon plusieurs trajectoires de réchauffement :

The team quantified climate-related physical and transition risk impacts on the economies of the countries we invest in, and the resulting impacts across different potential ETCC scenarios

on our portfolio. This included the creation of a “damage function,” which specifies how physical risks affect economic activity at various levels of global warming. (CPPIB, 2020b, p. 14)

Cette approche est renforcée par le développement d’indicateurs dynamiques appelés “signposts”, qui permettent d’évaluer l’évolution de la transition énergétique selon des dimensions telles que la politique, la technologie ou les effets physiques. Ces outils jouent un rôle transversal, utilisés autant pour guider les décisions d’investissement que pour ajuster les positions existantes alors que ce cadre sera élargi à l’examen des investissements existants dans l’année à venir.

En 2023, Investissements RPC a poursuivi l’approfondissement de ses capacités d’évaluation et de suivi des enjeux ESG et climatiques, intégrant ces dimensions dans une infrastructure analytique et stratégique au service de la performance à long terme. Trois axes émergent de façon centrale, soit l’enrichissement des outils d’évaluation, l’internalisation des pratiques de suivi dans l’ensemble du cycle d’investissement et l’utilisation avancée de la modélisation prospective pour évaluer les risques climatiques.

L’organisation a continué à consolider un socle méthodologique robuste, en particulier autour de la diligence durable et de l’analyse ESG des partenaires externes. Elle continue d’exiger que les partenaires privés remplissent un questionnaire ESG structuré en amont de toute collaboration :

[...] we require our private equity General Partners (GPs) and managers covered by our External Portfolio Management team to complete our sustainability-related due diligence questionnaire at the beginning of a relationship with CPP Investments. This allows us to determine how our partners integrate these considerations into their investment activities. (CPPIB, 2023a, p. 13)

Investissements RPC évalue également leurs performances de manière continue. Ces exigences s’accompagnent de l’utilisation de données de convergence ESG, comme celles de l’*ESG Data Convergence Initiative* (EDCI), pour enrichir les évaluations et suivre l’évolution des pratiques dans le temps.

La capacité d’évaluation ne se limite pas à la sélection initiale; elle est intégrée de manière transversale à la gestion des actifs. En témoignent les pratiques déployées dans le secteur immobilier, où chaque actif est évalué en fonction de sa vulnérabilité physique et réglementaire. Comme le mentionne l’investisseur :

« We use data-driven geo-specific analysis to assess the impact of acute and chronic climate variables on an expected average annual cost of damage basis, identifying assets with the highest unmitigated

exposures. » (CPPIB, 2023a, p. 12). Cette analyse est accompagnée d'une estimation du coût de décarbonation pour chaque actif, à l'aide d'un outil développé en interne : « *When appropriate, we use our Abatement Capacity Assessment Framework to help determine the cost of decarbonization for individual properties [...]* » (CPPIB, 2023a, p. 12). Les résultats de ces évaluations sont intégrés aux décisions futures pour que cela soit considéré dans le rendement risque.

En parallèle, Investissements RPC renforce sa capacité de projection grâce à une analyse approfondie des scénarios climatiques. Son scénario net-zéro propriétaire est mobilisé pour évaluer l'exposition du portefeuille aux chocs économiques associés à différentes trajectoires de transition, « *We use our net-zero scenario to assess our investment portfolio's exposure to changes in the global economy should the pace of the transition to net zero change.* » (CPPIB, 2023a, p. 11). Ces scénarios sont conçus pour simuler les impacts financiers potentiels, sectoriels et géographiques et les *stress tests* associés révèlent des niveaux de risque significatifs en cas de trajectoires non contrôlées :

In a business-as-usual scenario where carbon prices do not increase markedly from their current levels and global decarbonization efforts are less successful, there could be a potential negative impact to the Fund's market value by up to 13% in a given year during the next 30 years. The impact is largely driven by physical climate risks, including chronic changes in precipitation, ecosystems and sea levels, as well as the rise in frequency of extreme weather events. (CPPIB, 2023a, p. 40)

Enfin, l'investisseur affirme la centralité de ces outils dans la gouvernance climatique : « *We use a variety of tools and resources that align with these scenarios to estimate such financial impacts.* » (CPPIB, 2023a, p. 39) et « *We continue to seek opportunities to further integrate top-down and bottom-up climate risk management in the portfolio.* » (CPPIB, 2023a, p. 40).

Résumé

Dès 2017, Investissements RPC avait développé ses capacités d'évaluation et de suivi en intégrant les changements climatiques au cadre de gestion de risques qui considère la valeur long terme et en mettant en place un suivi ESG semestriel de ses actifs en détention directe, surtout pour le portefeuille marché publics. Ce suivi des facteurs ESG est à la fois centralisé et décentralisé puisqu'il veille à ce que les gestionnaires externes incluent ces facteurs dans leurs obligations diligentes. En immobilier, Investissements RPC mentionne suivre ces facteurs avec des cadres reconnus.

En 2020, l'investisseur renforce ses capacités de suivi en investissant de manière importante dans le développement d'outils de suivi internes dont une base de données ESG granulaire alimentée par diverses bases de données externes et est utilisée à la phase de vérification diligente. Ce suivi se répercute notamment sur les partenaires avec des questionnaires de suivi ESG précédant la collaboration et demandé annuellement par la suite. Il instaure aussi un suivi ESG semestriel pour les actifs privés détenus directement. De manière plus spécifique à l'immobilier, cela se traduit en un suivi des bâtiments certifiés. Il met notamment en place une capacité d'identification et de suivi des risques climatiques rigoureuse vouée à être développée.

En 2023, l'investisseur continue de renforcer ses capacités en consolidant ses méthodologies. Il continue ses exigences et la surveillance des pratiques ESG des partenaires d'affaires, de peaufiner sa base de données ESG en participant à une initiative dédiée, tout comme son analyse de scénarios climatiques pour suivre la résilience de son portefeuille. En matière climatique, l'analyse et le suivi se fait sur les actifs détenus comme en immobilier ou chaque actif est évalué en fonction de sa vulnérabilité physique et réglementaire avec notamment la considération du coût de décarbonation pour chaque actif.

6.5.7 Bilan des pratiques de l'ensemble des investisseurs pour la thématique « Développer les capacités d'évaluation et de suivi »

En résumé, la thématique traitant de « Développer les capacités d'évaluation et de suivi » étudiée chez les différents investisseurs institutionnels retenus pour cette recherche est résumée dans le tableau synthétique ci-dessous. Dans l'ensemble on peut observer un effort pour le développement de données visant à analyser les risques qui se concentrent majoritairement sur les portefeuilles d'action publique. Ces éléments mènent à un élargissement des portefeuilles analysés à partir des outils développés qui sont eux-mêmes de plus en plus alignés avec les initiatives reconnues, ce qui débouche ensuite sur un accent important sur la capacité de suivi des cibles de carboneutralité, la capacité d'utiliser des scénarios de transition climatique renforcée qui s'accompagnent d'un alignement toujours plus important avec les initiatives internationales et transnationales de premier plan.

Tableau 6.5 : Tableau de synthèse des pratiques de développement des capacités d'évaluation et de suivi

Investisseur	2017	2020	2023
APG	- Intégration ESG dans l'analyse d'investissement - Utilisation de données internes et externes - Collaboration avec des gérants pour améliorer la transparence ESG	- Approche ESG étendue à toutes les classes d'actifs - Scénarios climatiques appliqués au portefeuille - Analyse de performance ESG par secteur	- Standardisation des outils de suivi ESG - Développement de la plateforme ESG intégrée - Appui sur données propriétaires et standards en développement (ISSB, SFDR)
NBIM	- Institutionnalisation de la collecte et du traitement des données ESG - Intégration sectorielle approfondie - L'engagement dans l'évaluation comparée - Dynamique du portefeuille	- Renforcement capacité suivi ESG avec climat comme élément principal - Grille d'évaluation ESG alignée avec le TCFD - Veille des incidents en matière de climat et déforestation basé sur cadre reconnu - Amélioration scénario climatiques	- Application complète du TCFD - Méthodologies internes renforcées (ex. score climat) - Standardisation et comparabilité des données en vue de l'ISSB
CalSTRS	- Suivi ESG intégré dans les politiques d'investissement - Début d'un système de mesure dans certaines classes d'actifs - Engagement auprès des entreprises	- Évaluation ESG systématique sur les portefeuilles - Vérification des pratiques ESG des gérants externes - Climat intégré dans le reporting	- Déploiement d'outils de suivi centralisés - Adoption de cadres communs (TCFD, ISSB) - Amélioration de l'évaluation des risques climatiques par scénario
NYSCRF	- Suivi ESG structuré via le Corporate Governance Program - Analyse carbone annuelle - Identification des entreprises à haute intensité carbone	- Application du suivi ESG à toutes les classes d'actifs - Renforcement de l'analyse climat avec des indicateurs comme l'intensité carbone moyenne pondérée - Due diligence ESG sur les gérants externes	- Approche plus structurée sur la transition climatique (objectif 2040, seuil 1,5°C) - Indicateurs plus précis sur les secteurs à fort impact - Suivi climat en ligne avec les recommandations TCFD
CDPQ	- Intégration progressive d'indicateurs ESG et climat dans l'analyse d'actifs sensibles - Premiers stress tests climatiques	- Déploiement de scénarios climat propres - Suivi ESG renforcé - Alignement ESG avec la stratégie d'investissement durable	- Renforcement des outils de suivi climat des gestionnaires externes - Renforcement des outils de suivi ESG des entreprises - Continuité de déploiement des budgets carbone par portefeuille - Modélisation climatique régionaux
Investissements RPC	- Suivi ESG semestriel structuré sur les actifs directs - ESG Reports dans les marchés publics - Création du Climate Change Working Group - Suivi des gérants externes via GRESB/CDP	- Investissement considérable dans outils de suivi ESG basé sur base de données - Suivi ESG des gestionnaires externes par questionnaire annuel - Suivi semestriel ESG des actifs privés détenus directement - Développement d'un suivi climatique rigoureux sur les actifs	- Amélioration des données et des méthodologies ESG/climat - Amélioration des processus de suivis établit sur les gestionnaires externes, les investissements directs, etc. - Suivi des couts engendrés pour les actifs nécessaires à la décarbonation pour chacun d'entre eux - Veille résilience du portefeuille

6.6 Exercer l'influence sur les entreprises

La thématique « Exercer l'influence sur les entreprises » vise à réunir toutes les actions que les investisseurs ont déployées pour leur permettre d'influencer le comportement des entreprises concernant différents paramètres relatifs aux enjeux étudiés, touchant de près ou de loin à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité sur les actifs immobiliers. Cette thématique s'ancre dans le cadre de l'entrepreneuriat institutionnel (Battilana et D'ahunno, 2009; Hardy et Maguire, 2017), les investisseurs agissant comme agents de transformation en mobilisant diverses stratégies pour façonner les normes et comportements des entreprises de leur chaîne de valeur immobilière.

6.6.1 APG

En 2017, APG développe une stratégie d'influence sur les entreprises reposant principalement sur le dialogue structuré. Celle-ci s'inscrit dans une logique progressive et ciblée, adaptée aux contextes spécifiques des entreprises visées : « *An engagement can take different forms depending on the company, the nature and size of the investment, and the issue at stake. [...] We often engage on several issues at the same time.* » (APG, 2017b, p. 9). Le processus d'engagement est présenté comme itératif et multicanal : « *This process of engagement generally takes some time and involves several contacts (emails, letters, telephone conversations, meetings).* » (APG, 2017b, p. 8).

L'exercice du droit de vote dans les assemblées générales des sociétés auxquelles participe APG constitue aussi un levier clé d'influence. Elle affirme y être intervenu à multiples reprises : « *[...] in line with the voting policies of our clients on more than 47,000 resolutions at some 4,300 meetings of listed companies in which we invest.* » (APG, 2017b, p. 9). APG rapporte aussi avoir appuyé une grande majorité des résolutions actionnariales visant les enjeux climatiques : « *We supported a large majority (81%) of the resolution on climate change that were submitted by shareholders in 2017 (43 in total).* » (APG, 2017b, p. 33).

L'exclusion reste un moyen d'action de dernier recours; elle est envisagée uniquement lorsque les démarches d'engagement échouent et qu'aucune amélioration n'est anticipée à court terme : « *If we establish that a company is potentially in breach of UNGC agreements and failing to make improvements and there is no prospect of improvement in the near future, we can decide to exclude it.* » (APG, 2017b, p. 8). Cette pratique est toutefois rare car elle met fin à tout levier d'influence : « *This is a last resort and only used in highly exceptional circumstances, not least because we cannot exercise any further influence over a company once we have sold our stake in it.* » (APG, 2017b, p. 8).

Consciente des limites de son influence individuelle, APG privilégie l'action collective. L'investisseur souligne à cet effet : « *We often work with other investors in order to exercise more influence over the company.* » (APG, 2017b, p. 8). Cette logique s'étend aux enjeux systémiques comme les ODD pour lesquels elle mentionnent collaborer : « *[...] we have worked with other asset managers and pension funds when making SDGs manageable for investors.* » (APG, 2017b, p. 24).

Pour structurer et rationaliser ses interventions, APG développe des outils de suivi centralisés, avec l'objectif de « *[...] state quickly why we invest in any of our holdings of equities, bonds, and listed real estate*

[...] » (APG, 2017b, p. 13) d'ici 2020. En parallèle, elle applique déjà un cadre d'évaluation rigoureux par industrie : « *We carry out these assessments by industry, focusing on the most relevant risks in about sixty different industry groups.* » (APG, 2017b, p. 11). Ainsi, les entreprises identifiées comme « laggards » ou « à la traîne » ne sont intégrées au portefeuille que si elles démontrent une volonté claire d'amélioration, accompagnée d'objectifs précis : « *[...] our portfolio managers will only be able to invest in laggards if they can be persuaded to make, or on their own initiative have embarked upon, improvements in their sustainability performance, with pre-agreed specific targets.* » (APG, 2017b, p. 11).

Enfin, APG veille à ce que les gestionnaires d'actifs externes s'alignent avec ses standards ESG. Elle indique ainsi que « *[...] new funds must have at least a four-star rating within three years.* » (APG, 2017b, p. 21) et qu'un investissement immobilier doit respecter des exigences précises. L'ensemble de ces engagements est conduit dans une logique de discrétion stratégique : « *We believe that more can be achieved from our discussions on improvements if this is done quietly.* » (APG, 2017b, p. 13). Cette posture reflète une approche institutionnelle prudente, misant sur la persistance plus que sur la visibilité publique.

En 2020, APG affirme son positionnement d'acteur engagé en investissement durable, déclarant que « *As a major long-term investor, we exert influence on the companies we invest in.* » (APG, 2020b, p. 40). Cette posture repose sur une conviction forte : « *Sustainability is key in our investment choices.* » (APG, 2020a, p. 3). L'approche d'influence repose désormais encore plus qu'avant sur des référentiels internationaux tels que les principes du Pacte mondial de l'ONU : « *We also expect the companies we invest in to follow the principles of the UN Global Compact in terms of human and labor rights, the environment and anti-corruption.* » (APG, 2020b, p. 10). Les critères ESG sont pleinement intégrés à l'analyse des risques et opportunités : « *[...] for every investment decision, we not only take into account risk, return and cost, but also human rights, the environment and good corporate governance.* » (APG, 2020b, p. 8).

La classification des entreprises selon leur performance ESG reste centrale, les « meneurs » sont valorisés, tandis que les « entreprises à la traîne » peuvent être intégrées sous certaines conditions : « *We may invest in such "laggards", but only if we think we can encourage them to improve.* » (APG, 2020b, p. 16). L'engagement demeure une condition préalable à l'investissement : « *Engagement (a dialogue with a company to encourage it to improve) is then a precondition for being able to invest.* » (APG, 2020b, p. 10). APG structure son action par secteur : « *We use separate criteria for every industry.* » (APG, 2020b, p. 16).

Le levier du vote reste essentiel. L'investisseur annonce voter contre les nominations d'administrateurs lorsque les entreprises ne disposent pas de cibles climatiques : « *We vote against director nominations [...] at the AGMs of companies that do not have a CO₂ target [...]* » (APG, 2020b, p. 40). Cette stratégie s'étend aux questions de rémunération et aux politiques climatiques : « *We take climate considerations into account in our voting on executive appointments and remuneration [...]* » (APG, 2020b, p. 40).

L'action collective continue à occuper une place importante, en particulier via la coalition CA100+ : « *By joining forces with other major investors, we can exert effective influence on the companies that we invest in [...]* » (APG, 2020b, p. 40). L'objectif demeure clair, transformer les pratiques à long terme, en imposant dès l'entrée en portefeuille des critères ESG stricts : « *We consciously choose not to stay on the sidelines, but to use our influence as a major investor to actively improve companies [...]* » (APG, 2020a, p. 38).

Enfin, APG élargit ses exigences aux fonds alternatifs, en leur demandant d'« [...] *include ESG risks and opportunities in their operational analysis.* » (APG, 2020b, p. 19) et pour ceux ayant une stratégie de détention à long terme, de disposer d'une politique de vote ESG : « *If they hold stocks or bonds for a longer period, we expect them to have a voting policy for ESG matters.* » (APG, 2020b, p. 19). En immobilier, la participation au GRESB devient obligatoire : « *For our direct investments in real estate funds, we are making participation in GRESB mandatory.* » (APG, 2020b, p. 25).

En 2023, APG poursuit sa stratégie proactive d'influence sur les entreprises en renforçant l'intégration systématique des critères ESG dans ses décisions d'investissement : « *When making investments, we take into account environmental, social, and governance (ESG) criteria.* » (APG, 2023, p. 11). L'organisation aligne ses attentes sur les standards internationaux, en exigeant notamment l'adhésion des entreprises au Pacte mondial de l'ONU.

Le dialogue actionnarial et le vote demeurent les piliers de son action : « *We exert influence on the companies we invest in through the shareholder relationships and engagements. APG shows companies that we are an engaged shareholder that focuses persistently on ESG topics.* » (APG, 2023, p. 41). Ces outils sont renforcés pour intégrer des thématiques en émergence comme la biodiversité. APG introduit ainsi de nouveaux critères de sélection pour évaluer la performance des entreprises en matière de nature et de biodiversité, dont la gestion de l'eau, des déchets, la lutte contre la déforestation et les pratiques de lobbying écologique : « *Increase pressure to preserve biodiversity [...]* *We took additional measures to further integrate biodiversity in our approach, including in the way we pursue engagement in our voting*

behavior. » (APG, 2023, p. 48). Pour affirmer cette orientation, elle publie son premier *Stewardship Overview*, illustrant sa volonté de transparence.

Le climat reste néanmoins une priorité. Elle rappelle que : « *The assets that we manage must therefore be in line with the provisions of the Paris Agreement.* » (APG, 2023, p. 180) et attend des entreprises « [...] *a strategy for the transition to a carbonneutral economy.* » (APG, 2023, p. 47). Pour accentuer son influence, APG continue à s'appuyer sur des coalitions comme CA100+ et la *Dutch Climate Coalition*. L'approche d'évaluation continue de distinguer les « meneurs » et les entreprises « à la traîne », ces dernières pouvant être incluses si un potentiel d'amélioration est identifié : « [...] *if we believe we can persuade the company to implement the necessary changer.* » (APG, 2023, p. 41). Pour mieux cibler son engagement, elle applique une comparaison sectorielle pour identifier les entreprises nécessitant des lignes directrices plus strictes.

Résumé

APG exerce son influence sur les entreprises dès 2017 en discutant avec les entreprises et en soutenant les propositions climatiques via leur vote. L'exclusion est une option évoquée comme le dernier recours. Ses attentes vis-à-vis des entreprises en matière de développement durable sont également mises de l'avant. Celles qui sont considérées comme « à la traîne » et ne montrant pas de signe d'amélioration risquent d'être mises de côté. L'investisseur préfère agir de manière collective pour avoir plus d'influence.

En 2020, l'investisseur mentionne exercer cette influence car c'est un investisseur long terme. Les attentes de l'investisseur vis-à-vis du respect des normes internationales de la part des entreprises deviennent de plus en plus importantes alors que les risques ESG sont intégrés aux décisions d'investissement. De fait, les entreprises sont toujours catégorisées et la capacité de l'investisseur à s'impliquer auprès des entreprises devient un prérequis pour l'investissement. Le levier du vote reste important et des votes contre les administrateurs pour des raisons climatiques émergent. L'action collective reste centrale et elle le fait désormais à travers l'initiative CA100+.

Enfin, en 2023, APG renforce l'intégration systématique des critères ESG dans ses décisions d'investissement en se basant sur des normes internationales, l'implication par les discussions et le vote reste central. L'entreprise intègre désormais des attentes vis-à-vis des entreprises en matière de biodiversité. Le climat reste cependant la priorité absolue avec une attente des entreprises qu'elles aient un plan climatique pour leurs activités, CA100+ reste à cet effet très important. Elle conserve son système de classification des entreprises « meneuses » ou « à la traîne ».

6.6.2 NBIM

En 2017, NBIM affirme une posture d'actionnaire actif, plaçant la gouvernance au cœur de sa stratégie d'engagement. Elle insiste sur le fait que : « *Good governance is a premise for sustainable business practices.* » (NBIM, 2018b, p. 22). Cette conviction se matérialise par un dialogue approfondi avec les entreprises, mené principalement avec les conseils d'administration, afin de s'assurer qu'ils prennent en compte les enjeux ESG dans leur stratégie : « *We expect company boards to understand the environmental and social consequences of their business practices [...] incorporate climate risk in strategic planning, risk management and reporting.* » (NBIM, 2018a, p. 61-62).

Le vote en assemblée générale est présenté comme étant un outil d'influence fondamental : « *Voting is one of the most important tools we have for exercising our ownership rights. Through our voting, we seek to strengthen governance, improve performance and promote sustainable practices.* » (NBIM, 2018b, p. 28). En 2017, NBIM a ainsi voté dans plus de 11 000 assemblées générales à travers le monde en s'appuyant sur des principes clairs, notamment les recommandations du G20/OECD en matière de gouvernance. Pour renforcer son impact, elle commence à publier ses intentions de vote à l'avance sur certains sujets sensibles : « *[...] our initiative to publish carefully selected voting intentions and rationales prior to shareholder meetings in 2017.* » (NBIM, 2018b, p. 31).

Le climat est une priorité stratégique. NBIM encourage les entreprises à passer des engagements verbaux aux données mesurables : « *[...] asking companies to move from words to numbers so that we can better understand how climate change may affect companies [...]* » (NBIM, 2018b, p. 6). Elle mène aussi des engagements sur d'autres thèmes comme la gestion de l'eau, la déforestation et les émissions de GES.

Lorsque le dialogue échoue, NBIM peut se désengager mais elle considère devoir prendre cette décision comme une mesure de dernier recours : « *[...] divestments is often the last resort when efforts have been considered but not seen as sufficient.* » (NBIM, 2018b, p. 78). En 2017, elle s'est ainsi retirée de six entreprises, portant à 216 le nombre total de désengagements pour des raisons ESG depuis 2012. Ces décisions s'appuient sur des évaluations rigoureuses des risques.

Elle agit aussi en groupe, en collaborant activement avec des investisseurs et des parties prenantes : « *We work with companies, investors and other stakeholders to advance standards [...]* » (NBIM, 2018a, p. 62).

En 2020, NBIM renforce la structuration et la visibilité de son action d'actionnaire actif. Son approche repose sur des principes reconnus internationalement : « *Our expectations of companies are based on standards such as the UN Global Compact and the OECD Guidelines for Multinational Enterprises. They also largely coincide with the UN Sustainable Development Goals.* » (NBIM, 2021b, p. 24). Elle les applique à l'ensemble de ses activités : « *Investing sustainably is an integral part of the fund's investment strategy.* » (NBIM, 2021b, p. 15). L'organisation agit en toute transparence : « *Our voting guidelines are publicly available [...]* » (NBIM, 2021b, p. 31).

Malgré les contraintes sanitaires, NBIM intensifie ses interactions avec les entreprises : « *We held a total of 2,877 meetings with 1,209 companies in 2020.* » (NBIM, 2021b, p. 40). Les changements climatiques restent au cœur de ses priorités, avec des attentes claires sur la gestion du risque climatique, l'indépendance des conseils, la rémunération des dirigeants et les droits des actionnaires : « *We have clear expectations for how companies should address climate change, water management, [...] ocean sustainability.* » (NBIM, 2021b, p. 13).

Le droit de vote demeure un levier d'influence majeur pour NBIM. : « *We use our voting rights to elect the best board.* » (NBIM, 2021b, p. 6).

Elle accentue aussi son rôle de prescripteur via la publication de positions publiques sur la divulgation en matière de développement durable notamment : « *We published five new position papers in 2020 spanning board independence, unequal voting rights, share issuance, related-party transactions and sustainability reporting.* » (NBIM, 2021b, p. 25).

En matière de climat, elle évalue la gestion de risques d'environ 1 500 entreprises : « *We assessed the reporting of 1,521 companies on climate change, [...]* » (NBIM, 2021a, p. 72). Son objectif : faire évoluer les pratiques via des attentes explicites, un dialogue constant, et une influence exercée sur les normes.

En 2023, NBIM assume pleinement son rôle d'actionnaire comme levier de transformation des entreprises en faveur d'une création de valeur durable, son action vise à « *[...] reduce risks and promote long-term value creation at the companies we invest in through active ownership.* » (NBIM, 2024b, p. 7), à travers une intégration systématique des critères ESG dans toutes ses décisions. L'investisseur affirme dialoguer et voter et il a même déposé des résolutions actionnariales à cet effet : « *Also, for the first time, we filed our own climate-related proposals.* » (NBIM, 2024b, p. 6).

Le vote est utilisé de manière stratégique. NBIM vote contre des administrateurs lorsque les pratiques climatiques sont jugées insuffisantes et en 2023, cela concerne 22 entreprises. Par ailleurs, elle soutient 34 % des résolutions d'actionnaires liées au développement durable. La transparence est renforcée : « [...] *we expanded our pre-disclosures to include rationales whenever we vote in line with the board's recommendation, but against a sustainability-related shareholder proposal.* » (NBIM, 2024b, p. 12).

L'engagement climatique se structure davantage. NBIM engage le dialogue sur les risques climatiques avec 633 entreprises représentant 70 % de ses émissions financées, dont 42 % sur des objectifs net-zéro. Elle formule des attentes claires vis-à-vis des entreprises dans lesquelles elle investit : « *We highlight the need for companies to move from target setting to transition plans.* » (NBIM, 2024b, p. 26). Elle a énuméré six attentes fondamentales vis-à-vis du climat dans un document public destiné aux entreprises ainsi que quatre piliers : stratégie, ambition, planification, exécution/transparence.

La biodiversité émerge comme nouveau champ d'influence, à travers l'adoption des recommandations de la TNFD et du cadre de Kunming-Montréal. NBIM demande désormais aux entreprises des engagements concrets contre la déforestation, avec des échéances précises.

Le désengagement reste un levier stratégique. NBIM s'est retirée de 86 entreprises en 2023 pour des raisons ESG, en précisant : « *We may divest from companies to mitigate long-term risk for the fund.* » (NBIM, 2024b, p. 53). Elle peut aller plus loin avec des actions en justice en cas de manquement grave à l'intégrité des marchés ou signaler des cas graves au Conseil d'éthique.

Enfin, NBIM renforce sa capacité d'influence grâce à une collaboration étroite entre ses analystes ESG, ses gérants de portefeuille et ses experts en gouvernance. Cela lui permet d'« [...] *ensures that we present a united front when exercising our shareholder rights and communicating our ESG expectations to our portfolio companies and the market.* » (NBIM, 2024b, p. 35). Cette intégration concerne désormais l'ensemble des classes d'actifs que soit des actions, des obligations, de l'immobilier ou du capital-investissement. Afin de diffuser largement ses attentes et orienter les pratiques de marché, l'organisation publie de nombreux documents stratégiques (climat, IA, biodiversité...), avec des contenus explicites basés sur des standards reconnus : « *Starting from internationally agreed standards and informed by our dialogue with companies, academics and civil society, we set our own priorities as an investor.* » (NBIM, 2024b, p. 25).

Résumé

Dès 2017, NBIM commence à influencer les entreprises de son portefeuille en discutant avec les conseils d'administration des entreprises pour qu'elles considèrent les facteurs ESG pour gérer les risques et en votant pour protéger la valeur long terme, et ce, en publiant même certaines de ses décisions à l'avance. L'investisseur encourage fortement les entreprises à fournir des données et des mesures en matière de climat; il est également engagé sur d'autres sujet comme la gestion de l'eau ou encore la déforestation. Le désinvestissement reste la dernière option si le dialogue échoue. L'investisseur mentionne également collaborer avec d'autres investisseurs pour augmenter la pression sur les entreprises.

En 2020, elle clame que ses attentes vers les entreprises se basent notamment sur des normes reconnues internationalement et publie de nombreux documents pour les rendre lisibles. L'action vers les entreprises s'intensifie, les changements climatiques restent une priorité devant être intégrée aux différents niveaux de la gouvernance des entreprises. Elle suit leurs mécanismes de gestion du risque climatique. Elle diffuse aussi des opinions publiques sur la divulgation en matière de développement durable notamment.

Enfin, en 2023, NBIM avance que la propriété active représente un outil permettant de protéger la valeur long terme et l'intégration systématique des facteurs ESG est centrale. Elle dit maintenant être prête à déposer ses propres propositions, même si des mécanismes plus conventionnels continuent d'être utilisés contre des administrateurs. Elle s'attend à ce que les entreprises proposent un plan de transition, passant des cibles climatiques aux plans climatiques et elle commence à considérer la biodiversité dans ce jeu d'influence en s'appuyant sur des normes concrètes. De fait, elle demande aux entreprises de travailler concrètement sur la déforestation. Le désinvestissement reste une option qui peut même se rendre en justice ou au conseil d'éthique. Les décisions ESG couvrent désormais tous les actifs.

6.6.3 CalSTRS

En 2017, CalSTRS revendique une posture duale. Si elle demeure un investisseur passif sur les marchés financiers, elle se définit clairement comme un actionnaire actif dans la gouvernance des entreprises détenues. Cette approche est résumée dans formule devenue emblématique : « *CalSTRS is a passive investor, but an active owner through engagement.* » (CalSTRS, 2017b, p. 73). Cette distinction structure sa stratégie d'engagement durable, qui vise à concilier performance financière et responsabilité à long terme envers les enseignants de Californie, bénéficiaires du fonds.

L'engagement ESG de CalSTRS est encadré par une lecture stricte de la responsabilité fiduciaire. Les critères ESG ne sont pris en compte que s'ils présentent un impact matériel sur la performance financière des investissements. Comme le souligne l'organisation : « *ESG risks are taken into consideration to the extent that such factors bear on the financial advisability of the investment [...]* » (CalSTRS, 2017b, p. 73), tout en précisant que ses devoirs fiduciaires « *[...] do not allow CalSTRS to select or reject investments based solely on ESG risks.* » (CalSTRS, 2017b, p. 73).

Malgré ces contraintes, l'engagement actionnarial est un levier central pour influencer les entreprises. CalSTRS mobilise une variété d'outils pour agir après l'investissement, comme les dialogues bilatéraux, les lettres aux dirigeants, les campagnes collectives, la participation à des consultations réglementaires ou à des coalitions d'investisseurs. Elle affirme: « *Once invested, we use our position to affect change, when warranted, through corporate governance engagement strategies.* » (CalSTRS, 2017b, p. 75).

Cette action s'inscrit dans un cadre institutionnalisé, avec un plan d'engagement annuel défini par le personnel de la gouvernance d'entreprise en concertation avec le conseil d'administration : « *Each year, CalSTRS' Corporate Governance staff, with input from the Teachers' Retirement Board, determines key issues to focus on during the next fiscal year in an engagement plan.* » (CalSTRS, 2017b, p. 76).

Le vote en assemblée générale est perçu comme un droit fondamental des actionnaires : « *[...] an important fundamental shareholder right [...]* » (CalSTRS, 2017a, p. 110) qui est utilisé de manière stratégique. CalSTRS dit s'en servir pour appuyer des propositions d'actionnaires ou des administrateurs favorables à une gestion durable : « *We believe we can use our proxy votes to support certain corporate directors or shareholder proposals to affect necessary changes [...]* » (CalSTRS, 2017a, p. 110).

En 2017, les priorités d'engagement de CalSTRS incluent des enjeux ESG tels que le climat, l'efficacité énergétique, les émissions de méthane, mais aussi la diversité des conseils d'administration, la transparence du reporting ou la rémunération des dirigeants. L'organisation a également formalisé les « *[...] CalSTRS 21 Risk Factors [...]* » (CalSTRS, 2017a, p. 48), une grille d'analyse des risques ESG adaptée aux enjeux contemporains, incluant les dimensions géopolitiques, climatiques et de ressources naturelles.

En 2020, CalSTRS renforce son ambition d'influence, en particulier dans le domaine climatique: « *We have intensified our efforts to secure strong commitments from companies to reduce emissions [...]* » (CalSTRS, 2020b, p. 4). Elle se positionne comme un acteur central dans les discussions sur le développement durable,

affirmant : « [...] *we are at the apex of sustainability discussions between corporations and investors.* » (CalSTRS, 2020b, p. 4). Cette posture s'accompagne d'une exigence explicite envers les entreprises détenues : « *As more companies make net zero emission commitments, we are at the apex of sustainability discussions between corporations and investors. [...] the companies in which we invest [must] do the same.* » (CalSTRS, 2020a, p. 4-5).

L'influence de CalSTRS repose toujours sur une combinaison d'actions directes : des réunions, des lettres, des propositions d'actionnaires et d'engagements collectifs via des coalitions telles que CERES et la CA100+. Le vote par procuration reste une modalité essentielle, l'organisation soulignant : « *We vote more than 8,000 proxies each year [...]* » (CalSTRS, 2020a, p. 32). En 2020, ce sont plus de 91 000 procurations qui ont été votées dans environ 9 000 entreprises, sur des thématiques clés telles que l'élection des administrateurs, la rémunération des dirigeants ou les résolutions ESG.

L'influence passe également par l'investissement actif, à travers son portefeuille « *SISS Investment Portfolio* ». CalSTRS gère environ 7,4 milliards \$ US dans des stratégies ciblant la transformation des entreprises en matière de climat et de développement durable. Les priorités d'engagement sont alors structurées autour de trois axes : la responsabilité des entreprises et des marchés, l'efficacité des conseils d'administration et la transition vers une économie bas carbone. L'équipe *Sustainable Investments and Stewardship Strategies* mène ces actions, ciblant notamment les entreprises les plus émettrices : « *Our Sustainable Investments and Stewardship Strategies team engages with companies for net-zero and reduced-carbon commitments.* » (CalSTRS, 2020a, p. 32).

En 2023, CalSTRS poursuit et intensifie sa stratégie d'influence, en mettant l'accent sur la mobilisation d'un large éventail de parties prenantes : « *We engage a wide range of stakeholders in conversations related to fund and organizational sustainability.* » (CalSTRS, 2023b, p. 9). Le vote par procuration reste un outil fondamental, l'organisation indique avoir voté près de 100 000 fois lors de plus de 10 000 assemblées d'actionnaires. Ce droit est exercé avec rigueur : « *We vote our proxies with diligence and care in the best interest of our members and their beneficiaries.* » (CalSTRS, 2023b, p. 28), notamment pour renforcer la transparence climatique, la gouvernance, et la gestion des risques ESG.

Face à l'inaction climatique de certaines entreprises, CalSTRS adopte une approche d'escalade assumée. En 2023, elle vote contre 2 035 conseils d'administration qui n'ont pas répondu aux attentes minimales en matière de divulgation et de gestion des risques climatiques : « *Escalated efforts to hold global companies*

accountable [...] by voting against 2,035 boards of directors in the 2023 proxy season. » (CalSTRS, 2023b, p. 27). Ce geste témoigne d'une intensification des moyens de pression, en particulier envers les entreprises fortement émettrices, dans l'objectif d'accélérer la transition vers une économie bas carbone.

Ces actions sont toujours menées par l'équipe *Sustainable and Stewardship Strategies* dans un cadre cohérent avec les objectifs du fonds. Le triptyque vote, coalitions, engagement direct forme une architecture robuste qui confère à CalSTRS une capacité d'influence significative, en dépit des contraintes imposées par son mandat fiduciaire.

Résumé

CalSTRS exerce son influence sur les entreprises en 2017 en se disant passif sur les marchés, mais actif auprès des entreprises car c'est dans l'objectif des investisseurs long termes. Les facteurs ESG sont déjà pris en considération lorsqu'ils sont considérés matériels mais sans suffire à déterminer l'admissibilité d'un investissement. L'investisseur s'implique de diverses manières pour apporter du changement auprès des entreprises dans le portefeuille dont les votes qui visent à soutenir des propositions ou des administrateurs favorables à une gestion durable. Ses priorités d'implication ESG intègrent notamment le climat, l'efficacité énergétique, les émissions de méthane et les ressources naturelles.

En 2020, il concentre de manière importante ses efforts d'implication sur le domaine climatique afin de réduire les émissions de GES. Elle demande aussi aux entreprises qu'elle détient de se munir de cibles de carboneutralité. L'implication se fait par l'entremise de dialogues individuels mais aussi de manière collective à travers la CA100+ notamment. Le vote reste important et l'investisseur mentionne de nombreux votes sur les questions ESG notamment. L'allocation de capitaux vers le développement durable devient plus explicite et peut à présent représenter une attente vis-à-vis des entreprises. La responsabilité d'entreprise et la transition deviennent des priorités en matière d'engagement pour l'unité dédiée qui s'implique auprès des entreprises pour la carboneutralité.

Enfin, en 2023, l'investisseur mentionne utiliser ses droits de votes pour notamment renforcer la transparence climatique et améliorer la gestion des risques ESG et votera de manière importante contre les administrateurs pour des raisons climatiques.

6.6.4 NYSCRF

En 2017, NYSCRF mobilise son programme de gouvernance d'entreprise pour faire progresser le développement durable, la diversité et la responsabilité au sein des entreprises de son portefeuille, dans une logique de protection de la valeur à long terme : « *An essential component of safeguarding the Fund's investments includes working with the public companies that we invest in to make sure that they implement robust corporate governance practices and sustainable business strategies [...]* » (NYSCRF, 2018, p. i).

Le vote par procuration constitue un levier central de cet engagement. Le fonds a exprimé ses votes sur près de 30 000 résolutions d'actionnaires, couvrant des thématiques variées telles que la gouvernance, la rémunération, l'environnement et la diversité. Ce vote est conçu comme un outil stratégique pour établir un dialogue avec les entreprises : « *Voting on our portfolio companies' proxy items and shareholder resolutions is an effective means to communicate with boards of directors and management on the Fund's environmental, social and governance priorities.* » (NYSCRF, 2018, p. 7). Le NYSCRF n'hésite pas à exprimer un vote négatif lorsque les pratiques d'entreprise sont jugées inadéquates. Il précise ainsi que : « *[...] any failure of a board to appropriately manage and comprehensively report on climate and other material ESG risks may lead the Fund to withhold support from directors.* » (NYSCRF, 2018, p. 10). Ce positionnement est renforcé par des lignes directrices de vote régulièrement mises à jour pour refléter les meilleures pratiques ESG.

Au-delà du vote, l'investisseur agit par une combinaison d'outils d'influence, comprenant le dépôt de résolutions d'actionnaires, l'envoi de lettres ciblées, les dialogues directs avec les conseils d'administration, ainsi que la conclusion d'accords volontaires. Cette approche intégrée permet d'obtenir des résultats concrets, notamment en matière de divulgation des émissions de GES et d'objectifs climatiques.

Le changement climatique est une priorité structurante. Depuis 2008, le fonds a déposé plus de 120 résolutions liées au climat, signé 70 accords sur la transparence climatique et mené des actions ciblant les grands émetteurs pour les aligner sur l'Accord de Paris. Il a aussi recommandé l'adoption des normes TCFD, estimant que : « *the Fund believes that additional climate risk disclosure can enhance shareholder value by providing shareholders with information critical to informed decision-making.* » (NYSCRF, 2018, p. 10).

En 2020, le NYSCRF renforce son approche d'actionnariat actif en mobilisant de manière systématique ses leviers d'engagement auprès des entreprises. Son programme de gouvernance vise à encourager les

sociétés à intégrer les considérations ESG dans leurs stratégies, en cohérence avec les principes de bonne gestion : « *Our stewardship program encourages the companies in which the Fund invests to adopt sound management principles [...] including incorporating ESG considerations into their business strategies.* » (NYSCRF, 2018, p. i).

Le vote par procuration reste un outil majeur avec près de 30 000 propositions examinées chaque année. Le fonds réaffirme que : « *Proxy voting at company meetings is an effective means of engaging and communicating with boards of directors and management about the Fund's ESG priorities, and can be a powerful tool for enhancing long-term value. The Fund's independent proxy voting is an important fiduciary obligation.* » (NYSCRF, 2021, p. 3). En 2020, il affine ses lignes directrices pour intégrer une évaluation explicite de la préparation des entreprises à une transition bas carbone.

Le Fonds n'hésite pas à recourir à des sanctions symboliques. Il précise qu'il :

[...] will withhold votes from director nominees for failing to manage climate risks. The Fund believes oversight should include the assurance of appropriate comprehensive reporting on climate risk to shareholders—beyond what is required within current financial reporting—through adherence to internationally recognized sustainability reporting protocols, such as those proposed by the TCFD. (NYSCRF, 2021, p. 12)

Ainsi, il vote contre 42 administrateurs de 16 entreprises dû à leur manque d'alignement climatique.

En parallèle, le fonds déploie une politique active de communication directe. Plus de 1 200 lettres sont envoyées aux entreprises sur les enjeux ESG et plusieurs résolutions d'actionnaires sont déposées pour faire pression sur les conseils d'administration. Le fonds souligne que ces résolutions « *[...] can garner significant attention, high levels of shareholder support, and as a result, send a strong message to the board and management.* » (NYSCRF, 2021, p. 22). Le dialogue porte également sur l'intégration des critères ESG dans la rémunération des dirigeants et repose sur des indicateurs précis de transition et de résilience. L'ensemble de cette stratégie est guidé par des principes formalisés dans ses *ESG Principles and Proxy Voting Guidelines*, illustrant une philosophie d'actionnariat actif.

En 2023, le NYSCRF consolide son rôle d'actionnaire actif en structurant son action autour d'un programme de gouvernance rigoureux et tourné vers les enjeux ESG matériels. Ce programme vise à : « *[...] protect the New York State Common Retirement Fund's long-term value by exercising prudent stewardship of our*

portfolio by engaging with the public companies we invest in on key environmental, social, and governance issues that have a financial impact. » (NYSCRF, 2024, p. 2).

Le fonds intensifie ses interactions directes avec les entreprises. Près de 2 000 échanges ont été menés, dont plus de 1 500 centrés sur le programme *Science Based Targets*. Ces échanges, initiés par le fonds ou sollicités par les entreprises, permettent d'identifier et de traiter les risques émergents.

Le vote en assemblée générale reste un outil d'influence majeur. En 2023, le fonds vote contre plus de 350 administrateurs pour leur mauvaise gestion des enjeux climatiques. Ces votes s'appuient sur des directives explicites, les *Proxy Voting Guidelines*, révisées tous les deux ans pour intégrer les dernières attentes du fonds en matière ESG : « [...] *Proxy Voting Guidelines, which are updated biennially. Not only do these guidelines provide direction for the Fund's voting decisions, but they also guide other corporate engagements and policy initiatives, articulating to the capital markets the Fund's view of what constitutes good corporate governance and ESG best practices.* » (NYSCRF, 2023, p. 103).

NYSCRF déploie également son pouvoir d'influence à travers le dépôt de résolutions d'actionnaires et sa participation à des initiatives collaboratives telles que la CA100+. Comme l'indique le rapport, l'approche d'engagement : « *The Fund's active ownership work takes many forms, including voting on nearly 30,000 proxy ballot items annually engaging directly with portfolio companies.* » (NYSCRF, 2023, p. 103).

Cette stratégie produit des effets mesurables. Le fonds constate que : « *The Fund's engagements result in companies providing improved disclosures taking important actions to address ESG risks and opportunities.* » (NYSCRF, 2023, p. 104). En 2023, les priorités incluent la décarbonation, les émissions de portée 3, l'allocation de capital alignée avec les objectifs climatiques, ainsi que la transition juste.

Résumé

Dès 2017, NYSCRF exerce déjà une influence sur les entreprises en formalisant que son engagement en développement durable auprès des entreprises est motivé par la protection de la valeur long terme. Le vote est un levier important avec des votes portant notamment sur l'environnement, étant utilisé entre autres pour stimuler un dialogue avec les entreprises. Il est de fait catégorique sur le fait qu'il vote contre les administrateurs n'étant pas en mesure de démontrer une gestion des risques climatiques ESG matériels. L'investisseur s'implique par divers moyens dont la rédaction de propositions actionnariales et la conclusion d'accords avec les entreprises visant les émissions de GES et les objectifs climatiques.

En 2020, NYSCRF se munit d'un programme d'engagement incitant formellement les entreprises dans lesquelles il investit à gérer les enjeux ESG. Le vote auprès des entreprises est remis de l'avant comme un outil important pour communiquer sur les enjeux ESG qui permettent de préserver la valeur long terme. Le fonds mentionne de fait qu'il peut retirer son soutien aux administrateurs ne gérant pas les risques climatiques ou ne s'alignant pas aux normes internationales. En matière de considération des enjeux ESG, il s'implique directement auprès des entreprises et écrit même des propositions en la matière. Tous ces principes sont énumérés dans ses lignes directrices de vote disponible à tous.

Enfin, en 2023, NYSCRF rappelle à nouveau que la considération des facteurs ESG est matérielle sur le long terme. Il a ainsi intensifié son action auprès des entreprises notamment pour qu'elles intègrent une norme climatique de premier plan. Les votes restent un outil important, le fonds ayant voté contre un nombre important d'administrateurs ne gérant pas correctement le climat, en se basant toujours sur des lignes directrices ESG publiques. Outre ses dépôts de propositions, il dit collaborer via la CA100+. Ses objectifs prioritaires portent beaucoup sur le climat intégrant la transition juste et les émissions de portée 3.

6.6.5 CDPQ

En 2017, CDPQ affirme son rôle d'actionnaire actif à travers une stratégie reposant sur l'intégration des enjeux ESG dans toutes les étapes du cycle d'investissement, conjuguée à un engagement direct avec les entreprises en portefeuille. Elle précise : « *We integrate ESG issues into all our investment decisions, from analyzing a potential investment to long-term involvement in the governance of portfolio companies.* » (CDPQ, 2017b, p. 5).

Ce positionnement s'illustre par une série d'outils complémentaires d'influence. Le dialogue direct avec les dirigeants est central pour comprendre et, le cas échéant orienter, leur stratégie climatique. Ces échanges peuvent conduire à des recommandations, des demandes d'ajustement ou un accompagnement plus soutenu, notamment sur la qualité des divulgations liées au climat. CDPQ souligne également que son droit de vote est mobilisé pour appuyer ou rejeter les propositions selon leur pertinence ESG, elle soutient les résolutions qui améliorent la transparence climatique, mais peut aussi s'y opposer lorsque les propositions sont inadéquates ou redondantes : « *We engage with portfolio companies through our vote as a shareholder in favour of proposals to promote better disclosure of climate-related risks and opportunities.* » (CDPQ, 2017b, p. 15).

L'approche est soutenue par un processus rigoureux d'analyse ESG systématique, réalisé en amont de chaque investissement ou réévaluation. En 2017, plus de 200 évaluations ESG ont été menées, couvrant l'ensemble des nouveaux investissements et des dossiers revus. Ces analyses donnent parfois lieu à des suivis renforcés, avec des discussions ciblées pour faire progresser les pratiques des entreprises visées :

Our teams conducted more than 200 analyses on companies and assets in 2017, which corresponds to 100% of all new investments and investments under review. Each of these detailed analyses provides an overview of issues specific to each industry and the means implemented to manage them Company-specific issues are also identified. (CDPQ, 2017b, p. 26)

CDPQ exprime ainsi une volonté explicite d'accompagner ses entreprises vers l'adoption de meilleures pratiques ESG, tout en intégrant les risques climatiques à égalité avec les risques financiers dans ses processus décisionnels. Elle utilise pour cela des scénarios de résilience climatique et des critères de gouvernance pour guider ses engagements.

En 2020, CDPQ renforce son rôle d'actionnaire engagé par une démarche plus structurée et proactive d'influence. Elle énonce une mobilisation rigoureuse et systématique de divers leviers pour améliorer la performance et la durabilité des entreprises détenues. Elle déclare à ce sujet : « *We rigorously use multiple levers of influence in a structured way to boost their performance and sustainability.* » (CDPQ, 2020b, p. 7).

Le vote actionnarial devient un pilier de cette stratégie. Il est présenté comme l'outil privilégié pour exprimer les attentes à long terme de l'investisseur. La politique de vote est mise à jour pour intégrer de nouveaux critères sur la diversité, l'inclusion et le climat. Une lettre résumant ces changements est adressée à toutes les entreprises détenues en gestion active dans près de 30 pays, traduisant un souci de transparence et de cohérence dans les positions prises : « *A letter summarizing these principal changes has been provided to all public companies held in active management in nearly 30 countries.* » (CDPQ, 2020b, p. 8).

Le dialogue avec les entreprises reste une modalité d'influence clé. CDPQ entretient des échanges réguliers avec les dirigeants pour encourager l'adoption d'objectifs ambitieux en matière de durabilité. Elle cite des discussions ciblées sur les stratégies climatiques, pouvant aboutir à des ajustements concrets, comme le renforcement de la gouvernance climatique ou de la divulgation.

L'organisation maximise également son pouvoir d'influence à travers des coalitions internationales, telles que la CA100+ : « *As part of various initiatives, including Climate Action 100+, we work with other Canadian and international investors to influence the practices of the largest emitters, raise awareness among investors and companies, and share best practices for addressing climate issues.* » (CDPQ, 2020b, p. 49).

Enfin, cette stratégie s'inscrit dans un objectif global d'alignement avec les recommandations de la TCFD. CDPQ soutient activement les propositions d'actionnaires en faveur d'une meilleure divulgation des risques climatiques, et affirme une volonté de surveiller de près la décarbonation de l'économie réelle via ses engagements actionnariaux.

En 2023, CDPQ affirme encore davantage sa posture d'investisseur engagé, renforçant son influence à travers un engagement actif, structuré et multidimensionnel. Elle insiste sur l'intensification de ses interactions avec les entreprises : « *This year, we strengthened our engagement with all our companies.* » (CDPQ, 2023b, p. 7). Elle précise que son objectif : « *[...] is to work with them on identifying the best ways to integrate ESG factors.* » (CDPQ, 2023b, p. 4). Le dialogue est présenté comme un levier central de transformation, ancré dans une relation de confiance.

En 2023, CDPQ mène plus de 300 discussions avec 129 entreprises. L'objectif est d'accompagner la mise en œuvre de plans de transition robustes, notamment en intervenant sur des enjeux de développement durable ciblés, pour enrichir la stratégie d'entreprise.

Le vote actionnarial demeure un outil d'influence majeur. En cohérence avec ses priorités ESG, CDPQ utilise son droit de vote pour s'opposer à la réélection d'administrateurs jugés insuffisamment engagés dans la décarbonation : « *In the absence of extenuating circumstances, we vote against the appointment of a director of a public company when the company has fewer than 30% women on its Board or does not have a sufficiently ambitious climate plan.* » (CDPQ, 2023b, p. 97). En 2023, elle s'oppose à la reconduction de membres de conseil dans neuf entreprises, afin d'exprimer publiquement son désaccord sur le manque d'ambition climatique, tout en soutenant des propositions réalistes mais ambitieuses.

Son influence dépasse également les relations bilatérales. CDPQ continue de participer à des coalitions comme la CA100+, qu'elle mobilise pour exiger des cibles de décarbonation alignées sur l'Accord de Paris : « *Our engagement and shareholder voting activities with public companies, particularly in association with Climate Action 100+ [...]* » (CDPQ, 2023b, p. 127). Elle s'implique aussi dans une campagne collaborative

contre les émissions de méthane, envoyant des lettres à plusieurs entreprises pour les inciter à rejoindre l'initiative.

Résumé

CDPQ exerçait déjà en 2017 une influence sur les entreprises en intégrant les enjeux ESG dans toutes ses décisions d'investissement. L'implication par le dialogue et l'application des droits de votes pour appuyer ou non des propositions ESG ou climatiques sont des outils importants. Ces décisions se basent sur des évaluations ESG réalisées systématiquement pour chaque investissement en amont ou bien pour des réévaluations. Ses engagements sont guidés par des scénarios climatiques.

En 2020, l'investisseur institutionnel met de l'avant qu'il s'implique de diverses manières pour stimuler la performance en développement durable des entreprises de son portefeuille. Le vote reste un outil privilégié et l'investisseur la met à jour pour intégrer de nouveaux critères sur le climat, les entreprises sont averties de ces changements. L'organisation continue de citer les discussions avec les entreprises sur les enjeux ESG et climatiques. Elle mentionne également agir collectivement à travers la CA100+.

Enfin, en 2023, elle intensifie l'implication auprès des entreprises du portefeuille sur les facteurs ESG. Le dialogue et le vote restent des outils de prédilection. Le vote étant notamment utilisé pour s'opposer à la réélection d'administrateurs peu impliqués dans la décarbonation. CDPQ s'implique toujours collectivement à travers la CA100+ notamment.

6.6.6 Investissements RPC

En 2017, Investissements RPC conçoit l'engagement actionnarial non pas comme une action ponctuelle mais comme un processus structuré et itératif d'amélioration des pratiques des entreprises détenues. L'engagement désigne ici un dialogue stratégique avec les sociétés en portefeuille : « *When we talk about engagement in this context, we mean communicating with companies that we invest in or other key stakeholders about enhancing environmental, social or governance disclosure and practices.* » (CPPIB, 2017a, p. 11). Il se fonde sur des objectifs définis selon la matérialité des enjeux, la durée d'investissement, les ressources disponibles et la probabilité de succès.

Investissements RPC privilégie une diversité de moyens pour exercer son influence dont les dialogues en personne, les correspondances formelles, les votes par procuration, la collaboration avec d'autres

investisseurs ou encore la soumission de résolutions d'actionnaires. En cas de réponse non satisfaisante, le processus prévoit une escalade, qui peut inclure des actions publiques ou concertées : « *If our concerns are not sufficiently addressed, consider escalating the engagement, which may include [...] exercising our proxy voting rights [...] or making our concerns public.* » (CPPIB, 2017a, p. 12).

L'usage du vote est aussi un outil clé. En 2017, l'investisseur a soutenu plus de 30 résolutions d'actionnaires liées aux enjeux climatiques, visant par exemple à améliorer la transparence sur la gestion des émissions de méthane ou les stratégies d'investissement bas-carbone.

Elle se positionne comme un actionnaire actif de long terme, qui préfère exercer son influence constructive sur une entreprise dans laquelle il investit plutôt que retirer ses investissements : « *CPPIB believes that we can more effectively press for positive change by being an active, engaged investor than we can by sitting on the sidelines.* » (CPPIB, 2017a, p. 9). L'objectif n'est pas de se désengager des entreprises à risque, mais de les accompagner pour qu'elles s'améliorent : « *We are an engaged investor, working closely with companies to improve their performance on issues ranging from how they pay their executives to what they disclose to investors about how they are addressing climate change.* » (CPPIB, 2017a, p. 3).

L'ensemble des actions d'influence est structuré autour de trois piliers interdépendants soit l'engagement, l'intégration et la collaboration. L'approche est renforcée par une gouvernance interne impliquant plusieurs départements et par l'utilisation d'outils spécialisés comme les *Proxy Voting Guidelines* ou des comités d'investissement thématiques. Investissements RPC indique par ailleurs suivre de près les PRI dans sa stratégie d'engagement. De plus, cette implication peut se faire de manière collaborative : « *We collaborate with like-minded organizations to engage with companies, encourage better environmental, social and governance-related practices and advocate for long-term policies and actions to reduce risks and promote value-building growth.* » (CPPIB, 2017a, p. 8).

En 2020, Investissements RPC a renforcé sa stratégie d'actionnariat actif pour influencer les entreprises détenues, notamment via le dialogue, l'engagement collaboratif et le vote par procuration. L'organisation insiste sur l'importance de rester un investisseur engagé plutôt que de se retirer d'investissements problématiques : « *Selling our shares and walking away is easy, yet achieves very little. We can be a patient provider of capital and work with companies to bring about change.* » (CPPIB, 2020b, p. 15). Elle met l'accent sur l'engagement stratégique ciblé sur cinq grands enjeux : « *Our five key engagement focus areas – climate change, water, human rights, executive compensation and board effectiveness – have significant*

and meaningful impacts on the long-term financial sustainability of our public equities portfolio. » (CPPIB, 2020b, p. 37).

La collaboration est également considérée comme un levier important : « *We supplement our own direct engagement efforts through collaboration with like-minded peers [...]* » (CPPIB, 2020b, p. 35). En 2020, Investissements RPC collabore avec *EOS at Federated Hermes*, un prestataire mondial de services de gérance, pour engager le dialogue avec 576 entreprises, dont 235 engagements avec des objectifs formels.

L'organisation utilise aussi le vote par procuration pour influencer les entreprises. Elle a soutenu 26 résolutions d'actionnaires liées au changement climatique et touchant la gestion des émissions de méthane, la résilience des portefeuilles d'actifs, la politique publique ou encore les chaînes d'approvisionnement : « *[...] CPP Investments has supported more than 130 climate change-related shareholder resolutions. These resolutions sought deeper disclosure on climate-related risk and opportunity management [...]* » (CPPIB, 2020b, p. 52).

Enfin, Investissements RPC s'est clairement positionné sur ses attentes vis-à-vis des conseils d'administration : « *We expect boards to integrate consideration of each of these factors [ESG] into the company's strategy and practices, and its communication with stakeholders. »* (CPPIB, 2020b, p. 36). Il s'attend de fait, à ce que les entreprises divulguent avec la SASB ou la TCFD.

En 2023, Investissements RPC renforce son rôle d'actionnaire engagé et affirme que : « *Active ownership is still the lynchpin of our approach to sustainable investing. »* (CPPIB, 2023a, p. 4). Cette approche combine plusieurs leviers tels que l'implication, le vote, la participation à la gouvernance et les incitations pour orienter les entreprises vers des trajectoires compatibles avec ses objectifs à long terme.

Le dialogue bilatéral demeure central : « *Our active ownership involves engagement with our portfolio companies where we believe it will create better long-term outcomes on sustainability-related matters and, in turn, generate more value for CPP Investments. »* (CPPIB, 2023a, p. 15). L'engagement se veut ciblé et constructif, notamment auprès des secteurs difficiles à décarboner, que l'organisation choisit de soutenir plutôt que d'exclure : « *As a long-term investor, we prefer to actively engage with and attempt to influence companies when we disagree with a position taken by management or a board of directors of our active holdings. We have the ability to be a patient provider of capital and to work with companies to bring about change. »* (CPPIB, 2023a, p. 14).

Le vote actionnarial est mis au service de cette stratégie. L'investisseur rappelle avoir instauré une politique de vote climatique : « *We introduced our climate change voting policy in March 2021 where, if engagement was unsuccessful, we voted against the reappointment of the chair of the committee responsible for oversight of climate change (or an appropriate equivalent committee).* » (CPPIB, 2023a, p. 20). Cela s'est traduit concrètement par un vote contre 24 présidents de comités liés au risque climatique.

L'organisation assume aussi un rôle normatif vis-à-vis des entreprises financées : « *We also communicate our expectations with investee companies use our shareholder voting rights and investment decisions to ensure alignment between our expectations and the company's actions.* » (CPPIB, 2023a, p. 4). Ces attentes concernent la divulgation des risques, la gouvernance et la crédibilité des plans de transition. Par ailleurs, Investissements RPC favorise l'intégration de critères de durabilité dans la rémunération des dirigeants.

Enfin, l'organisation soutient les normes de l'ISSB pour améliorer la transparence : « *We support companies aligning their climate change reporting with the ISSB's IFRS S2 climate-related disclosure standards, which are based on the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD).* » (CPPIB, 2023a, p. 16). Il mesure aussi l'impact de son action en mettant en avant des résultats tangibles.

Résumé

Investissements RPC exerçait déjà une influence sur les entreprises de son portefeuille dès 2017 en s'impliquant par divers moyens tels dont le dialogue, les votes et la soumission de proposition actionnariales. Il est intéressant de noter qu'il considère la collaboration avec les autres actionnaires comme un élément important alors que le désinvestissement n'est pas considéré comme une option sérieuse par l'investisseur. Dans les votes, leur utilisation est mentionnée notamment pour soutenir les propositions climatiques sur la transparence. Les attentes de l'investisseur sont intégrées dans les lignes directrices de l'investisseur qui sont alignés notamment avec les PRI.

En 2020, l'investisseur mentionne continuer de s'engager par des moyens traditionnels dont le dialogue, le vote et la collaboration. Il continue d'affirmer que le désinvestissement n'est pas une solution. Parmi les priorités formulées, l'investisseur intègre les changements climatiques et l'eau. La collaboration est importante et l'investisseur l'effectue à travers une initiative permettant de faire pression de manière commune. Il se positionne clairement sur ses attentes vis-à-vis des conseils d'administration dont la publication selon les normes comme la TCFD et la SASB.

Enfin, en 2023, l'actionnariat actif est un élément important pour l'investisseur et il utilise les leviers traditionnels pour y arriver. L'investisseur est attaché à cette implication car il se positionne toujours clairement contre l'exclusion. Il s'est muni d'une politique de vote portant sur le changement climatique qui s'est traduit en plusieurs votes contre des administrateurs. Il va notamment publier ses attentes vis-à-vis des entreprises concernant la présence de plans de transition crédibles.

6.6.7 Bilan des pratiques de l'ensemble des investisseurs pour la thématique « Exercer l'influence sur les entreprises »

Ainsi, la thématique « Exercer l'influence sur les entreprises », telle qu'examinée dans le cadre de cette recherche auprès des investisseurs institutionnels, est synthétisée dans le tableau ci-dessous (Tableau 6.6). L'analyse met en évidence un recours prédominant au dialogue et à l'exercice des droits de vote comme leviers stratégiques pour favoriser l'intégration des impératifs liés au développement durable et aux changements climatiques, tout en rejetant une approche uniforme de désinvestissement systématique.

Cette orientation conduit à l'énonciation d'attentes explicites à l'égard des titres détenus en portefeuille, attentes qui s'inscrivent dans la continuité des initiatives internationales et transnationales et qui reposent sur une reconnaissance de l'importance des pratiques collaboratives. Concrètement, elle se traduit par une mobilisation accrue des droits de vote sur des enjeux décisifs, tels que la demande de démission d'administrateurs, le dépôt de propositions actionnariales visant l'amélioration des pratiques de gouvernance, ou encore l'établissement de collaborations renforcées entre investisseurs pour accroître l'efficacité et la portée de leurs actions.

Tableau 6.6 : Tableau synthèse des pratiques d'exercice de l'influence sur les entreprises

Investisseur	2017	2020	2023
APG	- Dialogue ciblé avec entreprises sur ESG - Intégration dans comités de nomination - Participation à Climate Action 100+	- Intensification des engagements dans les secteurs à fort impact climatique - Expression et diffusion de sa gouvernance et la stratégie climat	- Engagement stratégique dans des entreprises difficiles à verdir - Pression sur la transparence et divulgations alignées avec TCFD - Attentes explicites sur les plans de transition
NBIM	- Exercice des droits de vote sur les enjeux ESG ; - Publications de positions - Contacts avec les conseils sur gouvernance et climat	- Création de lignes directrices thématiques (climat, droits humains) - Dialogue structuré avec objectifs clairs	- Votes systématiques contre les conseils d'administration insuffisamment engagés sur le climat - Attentes fortes sur les plans de transition crédibles - Appui aux standards ISSB
CalSTRS	- Engagement via dialogues constructifs - Rôle actif dans Climate Action 100+	- Priorisation de l'engagement dans les secteurs clés (énergie, finance) - Vote contre les administrateurs non-alignés sur les risques climatiques	- Engagement renforcé via le "Net Zero Engagement Strategy" - Pression sur divulgations TCFD et objectifs SBTi

	- Mise en œuvre de la stratégie ESG		- Intégration des critères ESG dans les politiques de rémunération
NYSCRF	- Affirmation de son rôle de leader, mais peu de détails sur les mécanismes concrets d'influence	- Engagement actif dans Climate Action 100+ - Pression sur les entreprises pour intégrer les risques climatiques - Annonce du net-zéro comme outil d'influence	- Maintien du positionnement comme investisseur responsable - Votes et dialogues peu détaillés dans le rapport - Continuité plus que renforcement.
CDPQ	- Engagement proactif sur ESG - Dialogue avec entreprises à travers Équipe Investissement Durable - Participation aux votes	- Déploiement d'initiatives comme TCFD - Votes contre conseils non conformes aux attentes climatiques - Participation dans Climate Action 100+	- Pression accrue sur la reddition de comptes climatique - Intégration des critères ESG dans les incitatifs dirigeants - Communication d'attentes précises sur la gouvernance climatique
Investissements RPC	- Engagement direct et collaborative sur les enjeux de divulgation climatique - mention de l'importance de la collaboration avec les pairs - Investissement non considéré sérieusement - Attentes d'investissements alignés avec les PRI	- Engagement direct et collaborative sur les enjeux de divulgation climatique et l'eau - Mention de l'importance de la collaboration avec les pairs - Investissement non considéré sérieusement - Attentes vis-à-vis des actifs qu'ils soient alignés avec la TCFD	- Dialogue renforcé, y compris avec secteurs difficiles à décarboner - Politique de vote climatique activée - Intégration d'incitations ESG - Promotion des normes ISSB ; mesure des résultats d'influence (ex. : 22 entreprises transformées)

6.7 Exercer l'influence sur les institutions

La thématique « Exercer l'influence sur les institutions » a pour objectif de réunir toutes les actions que les investisseurs ont déployées pour leur permettre d'influencer le comportement des institutions (intégrant les marchés, les régulateurs et les politiques) relatifs à différents paramètres relatifs aux enjeux étudiés, touchant de près ou de loin à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité sur les actifs immobiliers. Cette thématique s'inscrit également dans le cadre de l'entrepreneuriat institutionnel (Battilana et D'ainno, 2009; Hardy et Maguire, 2017), mais cible les institutions de niveau méso et macro plutôt que les entreprises individuelles, les investisseurs cherchant à façonner le cadre institutionnel régissant les pratiques ESG du secteur immobilier.

6.7.1 APG

APG a adopté dès 2017 une stratégie offensive d'influence institutionnelle visant à soutenir une transformation en profondeur du fonctionnement systémique des marchés financiers. L'organisation revendique cette ambition en affirmant : « *We also see it as our task to contribute to the further sustainability of financial markets.* » (APG, 2017b, p. 4), soulignant que la durabilité des marchés nécessite une réforme structurelle du cadre institutionnel. APG étend donc son action bien au-delà des entreprises : « *Engagements are not just with companies. It is important for pension investors that the authorities and market participants agree on rules that enable the provision of good pensions in the long term.* » (APG, 2017b, p. 9). Rappelant ainsi que les investisseurs ont un rôle à jouer auprès des régulateurs, des autorités publiques et des acteurs normatifs.

Cet engagement se concrétise par une participation active aux débats réglementaires européens. APG collabore à l'élaboration des recommandations ayant servi de fondement au plan d'action de la Commission européenne sur la finance durable, précisant : « [...] *in 2017 we worked with others on recommendations underlying the action plan that the European Commission published [...]* » (APG, 2017b, p. 4). Elle siège également au sein de la *High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, par l'intermédiaire de son Chef du développement durable et de la gouvernance d'entreprise: « *The final report of the HLEG, which includes our head of sustainability and corporate governance, appeared in early 2018.* » (APG, 2017b, p. 38). L'action d'APG s'étend également à la qualité de l'information extra-financière. Elle demande au *Public Company Accounting Oversight Board* d'intégrer à son agenda l'audit des données de durabilité, traditionnellement négligées : « *At our request, the Public Company Accounting Oversight Board will examine [...] sustainability information is reliable. Until recently, sustainability was not on the PCAOB's agenda.* » (APG, 2017b, p. 38). L'un de ses experts agit désormais comme conseiller de cette institution.

APG cherche aussi à structurer les attentes à l'égard des gestionnaires d'actifs, notamment dans le secteur du capital-investissement : « *It is important to make good arrangements on this at an early stage.* » (APG, 2017b, p. 39) et publie des documents contractuels pour y intégrer les pratiques ESG. Son influence passe aussi par des postes stratégiques dans des organisations sectorielles, comme la présidence d'*Invest Europe*, ou encore sa participation à des coalitions comme les PRI et la IIGCC, lui permettant de façonner directement les normes de marché.

Enfin, APG joue un rôle central dans la CA100+, qui rassemble 220 investisseurs pour influencer les 100 plus grands émetteurs mondiaux. Elle souligne : « *This is the largest alliance we have ever taken part in.* » (APG, 2017b, p. 33), confirmant la montée en puissance de son influence collective à l'échelle mondiale.

En 2020, APG renforce son influence institutionnelle par une stratégie multi-niveau, combinant normes publiques, partenariats, coalitions et élaboration de standards sectoriels. Elle affirme que ses politiques d'exclusion et d'inclusion se basent sur des cadre internationaux : « *The OECD guidelines for multinational companies form the basis for our inclusion policy.* » (APG, 2020b, p. 10). Elle rappelle que le covenant néerlandais IMVB, auquel elle a adhéré, repose aussi sur ces principes : « *The covenant is based on the OECD Guidelines [...] and the UN Guiding Principles on Business and Human Rights.* » (APG, 2020b, p. 34).

Mais APG ne se limite pas à la conformité réglementaire. Elle coconstruit des instruments de politique publique, comme les obligations vertes émises par l'État néerlandais : « *APG, in collaboration with the*

Dutch Ministry of Finance, has also worked on the creation of green Dutch government bonds. » (APG, 2020a, p. 37). Illustrant son pouvoir d'influence directe sur les mécanismes de financement de la transition.

L'organisation joue aussi un rôle fondateur dans la création de plusieurs référentiels structurants : « [...] *we were one of the founders of the Corporate Human Rights Benchmark (CHRB), the Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) [...] and the Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM) [...]* » (APG, 2020b, p. 12). Ces outils sont aujourd'hui devenus des normes du marché reconnues internationalement.

Sur le plan climatique, APG codirige le développement de la *Net Zero Investment Framework (NZIF)* : « *APG co-chairs an initiative of the [...] (IIGCC) that has developed the [...] (NZIF).* » (APG, 2020b, p. 37) et s'implique dans la NZAMI. Elle co-initie également les trajectoires carbone pour l'immobilier via le projet CRREM, aux côtés de NBIM, PGGM et de la GRESB : « *APG is one of the initiators [...] to check whether the sustainability of their real estate investments is in line with the Paris climate targets.* » (APG, 2020b, p. 38). L'influence institutionnelle s'élargit aux questions de biodiversité. APG soutient les travaux de la PBAF et s'implique dans le développement de la TNFD : « *The goal is to develop a framework for reporting on, managing and responding to nature-related risks and opportunities.* » (APG, 2020b, p. 46).

Elle a parallèlement des fonctions stratégiques dans plusieurs arènes normatives, dont la *Global Investors for Sustainable Development Alliance*, la *SDG Advisory Committee of the PRI*, et le comité de la *German Corporate Governance Code*, renforçant sa force d'influence des cadres de gouvernance et de divulgation.

Enfin, son action locale se manifeste par des mécanismes innovateurs de financement comme la plateforme *LIST Amsterdam*, qui soutient le logement social : « *APG provides over €550 million in direct loans to Dutch housing associations.* » (APG, 2020b, p. 45). Elle participe aussi à la mise en œuvre de l'accord climat néerlandais. L'organisation exige également davantage de transparence de la part de ses partenaires non cotés : « [...] *provide us with an ESG report every year. Unlisted companies generally make much less information public than listed companies. Such reports enable us to assess both the private equity manager and the companies that are being invested in.* » (APG, 2020b, p. 19).

En 2023, APG poursuit sa stratégie d'influence institutionnelle par une présence renforcée dans les arènes règlementaires européennes, la création d'outils normatifs et des coalitions internationales. Elle s'affirme comme un acteur engagé dans l'élaboration du cadre règlementaire européen en signant une déclaration commune appelant à maintenir l'ambition et l'intégrité des ESRS : « *In 2023, APG signed a joint investors'*

statement asking the European Commission to enforce the ambition and integrity of the first series of standards for sustainability reporting (European Sustainability Reporting Standards; ESRS) for businesses. » (APG, 2023, p. 62). APG justifie cette position en soulignant que : « *Investors will only have the correct information needed to assess their portfolios and make responsible investment choices if companies are legally obliged to provide information about aspects such as their carbon footprint.* » (APG, 2023, p. 62).

Parallèlement, APG continue de développer des outils méthodologiques d'évaluation, à l'image de la plateforme SDI AOP : « *We are a co-founder of the SDI AOP, the platform for asset managers that evaluates companies based on the contribution they make to the Sustainable Development Goals.* » (APG, 2023, p. 41). Elle appui aussi l'application des nouvelles réglementations comme le SFDR, en mettant à disposition son expertise pour aider les fonds à s'y conformer : « *Asset Management is using its experience and expertise to integrate the new legislation into the existing processes and products [...]* » (APG, 2023, p. 62).

Sur les enjeux climatiques, APG renforce son implication au sein de la NZAM et continue de jouer un rôle moteur dans la CA100+ : « *[...] APG was already leading the engagements with Holcim [...] Stellantis [...] SK Innovation. One tangible result was that Holcim submitted its climate strategy to its shareholders for approval.* » (APG, 2023, p. 43). Ces engagements concrets démontrent une capacité à faire évoluer les pratiques des entreprises sur les enjeux climatiques.

Concernant la biodiversité, APG adopte une approche proactive à travers son adhésion à la *Finance for Biodiversity Pledge*, son implication dans la TNFD et sa participation active à la *Nature Action 100* : « *We play an active role within NA100 and seek to be closely involved in engagements that are important to our clients.* » (APG, 2023, p. 48). Ces initiatives positionnent l'organisation comme un acteur structurant des futurs cadres de divulgation et de gestion des enjeux liés au vivant.

Enfin, APG mobilise activement des outils de mesure standardisés pour évaluer les risques ESG. Elle utilise la *Greenhouse Gas Protocol*, la plateforme ENCORE et la méthode CRREM pour informer ses dialogues avec les entreprises. Ces outils renforcent la précision, la comparabilité et la transparence des engagements.

Résumé

APG exerce dès 2017, une influence institutionnelle significative en considérant que la transformation du marché vers l'intégration des principes de développement durable constitue une composante essentielle de sa mission fiduciaire. Son implication dans l'élaboration de recommandations reprises par les

institutions européennes, ainsi que la délégation de ses dirigeants dans divers groupes de travail, traduisent l'existence de pressions normatives, qui visent à institutionnaliser de nouveaux standards. Sa participation aux initiatives sectorielles, notamment à travers les PRI, et son rôle anticipateur au sein de la CA100+, reflètent quant à eux une démarche mimétique où l'investisseur cherche à renforcer sa légitimité par alignement avec les meilleures pratiques émergentes.

En 2020, son action se structure davantage autour de cadres de référence internationaux, ses politiques d'inclusion et d'exclusion s'ancrant explicitement dans des normes de portée globale. Sa collaboration avec l'État pour le développement des obligations vertes illustre la montée des pressions coercitives émanant des régulateurs, tandis que son rôle fondateur dans des initiatives comme la GRESB ou la CRREM traduit une volonté de participer activement à la définition des standards de marché. Parallèlement, son engagement croissant dans le champ de la biodiversité via la PBAF et la TNFD illustre une extension du champ organisationnel, où l'investisseur contribue à l'émergence de nouvelles normes de divulgation et d'évaluation. La participation à de multiples comités renforce son rôle en tant qu'« entrepreneur institutionnel », capable d'influer sur les règles et les cadres de légitimation.

Enfin, en 2023, sa participation à une pétition internationale visant à préserver les normes européennes de durabilité dans un contexte politique instable met en évidence la tension entre pressions coercitives (cadres légaux contestés) et pressions normatives (attentes de la communauté des investisseurs). Son soutien actif à la mise en œuvre de la SFDR et la mise à disposition d'outils analytiques à l'industrie renforcent son rôle de vecteur de normalisation. L'extension de son engagement à la biodiversité illustre la reproduction de logiques institutionnelles déjà éprouvées dans le domaine climatique, traduisant un processus d'isomorphisme institutionnel où les expériences réussies d'un champ (climat) sont transférées vers un autre (nature). Ainsi, l'investisseur incarne pleinement la logique de champ organisationnel globalisé, où les normes émergentes en matière de durabilité se co-construisent sous l'effet des interactions entre acteurs financiers, autorités publiques et société civile.

6.7.2 NBIM

En 2017, NBIM déploie une stratégie d'influence institutionnelle articulée autour de trois axes : contribution à l'élaboration des normes internationales, dialogue avec les régulateurs, et participation aux consultations publiques. L'objectif est de renforcer la cohérence et la transparence des marchés mondiaux. Elle affirme : « *We will continue to contribute to the development of international standards that provide*

consistency across markets [...] » (NBIM, 2018b, p. 6) et « Standards provide consistency across markets and raise the bar for all companies. [...] Our aim is to contribute to the development of well-functioning markets [...] » (NBIM, 2018b, p. 11). NBIM se positionne ainsi comme un acteur de référence dans les enceintes internationales, défendant l'importance d'un cadre normatif partagé : « We recognise a set of key international principles and standards from the UN and the OECD. » (NBIM, 2018b, p. 11).

NBIM entretient un dialogue constant avec les régulateurs et organisations internationales : « We [...] engage regularly with international organisations, regulators, and other standard setters [...] » (NBIM, 2018b, p. 11). Elle contribue activement soumettant 17 réponses en 2017 aux consultations publiques portant sur des sujets majeurs comme l'égalité des actionnaires, le développement durable ou encore le bon fonctionnement des marchés.

NBIM adopte une position favorable à l'approche basée sur des principes plutôt que sur les normes : « We consider a principles-based approach most appropriate for creating a disclosure framework, flexible enough to address evolving issues. » (NBIM, 2018b, p. 19). Elle soutient fortement la TCFD dès ses débuts, en apportant des réponses formelles : « We have interacted with the Task Force repeatedly over the last two years, submitting two public responses. We have signed a formal statement in support of the recommendations. » (NBIM, 2018b, p. 59). Elle appuie aussi des initiatives collectives comme la *CDP Supply Chain – Forests* et organise des événements favorisant les échanges entre investisseurs et entreprises : « [...] we hosted a CDP-led workshop with companies and investors in June 2017. » (NBIM, 2018b, p. 59). Ses priorités thématiques incluent le climat, la gestion de l'eau et les droits des enfants.

En 2020, NBIM consolide sa posture d'acteur normatif en s'appuyant sur les cadres de l'ONU et de l'OCDE définis par son mandat : « Our management mandate [...] specifies three standards from the OECD and the UN as the framework for responsible investment management [...] » (NBIM, 2021b, p. 19). Elle s'implique activement dans la révision de standards globaux tels que les Principes G20/OCDE, les lignes directrices de l'OCDE, ou le Pacte mondial de l'ONU, affirmant son rôle dans leur développement.

L'investisseur poursuit ses échanges avec des institutions majeures comme la Commission européenne, l'OCDE, le Global Compact, ou encore les régulateurs nationaux (France, Allemagne, Royaume-Uni). Ces rencontres lui permettent de partager ses priorités : « When we meet standard setters, we are interested to learn about their strategic priorities [...]. At the same time, we can communicate our own priorities. » (NBIM, 2021b, p. 20). Il répond à 16 consultations publiques, dont 13 sur le développement durable et

milite pour des exigences standardisées et pertinentes : « [...] *reporting requirements based on globally accepted, financially material and standardised sustainability metrics.* » (NBIM, 2021b, p. 20).

Sur le plan industriel, NBIM prend part à des initiatives telles que la IASB, la GRI, la SASB, ou encore la TPI, et la *CDP Water Programme* via des ateliers et un rôle au sein du comité consultatif.

En 2023, NBIM renforce son influence institutionnelle avec une approche plus affirmée, structurée autour de la transparence, de la standardisation et de la coopération multilatérale. Elle revendique explicitement l'usage de son levier d'influence : « *We use our leverage [...] We promote these economic interests in a predictable way through clear principles.* » (NBIM, 2024b, p. 7).

L'investisseur participe à 27 consultations publiques, lesquelles abordent des enjeux majeurs dont la réglementation des notations ESG, la divulgation climatique (ISSB, ESRS), plans de transition, biodiversité : « *We also advocated for mandatory climate disclosure regimes aligned with global standards [...]* » (NBIM, 2024b, p. 15).

NBIM continue de développer des relations bilatérales étroites avec des institutions clés telles que la Commission européenne, le GRI, l'ISSB ou l'IAASB : « *We share our investor perspective [...] by responding to public consultations, meeting their experts, speaking at conferences [...]* » (NBIM, 2024b, p. 14).

L'interopérabilité des cadres internationaux devient un enjeu central dans un contexte de mondialisation des marchés : « *With investments across 72 different markets, a key focus area for us is to encourage interoperability [...]* » (NBIM, 2024b, p. 21). NBIM est aussi très active dans les initiatives multilatérales, elle siège au conseil d'administration du PRI, codéveloppe les recommandations de la *UK Transition Planning Taskforce*, participe à CRREM, à TPI et joue un rôle actif dans la TNFD : « [...] *we take on an active role in co-creating the framework, including on framing and content [...]* » (NBIM, 2024b, p. 20). Enfin, elle renforce sa présence dans les forums publics, dans des sommets sur la durabilité (Oslo, Mumbai), et dans des conférences internationales comme les *PRI in Person* ou la *IFRS Sustainability Symposium*.

Résumé

NBIM exerçait déjà une influence institutionnelle notable dès 2017 en affirmant que sa mission consistait à contribuer activement à l'établissement de normes internationales. Dans cette optique, elle a apporté un soutien affirmé à plusieurs référentiels reconnus et a maintenu un dialogue constant avec les autorités

publiques ainsi qu’avec diverses organisations internationales. Elle a également participé aux consultations publiques jugées pertinentes, en particulier celles intégrant la thématique du développement durable. Dès le lancement, elle a soutenu de manière décisive les recommandations de la TCFD et a accueilli plusieurs événements organisés par la CDP.

En 2020, NBIM souligne son soutien renouvelé aux initiatives internationales, par leur intégration dans son mandat d’investissement responsable. Elle met en avant son engagement envers le Pacte mondial de l’ONU et affirme sa volonté d’y contribuer activement. Parallèlement, elle entretient des relations avec des institutions comme la Commission européenne, afin de partager ses priorités stratégiques, et continue de répondre à des consultations publiques, notamment sur le développement durable, tout en plaidant pour une normalisation accrue. Sa participation à une pluralité d’initiatives, dont la SASB et la GRI via des ateliers consultatifs, traduit une volonté de s’ancrer dans des cadres normatifs internationaux reconnus.

En 2023, son action se structure davantage : elle répond de façon systématique aux consultations publiques visant les changements climatiques et la biodiversité, développe et entretient des relations bilatérales renforcées avec des institutions comme la Commission européenne et la GRI, et participe activement aux instances de gouvernance de certaines initiatives telles que les PRI ou la CRREM, soit par sa présence sur des conseils d’administration, soit par sa contribution à l’élaboration de recommandations. Il convient de souligner que cette influence s’élargit désormais à la biodiversité, avec une implication dans la TNFD, traduisant un élargissement de son champ d’action institutionnel. Enfin, l’investisseur confirme sa volonté de renforcer sa visibilité et son rôle dans les forums publics internationaux.

6.7.3 CalSTRS

En 2017, CalSTRS adopte une posture résolument proactive dans la structuration des normes de durabilité financière. Elle cherche à influencer les institutions tant par sa participation à des coalitions que par des interventions individuelles dans les débats règlementaires. L’organisation s’appuie fortement sur ses hauts dirigeants pour asseoir sa légitimité et son rôle de co-construction des standards ESG. Son PDG, Jack Ehnes, siège aux conseils de Ceres et de la SASB, tandis que son directeur des investissements, Christopher Ailman, préside le groupe consultatif en investissement de la SASB. Ces rôles témoignent d’une volonté claire de contribuer à l’élaboration directe des référentiels internationaux de divulgation ESG.

CalSTRS dépasse le cadre strictement consultatif pour adopter une posture normative. L'organisation formule une prise de position formelle auprès de la SEC américaine, dans laquelle elle appelle à la mise en place de métriques sectorielles normalisées et de rapports approfondis sur les risques ESG à long terme :

[...] formally commented to the U.S. Securities and Exchange Commission on its concept release surrounding Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K. CalSTRS staff emphasized that the SEC should focus on requiring industry-specific standardized metrics to disclose material ESG information, requiring robust discussion of an issuer's industry specific, long-term ESG risks and opportunities. (CalSTRS, 2017b, p. 77)

Cette intervention marque un engagement en faveur de l'institutionnalisation des pratiques ESG dans le cadre réglementaire national.

En parallèle, CalSTRS mène une stratégie d'influence collective via des partenariats structurants avec des organisations telles que la CDP, la *Environmental Defense Fund*, les PRI et la SASB. Ces alliances visent à renforcer la transparence et à encourager la convergence réglementaire autour des enjeux de durabilité.

Enfin, elle exerce aussi une pression normative sur ses partenaires d'affaires. Ses gestionnaires d'actifs, internes et externes, doivent appliquer la politique ESG dans leurs processus d'évaluation des risques : « *All CalSTRS investment managers—internal and external—use the ESG policy to identify and assess the risks associated with an investment [...]* » (CalSTRS, 2017b, p. 73). Aussi, elle évalue régulièrement ses partenaires commerciaux non financiers via des enquêtes sur leurs engagements durables.

En 2020, CalSTRS intensifie son action en faveur d'une formalisation des normes ESG, avec une approche qui combine leadership institutionnel, influence politique et structuration interne. Les dirigeants de l'organisation occupent des fonctions de premier plan dans les principales instances de normalisation. Le rapport souligne : « *CalSTRS executives and senior-level staff provide leadership to vital organizations that drive strategic direction of corporate sustainability and responsible long-term investing.* » (CalSTRS, 2020b, p. 42). Outre la présence renouvelée dans les instances de Ceres et de la SASB, des représentants de CalSTRS siègent au *Bloomberg ESG Advisory Group* et à la GRI. CalSTRS continue également de jouer un rôle structurant dans les réseaux de la finance durable. Elle siège au *PRI Association Board* et au Comité consultatif des propriétaires d'actifs, illustrant une volonté affirmée de codéveloppement normatif.

Elle engage aussi un dialogue stratégique avec les autorités politiques pour faire évoluer le cadre normatif des marchés : « *We also engage policymakers to codify strong governance practices that improve the financial market landscape for long-term investors and their beneficiaries.* » (CalSTRS, 2020b, p. 32). Cela traduit une volonté explicite de transformer les meilleures pratiques ESG en obligations réglementaires.

Sur le plan interne, l'investisseur structure sa gouvernance à travers le *Corporate Sustainability Advisory Team*, composé de hauts responsables de chaque branche, qui pilote la stratégie ESG en s'inspirant notamment de la feuille de route de Ceres. Par ailleurs, des collaborateurs de CalSTRS participent à des groupes techniques spécifiques, comme le Ceres Carbon *Pricing Policy Working Group* ou la *Valuing Water Task Force*, illustrant l'élargissement des thématiques d'intervention.

En 2023, le positionnement de CalSTRS en matière d'influence institutionnelle semble moins affirmé que par le passé. Son discours est plus parcimonieux, mais laisse entendre la poursuite d'un engagement ciblé. Elle souligne notamment la pertinence de cadres de divulgation comme ceux de la GRI, témoignant d'un alignement sur des standards déjà largement reconnus à l'échelle internationale. Elle ne revendique plus de rôles dirigeants au sein de ces institutions, mais continue de s'y référer comme des repères structurants.

L'investisseur indique toutefois que son action vise toujours à favoriser des évolutions réglementaires alignées avec la création de valeur à long terme. Il affirme dans ses publications stratégiques vouloir « *We continuously look to improve ESG disclosures integration that support long-term value creation [...]* » (CalSTRS, 2023b, p. 30). Cette orientation demeure fidèle à la stratégie historique de CalSTRS d'intégrer les enjeux ESG dans les fondations mêmes des marchés financiers.

Résumé

CalSTRS exerçait déjà une influence institutionnelle en 2017, en plaçant des membres de sa haute direction au sein de conseils d'administration afin de contribuer activement au développement des normes ESG. L'investisseur a notamment répondu à une consultation de la SEC en plaidant pour l'élaboration de mesures normalisées à long terme. Il a également soutenu des partenariats structurants avec des initiatives industrielles telles que la CDP et la SASB, tout en alignant ses propres pratiques sur celles de ses partenaires d'affaires en matière de développement durable.

En 2020, cette influence se renforce par une intensification de son rôle dans la formalisation des normes ESG : des membres de la haute direction sont délégués à des postes stratégiques au sein d'instances

internationales telles que la SASB, Ceres ou encore la GRI, tandis que ses collaborateurs participent à des groupes techniques spécialisés. Parallèlement, CalSTRS engage un dialogue direct avec les autorités réglementaires afin d'intégrer les facteurs ESG dans les règles de marché, contribuant ainsi à la consolidation d'un cadre normatif plus robuste.

Enfin, en 2023, l'investisseur se montre moins démonstratif qu'auparavant quant à son influence institutionnelle, bien qu'il continue de mentionner l'utilisation des standards de la GRI et de reconnaître le rôle structurant des initiatives industrielles. Il affirme également son soutien aux normes visant à protéger la valeur à long terme, confirmant la continuité de son positionnement en faveur d'un cadre institutionnel alignant durabilité et performance financière.

6.7.4 NYSCRF

En 2017, NYSCRF affirme clairement son ambition de jouer un rôle transformateur dans l'élaboration des normes institutionnelles relatives à la finance durable. Sa stratégie repose sur un usage articulé de plusieurs leviers d'influence dont l'engagement actionnarial et réglementaire, la participation aux coalitions et aux organismes de standardisation ESG qui visent à remodeler les règles du jeu.

L'investisseur cherche à amplifier sa voix par une action collective : « *The Fund is not alone in its commitment to enhancing long-term value for investors, and works with many similarly situated and like-minded investors, associations, coalitions and organizations to amplify our votes and voices. These partners and coalitions include : Ceres, a nonprofit devoted to sustainable investing, [...]* » (NYSCRF, 2018, p. 3). Il participe aussi à des initiatives multilatérales d'envergure, comme la CDP, aux côtés de plus de 250 investisseurs représentant 25 000 milliards \$ US d'actifs. Cette mobilisation débouche sur des résultats concrets : « *After closing CDP's reporting cycle in 2016 and 2017, more than 70 additional companies in the R1000 started disclosing emissions data to CDP.* » (NYSCRF, 2018, p. 15).

L'engagement institutionnel du fonds s'étend également à l'arène politique internationale. Le contrôleur général du fonds co-signe, en mai 2017, une lettre adressée aux gouvernements du G7 et G20 pour les exhorter à respecter les engagements de l'Accord de Paris : « *In May 2017, the Comptroller joined 217 investors (representing more than \$15 trillion in assets) in writing to the governments of the G7 and G20 nations to urge them to continue to support and fully implement the Paris Climate Agreement [...]* » (NYSCRF, 2018, p. 15). Cette pression est réitérée à la COP23 de Bonn, où l'investisseur participe aux

discussions visant à aligner les stratégies des entreprises et des gouvernements : « [...] *the Comptroller attended COP23 in Bonn, Germany, and participated in a discussion regarding how investors are working with companies and governments to achieve the goals of the Paris Agreement [...]* » (NYSCRF, 2018, p. 15).

Parallèlement, il intervient dans les processus de normalisation ESG, en répondant à une consultation publique de la SASB : « [...] *the Comptroller commented on the Sustainability Accounting Standards Board's Exposure Draft of the Sustainability Accounting Standards, which are designed to improve the effectiveness of corporate disclosure on ESG factors in SEC filings.* » (NYSCRF, 2018, p. 25). Il adresse aussi des écrits aux autorités réglementaires sur divers sujets, dont les risques climatiques : « *The Fund continued with its public policy advocacy efforts, writing to regulators and elected officials about a wide variety of topics, including climate risk [...]* » (NYSCRF, 2017, p. 91). Ces actions traduisent une stratégie d'influence institutionnelle multidimensionnelle, à la fois ascendante (activisme) et descendante (normalisation), cohérente avec une volonté d'alignement systémique des marchés avec les objectifs climatiques.

En 2020, NYSCRF renforce sa posture d'acteur institutionnel structurant, en articulant deux leviers principaux. D'une part la participation active à des coalitions d'influence et l'intervention directe dans les débats de politiques publiques et d'autre part aux niveaux étatique, fédéral et international.

L'investisseur souligne explicitement sa stratégie de construction de coalition : « [...] *the Fund works with many like-minded investor associations, coalitions and organizations to amplify its voice.* » (NYSCRF, 2021, p. 24). Il détient un rôle de leadership dans plusieurs plateformes influentes, Ceres, la CDP, la CA100+ et les PRI. Cette pluralité d'alliances révèle une stratégie mûrement réfléchie d'influence concertée, où le fonds utilise la légitimité collective pour peser dans les débats normatifs.

Sur le plan réglementaire, NYSCRF se positionne comme un acteur structurant du débat public sur le climat : « *The Fund continues to provide public policy leadership at the international, federal, and state levels on climate change issues that may impact its returns [...]* » (NYSCRF, 2020, p. 97). Il intervient notamment sur la réalisation de l'Accord de Paris, la *Clean Power Plan*, les crédits d'impôt pour les énergies renouvelables, les normes sur les carburants à faible émission et les exigences de transparence ESG à la SEC. Il cherche ainsi à façonner les conditions juridiques et fiscales des marchés pour y intégrer les impératifs climatiques.

Cette orientation normative externe se reflète également dans sa gestion interne. En rejoignant la GRESB, NYSCRF montre son engagement à améliorer la performance ESG de ses actifs immobiliers. Il mobilise

également des instruments d'influence auprès de ses partenaires d'affaires. Dès 2020, il commence à interroger ses gestionnaires de fonds sur leur engagement ESG : « *In early 2020, the Fund began to engage its public equity and fixed income external managers on their approaches to climate change [...]* » (NYSCRF, 2020, p. 96). L'ensemble de ces pratiques confirme l'ambition du fonds de faire évoluer les normes à travers une influence simultanément externe et interne.

En 2023, NYSCRF consolide son rôle d'acteur institutionnel de premier plan dans la transformation des cadres réglementaires. Son action vise explicitement à modifier les politiques publiques afin de protéger la valeur à long terme de ses investissements : « *[...] advocating for public policies that will help protect the long-term value of our investments.* » (NYSCRF, 2023, p. 103). Le fonds se positionne ainsi comme un acteur du changement systémique plutôt que comme un simple gestionnaire d'actifs. Il renouvelle son soutien aux recommandations de la TCFD : « *The Fund supports the TCFD recommendations.* » (NYSCRF, 2023, p. 104), et agit pour renforcer leur portée réglementaire. En 2022, il appuie formellement la proposition de la SEC visant à rendre obligatoire la divulgation des risques climatiques : « *[...] the Fund submitted comments to the U.S. Securities and Exchange Commission in support of the proposed rule entitled The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors.* » (NYSCRF, 2023, p. 106). Cette initiative confirme l'alignement du fonds avec une stratégie de réglementation par le haut, où la transparence climatique devient une norme imposée aux marchés.

Son action se poursuit sur tous les fronts institutionnels (État de New York, niveau fédéral, forums internationaux) avec des revendications constantes sur la tarification du carbone, les normes d'émissions, la transparence des risques climatiques, ou encore les incitations fiscales aux investissements durables.

Le soutien du fonds à l'*Inflation Reduction Act*, qualifiée de « plus grand plan d'investissement climatique de l'histoire américaine », marque une inflexion politique significative : « *[...] the Fund supported the passage and enactment of the Inflation Reduction Act (IRA), which makes the largest climate investment in American history [...]* » (NYSCRF, 2023, p. 106). Cette prise de position manifeste l'engagement du NYSCRF dans la création d'un cadre macroéconomique favorable à la transition.

Enfin, l'influence s'exerce aussi à travers l'encadrement des pratiques des gestionnaires externes. L'investisseur poursuit ses efforts pour diffuser les meilleures pratiques ESG auprès de ses partenaires : « *[...] encouraging both to embrace ESG best practices, can help protect the long-term value of the Fund's investments.* » (NYSCRF, 2023, p. 103). Il leur demande désormais de documenter plus systématiquement

leurs stratégies ESG, en lien avec la neutralité carbone et les opportunités climatiques : « [...] *the Fund has been engaging with existing managers regarding these criteria to better understand their approach to addressing climate risks, investing in climate opportunities, and their net-zero alignments and strategies.* » (NYSCRF, 2023, p. 106). Ces interactions révèlent une stratégie d'influence ascendante, complémentaire des efforts réglementaires déployés au niveau institutionnel.

Résumé

NYSCRF exerçait déjà une influence institutionnelle en 2017 en mettant de l'avant l'importance de l'action collective pour accroître l'efficacité des votes et des dialogues actionnariaux, ce qui justifie sa participation active à la CDP. Il a signé une lettre adressée aux dirigeants du G7 et du G20 les exhortant à respecter les engagements de l'Accord de Paris et a rendu publiques ses réponses aux consultations réglementaires afin de faire pression sur la SEC pour qu'elle intègre les risques climatiques dans ses orientations. Parallèlement, il a adressé des lettres à plusieurs élus afin de promouvoir la prise en compte systématique des risques climatiques dans les politiques publiques.

En 2020, l'investisseur réitère la centralité de l'action collective comme levier stratégique et renforce sa présence dans de nombreuses initiatives internationales de premier plan. Il s'engage aussi de manière proactive sur le terrain réglementaire, en plaidant auprès des autorités pour l'intégration explicite des changements climatiques dans divers cadres de régulation financière. Dans le secteur immobilier, son implication passe par une participation renforcée auprès de la GRESB, tout en exerçant une influence sur ses partenaires d'affaires afin qu'ils intègrent plus sérieusement les facteurs ESG dans leurs pratiques.

Enfin, en 2023, l'investisseur intensifie encore son action institutionnelle en l'ancrant explicitement dans la protection de la valeur à long terme. Il renouvelle son soutien à des initiatives structurantes et soumet un commentaire favorable à la SEC en faveur de l'imposition de la divulgation climatique, démarche qu'il promeut également auprès de l'ensemble des niveaux de gouvernement. Son soutien à l'IRA témoigne de sa volonté de peser sur l'orientation des politiques publiques climatiques aux États-Unis. Par ailleurs, il exige de ses gestionnaires externes qu'ils documentent de façon plus systématique leurs stratégies ESG, en particulier celles liées à la neutralité carbone et à l'identification des opportunités climatiques.

6.7.5 CDPQ

En 2017, CDPQ affiche clairement sa volonté d'accroître son leadership dans le secteur financier, en particulier en participant à des initiatives collectives visant à transformer les normes du marché. L'organisation souligne sa stratégie : « *Stronger leadership within the industry and with businesses.* » (CDPQ, 2017b, p. 4) et s'interroge activement sur les modalités de collaboration avec ses pairs afin de concilier rentabilité financière et performance ESG : « *How can we work with our peers [...] in initiatives designed to align profitability and ESG performance?* » (CDPQ, 2017b, p. 2-3).

Cette dynamique se concrétise par son engagement dans de multiples initiatives internationales et nationales, dans lesquelles CDPQ ne se contente pas d'être participante, mais assume un rôle actif de production normative. Par exemple, elle soutient la *Climate Bonds Initiative* : « [...] *this international organization works to mobilize bond market investors to develop solutions that will contribute to the transition towards a low carbon economy.* » (CDPQ, 2017b, p. 10). Elle rejoint aussi le groupe de travail de l'UNEP FI pour développer une méthodologie d'analyse des risques liés à la transition climatique : « *We have joined the UNEP FI task force to develop a more precise methodology [...]* » (CDPQ, 2017b, p. 15).

Sa posture va au-delà de la participation car elle coproduit des standards de divulgation climatique alignés sur les recommandations de la TCFD. Comme elle l'indique : « [...] *we joined forces with a group of investors sponsored by [...] (UNEP FI) to develop a set of climate risk disclosure standards in line with the TCFD's recommendations, including scenario analysis.* » (CDPQ, 2017b, p. 33). Cela traduit un rôle de façonneur de normes dans un espace transnational de régulation ESG.

Par ailleurs, la CDPQ est présente dans des comités de développement durable de plusieurs associations professionnelles, notamment via sa filiale immobilière Ivanhoé Cambridge : « *Participate in at least 75% of the sustainable development committees of the professional associations in which Ivanhoé Cambridge is a member.* » (CDPQ, 2017b, p. 42). Elle réalise également des veilles régulières sur les initiatives et les réglementations internationales en ESG, alimentant ses positions et stratégies : « *Scans were performed on a quarterly basis [...] on the Principles for Responsible Investment website and on the websites of securities authorities and various international groups [...]* » (CDPQ, 2017b, p. 41).

Sur le plan politique, l'investisseur intervient dans l'espace public en cosignant des lettres adressées à des institutions étatiques : « *Signing, with international peers, a letter to the G20 reaffirming the need to*

implement the Paris Agreement [and] a letter asking the SEC to reconsider its planned suspension of Article 1502 of the Dodd-Frank Act on conflict minerals. » (CDPQ, 2017b, p. 41).

Enfin, elle participe activement à des événements internationaux de haut niveau, comme le *Green Finance Dialogue de la Sustainable Stock Exchange* à la COP23 ou l'événement *Engaging for Climate au One Planet Summit* : « *La Caisse's employees participated in many events in 2017, including as panelists at [...] the Sustainable Stock Exchange's Green Finance Dialogue at COP23 – Bonn – November 2017 [...] the Engaging for Climate event at the One Planet Summit – Paris – December 2017.* » (CDPQ, 2017b, p. 42). Ce positionnement dans les forums mondiaux s'inscrit dans une stratégie d'influence institutionnelle affirmée.

En 2020, CDPQ articule une stratégie d'influence à la fois locale et internationale, affirmant clairement son intention : « *To maximize our impact and contribute to societal progress, we use our influence to bring together groups of institutional investors in Québec and around the world for major stewardship investing initiatives.* » (CDPQ, 2020b, p. 9). Elle joue un rôle moteur au sein de grandes coalitions telles que la ILN, qu'elle a cofondée dans la foulée du G7 de 2018 et où elle conserve un rôle actif via le *CEO Council*, le conseil d'administration, ainsi que divers comités consultatifs. Son ambition d'influencer le secteur financier s'exprime aussi par son engagement actif dans la CA100+, où elle co-dirige trois campagnes qui ont conduit des entreprises à s'engager vers la neutralité carbone d'ici 2050. Cette logique d'engagement dépasse les entreprises pour viser aussi les pairs, les gouvernements et la communauté d'affaires.

Sur le plan normatif, CDPQ défend activement des référentiels ESG internationaux, notamment la TCFD, les standards de la SASB, ainsi que la création de la ISSB, à laquelle elle a contribué via des consultations publiques. Par ailleurs, au sein de la NZAOA, elle participe à la co-construction d'outils de pilotage de la décarbonation, tels que le 2025 *Target Setting Protocol*. Elle insiste sur le rôle structurant de l'influence collective en précisant : « *Members' economic influence is leveraged to encourage investors to support their portfolio companies in decarbonization.* » (CDPQ, 2020b, p. 25).

En 2023, CDPQ poursuit et renforce sa stratégie d'influence institutionnelle à multiples niveaux : transnationale, nationale, sectorielle et privée. À l'international, elle continue de jouer un rôle clé dans des initiatives comme la ILN, en collaboration avec le Trésor américain, pour : « *[...] accelerate investment in sustainable infrastructure in emerging economies.* » (CDPQ, 2023b, p. 23). Elle développe également avec la *United States Trade and Development Agency* un portefeuille de projets viables dans ces marchés.

Son rôle dans la *Global Investors for Sustainable Development* est également central, elle y co-préside la *Task Force on Scaling Capital Mobilization*, dont la mission est : « [...] *whose objective will be to communicate private sector perspectives at COP29 in 2024.* » (CDPQ, 2023b, p. 23). Au Canada, elle organise des tables rondes pour échanger ses bonnes pratiques : « [...] *share best practices on integrating ISSB standards.* » (CDPQ, 2023b, p. 24). L'influence normative est manifeste dans son soutien actif aux normes de la ISSB : elle cosigne une lettre ouverte avec 24 institutions financières québécoises, publie une déclaration conjointe avec les dix plus grands fonds canadiens et participe aux consultations de la ISSB.

Sur le plan multilatéral, CDPQ conserve son rôle dans la NZAOA, où elle siège au conseil d'administration et contribue à définir les standards sur la mobilisation du capital privé et la transparence. Elle co-anime également un groupe de travail de la GFANZ sur le financement de la transition dans des secteurs difficiles comme le ciment ou l'aviation. Elle influe également sur les grandes orientations internationales, notamment via le G20, en co-présidant un groupe de travail sur le climat et l'énergie dans le cadre du B20 : « *We co-chaired the Task Force on Energy, Climate Change and Resource Efficiency.* » (CDPQ, 2023b, p. 27), ayant réussi à faire intégrer certaines de ses propositions aux conclusions officielles.

Localement, elle soutient la dynamique régionale par sa participation à des comités consultatifs provinciaux et fédéraux, et à travers le fonds Investi, conçu avec Finance Montréal et Innocap : « [...] *this initiative seeks to identify and grow the most innovative sustainable investment strategies and propel Québec-based asset management firms specializing in ESG and sustainable finance.* » (CDPQ, 2023b, p. 25). Enfin, elle renforce son influence auprès des gestionnaires externes et partenaires opérationnels : « [...] *improve the integration of ESG issues [...] promote ESG best practices and create and protect value.* » (CDPQ, 2023b, p. 8). Elle accompagne activement plus de 80 d'entre eux à travers plus de 300 discussions ciblées sur l'intégration des facteurs ESG.

Résumé

CDPQ affirmait déjà son influence institutionnelle en 2017 en exprimant sa volonté de collaborer avec ses pairs afin de concilier la prise en compte des facteurs ESG et la recherche de rentabilité. Dans cette perspective, elle a rejoint activement diverses initiatives internationales, telles que la *Climate Bonds Initiative* ou UNEP-FI, en vue de développer des outils permettant une meilleure intégration des risques climatiques. Sa présence sur de multiples comités en développement durable, au sein d'associations professionnelles, confirme son rôle d'« entrepreneur institutionnel ». En outre, elle a participé à l'envoi

d'une lettre commune aux dirigeants du G20 et à la SEC, plaidant pour l'intégration des facteurs climatiques dans les cadres réglementaires. Cette influence s'est aussi manifestée par sa participation et son intervention dans plusieurs forums internationaux de premier plan.

En 2020, l'investisseur renforce son action collective en s'impliquant dans des initiatives majeures telles que la ILN et la CA100+, dont il assure la direction de certaines campagnes d'engagement. Il se positionne également comme un acteur de soutien aux normes émergentes, en défendant les cadres de référence de la TCFD et de la SASB, ainsi qu'en appuyant la création de la ISSB. Sa contribution active au développement d'outils de suivi et de pilotage de la NZAOA traduit sa volonté de structurer le champ organisationnel autour d'objectifs climatiques communs.

Enfin, en 2023, l'investisseur intensifie sa coopération avec les institutions internationales et nationales. Par le biais de la ILN, il collabore avec des institutions américaines afin d'accélérer l'investissement dans les infrastructures durables et coprécide un groupe de travail stratégique lors de la COP29 visant à stimuler les investissements en développement durable. Il partage également ses pratiques d'intégration des normes de la ISSB avec ses pairs canadiens et soutient activement cette initiative à travers différents canaux. Parallèlement, il maintient un rôle actif dans la NZAOA et dans la GFANZ, en travaillant sur la planification de la transition climatique. Sa participation à des événements internationaux de grande envergure, tels que le B20, témoigne de son rôle croissant dans la gouvernance globale du climat et des ressources. Enfin, son influence s'exerce également au niveau local et auprès des gestionnaires externes, qu'il incite à adopter et promouvoir les pratiques ESG afin de créer et protéger la valeur à long terme.

6.7.6 Investissements RPC

En 2017, Investissements RPC s'impose comme un acteur structurant dans la gouvernance financière mondiale, en particulier dans le domaine de la divulgation climatique et de l'investissement durable. Ce positionnement est illustré par sa participation directe à des instances normatives majeures, notamment la TCFD, où Stephanie Leaist, directrice de l'investissement durable, siège en tant que membre. Elle exerce un levier d'influence central pour le fonds, lui permettant de façonner un référentiel mondial de reddition de comptes climatique et de favoriser son adoption auprès d'un large éventail d'acteurs économiques : *« Stephanie Leaist, CPPIB's Head of Sustainable Investing, is a member of the Financial Stability Board's Task Force on Climate related Financial Disclosures [...] »* (CPPIB, 2017a, p. 4).

L'influence de l'organisation s'est aussi fait ressentir lors d'événements internationaux de haut niveau, notamment le G20, où les recommandations de la TCFD ont été mises en avant. Le PDG, Mark Machin, y a exprimé son appui publiquement aux côtés de plus de 100 dirigeants internationaux. Le fonds a aussi participé à la diffusion des cadres normatifs ESG à travers des conférences spécialisées, des panels, et des échanges avec des responsables politiques, comme la ministre canadienne de l'environnement.

En parallèle, Investissements RPC s'illustre par son rôle moteur dans les initiatives collaboratives ESG. Membre fondateur des PRI, il a siégé à leur conseil d'administration et contribué à l'élaboration du plan stratégique 2015–2018, focalisé sur l'impact et l'influence. Il soutient également de longue date la CDP, dans ses programmes climat et eau, et a cofinancé le développement d'outils de divulgation normalisés pour plus de 6 000 entreprises à l'échelle mondiale. Il exerce également son influence au sein de plateformes d'engagement actionnarial collectif, telles que *Hermes EOS* qui cible plus de 225 entreprises à travers le monde pour améliorer la gouvernance, la transparence et la gestion des risques ESG.

Enfin, son influence institutionnelle s'exerce également à l'échelle interne et nationale. Investissements RPC met en place en 2017 un groupe de travail dédié au climat, destiné à coordonner les efforts de l'organisation sur l'évaluation des risques climatiques et l'alignement stratégique des investissements. Ce dispositif illustre une volonté d'intégration des enjeux climatiques dans la gouvernance organisationnelle.

En 2020, Investissements RPC renforce son rôle de catalyseur institutionnel, en poursuivant ses engagements normatifs et en accentuant son influence dans la structuration des standards ESG à l'échelle globale. Il demeure l'un des deux seuls fonds de pension mondiaux à siéger directement à la TCFD et réaffirme son engagement à mettre en œuvre pleinement ses recommandations avant la fin de l'exercice fiscal 2021. Sa participation contribue à structurer la divulgation financière climatique autour des piliers fondamentaux : gouvernance, stratégie, gestion des risques et indicateurs de performance.

Investissements RPC souligne : « *Leveraging partnerships and collaborations significantly increases CPP Investments' impact on matters that improve ESG-related practices.* » (CPPIB, 2020b, p. 45). Il s'implique dans de nombreux réseaux institutionnels clés au sein desquels il occupe des rôles stratégiques : membre fondateur, partenaire, ou membre de comités consultatifs. Il soutient la CDP, la SASB, où Richard Manley représente le fonds dans le *Investor Advisory Group*, composé de plus de 50 grands gestionnaires d'actifs engagés à améliorer la gestion et la divulgation des enjeux ESG. Il est aussi partie prenante de la ILN, né du G7 réuni au Canada, qui vise à promouvoir l'adoption des normes de la TCFD et à renforcer la diversité

de genre dans l'industrie financière. L'investisseur poursuit aussi son engagement dans le *Private Equity Advisory Committee* des PRI, contribuant à l'élaboration de pratiques ESG de référence dans le secteur du capital-investissement. Ce comité élabore des guides techniques et œuvre à l'alignement des divulgations ESG avec les principes de la TCFD.

En parallèle, Investissements RPC participe à des consultations réglementaires sur les normes ESG et anime des tables rondes avec les entreprises (plus de 100 entreprises engagées via la SASB en juin 2020), amplifiant son influence au-delà de la sphère financière vers les émetteurs. Enfin, l'investisseur met de l'avant l'importance de l'influence qu'il exerce sur ses partenaires industriels. Il engage un dialogue stratégique avec les associés commandités (GP) et les gestionnaires externes pour partager ses pratiques et « [...] *help them enhance their management of these 21st century business risks.* » (CPPIB, 2020b, p. 20), propageant ainsi une culture ESG à ses partenaires opérationnels.

En 2023, Investissements RPC conforte sa position comme leader institutionnel en matière de normalisation des pratiques de durabilité et de divulgation climatique à l'échelle mondiale. Il soutient activement l'adoption des normes IFRS S1 et S2 de la ISSB, qu'il qualifie de ainsi : « *assurable, enforceable, designed to elicit decision-useful information connected to financial statements.* » (CPPIB, 2023a, p. 32). Investissements RPC salue la consolidation des référentiels précédents opérée par la ISSB, qui unifie les cadres de la SASB, de la TCFD, de la IIRC et de la CDSB. L'investisseur n'est pas un simple utilisateur de ces normes, il participe activement à leur gouvernance. Son *Chief Sustainability Officer* préside le groupe consultatif des investisseurs de la ISSB et siège également à la *Delivery Group de la Transition Plan Taskforce du Royaume-Uni*. Ce groupe de travail a élaboré un cadre incitatif de divulgation de plans de transition, salué par le fonds comme une avancée normative majeure.

Il conserve son engagement historique auprès de la TCFD, dont il est membre fondateur et l'un des deux seuls gestionnaires de pension encore représentés. Il est mentionné que le soutien d'Investissements RPC aux recommandations de la TCFD contribuera à améliorer la divulgation mondiale des risques et opportunités liés au climat. Il est également le seul investisseur non britannique à siéger à la *Transition Plan Taskforce* du Trésor britannique, illustrant sa légitimité reconnue à l'échelle internationale. Il est aussi engagé dans des initiatives collaboratives normatives d'envergure, comme la TNFD, la GHG Protocol ou encore la EDCI, dont un de ses professionnels seniors est coprésident. Cette dernière initiative vise à harmoniser la collecte et la transparence des données ESG dans le secteur privé.

Son rôle fédérateur se manifeste à travers des appels publics coordonnés. Par exemple, le 28 juin 2023, avec 11 grands gestionnaires de fonds canadiens, Investissements RPC exhorte les entreprises à adopter les normes de la ISSB, affirmant ainsi son influence sur l'écosystème financier national et international.

Enfin, fidèle à sa logique d'influence sectorielle, il continue à travailler avec les associés commandités (GPs) pour les aider à améliorer leurs pratiques ESG, notamment sur la divulgation et la transition climatique : « [...] *help facilitate improvement in their sustainability practices.* » (CPPIB, 2023a, p. 13), en s'appuyant sur des dialogues ciblés portant sur les risques climatiques et les pratiques de gouvernance.

Résumé

Investissements RPC exerce déjà une influence sur les institutions en 2017, en participant activement à certaines initiatives telles que la TCFD qu'il a appuyée lors du G20 aux côtés de 100 investisseurs. De plus, l'investisseur participe à la diffusion de cadres normatifs ESG à travers divers événements. Il souligne également être un membre fondateur du PRI et y siéger de manière active. De manière collective, il s'engage au sein de plateformes mettant la pression sur des entreprises pour qu'elles gèrent les risques ESG. Au niveau national, il met en place en 2017 un groupe de travail dédié à l'évaluation des risques climatiques et l'alignement stratégique des investissements.

En 2020, l'investisseur renforce son influence en continuant à siéger sur les instances de la TCFD. Il souligne l'importance de la dimension collaborative, lui permettant d'avoir plus d'impact, et continue donc de s'impliquer activement dans diverses initiatives de premier plan dont les PRI, la SASB ou la ILN très portées sur l'ESG de manière plus générale. En parallèle, l'investisseur continue de répondre à des propositions publiques visant les normes ESG. De plus, il pousse ses partenaires à considérer les enjeux ESG.

En 2023, l'investisseur soutient la publication des normes de la ISSB en saluant le travail des grandes initiatives qu'il centralise en plus d'y participer activement. Il continue d'être présent sur diverses initiatives telles que la *Delivery Group* de la *Transition Plan Taskforce* du Royaume-Uni ou encore la TCFD montrant aussi la pertinence du climat. Il semble important de mentionner qu'il s'est également impliqué auprès de la TNFD et qu'il a également participé à un appel public exhortant les entreprises à adopter les normes ISSB. Enfin, il continue à aider ses partenaires d'affaires à intégrer les enjeux ESG.

6.7.7 Bilan des pratiques de l'ensemble des investisseurs pour la thématique « Exercer l'influence sur les institutions »

Ainsi, la thématique de « Exercer l'influence sur les institutions », telle qu'analysée auprès des investisseurs institutionnels inclus dans cette recherche, est synthétisée dans le Tableau 6.7 ci-dessous. Les résultats montrent une volonté marquée de renforcer leur présence dans les structures de gouvernance des initiatives existantes, soit en y participant activement, soit en apportant un soutien formel, ainsi qu'à travers leur contribution aux consultations publiques.

Cette orientation favorise une implication croissante dans les initiatives internationales et transnationales, pouvant aller jusqu'à leur co-fondation en partenariat avec d'autres investisseurs, et s'accompagne d'un dialogue soutenu avec les autorités réglementaires. Elle se traduit également par une participation continue aux initiatives établies, par l'exploration de nouveaux champs thématiques, par l'affirmation d'un positionnement clair et assumé à l'égard des réglementations en cours d'élaboration et, enfin, par une présence active dans les forums et événements internationaux portant sur le développement durable et la gouvernance climatique.

Tableau 6.7 : Tableau de synthèse des pratiques d'exercice de l'influence sur les institutions

Investisseur	2017	2020	2023
APG	- Participation active à la transformation réglementaire (Commission européenne, HLEG) - Contributions aux pratiques comptables (PCAOB) - Co-crédation de standards (CHRB, GRESB, CRREM) et implication dans PRI, IIGCC, Climate Action 100+	- Poursuite de l'influence normative (OECD, UN, IMVB) - Création conjointe de green bonds, méthodes de décarbonation (NZIF, CRREM) - Soutien à la gouvernance biodiversité (TNFD, PBAF) - Forte représentation institutionnelle	- Demande aux autorités européennes d'appliquer les ESRS - Co-fondation de SDI-AOP, rôle d'interface réglementaire (SFDR) - Leadership Climate Action 100+ (Holcim...) - Engagement pour la biodiversité (Nature Action 100)
NBIM	- Contribution aux standards internationaux (UN, OECD) - Réponses à consultations publiques (17 en 2017) - Soutien actif au TCFD - Promotion du CDP forestry & water et animation de workshops	- Mandat gouvernemental aligné sur normes UN/OCDE - Participation aux révisions de standards G20/OECD, Global compact - Interventions auprès d'autorités (OECD, UE, France...) - Implication dans TPI, CDP Water - Pression sur gestionnaires externes	- Réponses à 27 consultations sur reporting durable, - Dialogue direct avec standard-setters (ISSB, GRI, IAASB) - Promotion de l'interopérabilité réglementaire - Participation à groupes sur climat (Transition Planning Taskforce), biodiversité (TNFD) - Événements internationaux
CalSTRS	- Leadership à travers des participations aux initiatives institutionnelles (Ceres, SASB) - Contributions à la SEC en faveur de disclosures sectorielles ESG - Partenariats collectifs (PRI, CDP...) et influence sur gestionnaires externes	- Rôles clés dans les comités ESG internationaux (SASB, PRI, GRI, Bloomberg ESG Advisory Group) - Lobbying auprès des décideurs pour codifier des standards durables - Mise en place de Corporate Sustainability Advisory Team	- Discours limité sur l'influence institutionnelle, mais affirmation de l'utilité des initiatives comme GRI, et d'un engagement envers les évolutions du cadre politique pour valoriser les investissements durables
NYSCRF	- Engagement collectif via Ceres et Carbon Action Initiative	- Maintien d'alliances multipartites (Ceres, PRI, CA100+)	- Défense active de la proposition de la SEC sur disclosures climatiques

	- Plaidoyers auprès des G7/G20 et participation à COP23 - Réponse aux normes SASB - Actions de lobbying public (SEC, régulateurs)	- Leadership en politique publique sur le climat au niveau fédéral, étatique et international - Demande de rapports ESG à ses gestionnaires externes	- Appui à la loi IRA (Inflation Reduction Act) - Pressions sur gestionnaires externes (climate reporting, alignement net-zero, engagement)
CDPQ	- Coproduction de standards ESG (TCFD via UNEP FI), participation à Climate Bonds Initiative - Veille stratégique (OCDE, PRI, FSB) - Intervention publique (lettres au G20, SEC) et influence lors d'événements mondiaux (COP, One Planet Summit)	- Leadership dans ILN (coalition G7) - Appui à Climate Action 100+ (neutralité carbone) - Contribution aux référentiels TCFD, SASB, ISSB - Rôle dans NZAOA (définition objectifs 2025)	- Co-présidence ILN (finance durable) - Implication dans Glo-ISD, co-pilotage NZAOA et GFANZ - Influence au G20/B20, promotion des normes ISSB - Mobilisation des partenaires externes (300 dialogues avec 81 gestionnaires externes)
Investissements RPC	- Membre fondateur de la TCFD - Participation à des événements TCFD & G20 - Soutien dans le conseil d'administration des PRI - Implication dans CDP et Hermes EOS - Lancement d'un groupe climat interne	- Présence directe à la TCFD (l'un des 2 fonds mondiaux) - Soutien actif au SASB, ILN, PRI PE Advisory Committee - Consultations publiques et sessions avec entreprises (SASB), - Influence sur GP externes	- Support aux normes ISSB (IFRS S1/S2), leadership au sein du groupe investisseur de l'ISSB et Transition Taskforce UK - Participation à TNFD, GHG Protocol - EDCI coprésidence - Appel public coordonné pour adoption ISSB - Dialogue avec les gestionnaires externes

6.8 Répondre aux pressions institutionnelles

La thématique « Répondre aux pressions institutionnelles » a pour objectif de réunir toutes les pressions que les investisseurs ont identifiées pour leur permettre d'adapter leur comportement au contexte institutionnel (intégrant les marchés, les régulateurs et les politiques) concernant les différents paramètres relatifs aux enjeux étudiés, touchant de près ou de loin à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité sur les actifs immobiliers. Cette thématique s'ancre dans le néo-institutionnalisme (DiMaggio et Powell, 1983; Scott, 2010), qui postule que les organisations subissent des pressions régulatrices, normatives et cognitives les poussant potentiellement vers l'isomorphisme institutionnel pour maintenir leur légitimité externe.

6.8.1 APG

En 2017, APG manifeste une prise en compte claire et active des pressions institutionnelles dans sa stratégie d'investissement durable. L'organisation s'inscrit explicitement dans un cadre normatif international en alignant ses engagements sur des conventions et traités ratifiés par les Pays-Bas, notamment le Pacte mondial de l'ONU. Elle affirme ceci : « *Our approach to responsible investing is closely aligned with national and international regulations [...] We also expect companies and funds we invest in to act in line with the United Nations principles for responsible business practice (UN Global Compact).* » (APG, 2017b, p. 8). Cette posture témoigne d'une internalisation explicite des normes globales relatives

aux droits humains, à l'environnement, aux conditions de travail et à la lutte contre la corruption, qui influencent directement les décisions d'investissement.

Les pressions s'exercent également de manière contractuelle, via les attentes des clients d'APG, principalement des fonds de pension néerlandais, qui renforcent leurs exigences en matière d'investissement responsable. L'un des objectifs fixés est une réduction de 25 % des émissions de CO₂ dans le portefeuille d'actions cotées d'ici 2020, comme le souligne le rapport : « *In 2016 and 2017, our clients further tightened their policy on responsible investing. [...] These include a significant expansion of investments in sustainable development [...] In addition, the CO₂ emissions by companies in the equities portfolio must be cut by 25%.* » (APG, 2017b, p. 8).

APG traduit ces attentes en une feuille de route stratégique articulée autour d'outils de référence sectoriels, tels que la GRESB. À partir de 2017, l'organisation adapte ses critères pour se conformer à l'évolution des méthodologies du benchmark : « *From 2017, GRESB has supplemented the green star rating with a ranking from one to five stars [...] We now regard funds with four or five stars as sustainable real estate.* » (APG, 2017b, p. 21). Ce souci d'alignement sectoriel est renforcé par la volonté de garantir la comparabilité des performances ESG : « *We think that it is important that where possible investors use the same definitions and give them the same significance. This makes it easier for stakeholders to compare and judge our performance.* » (APG, 2017b, p. 24).

Enfin, cette orientation institutionnelle s'enracine dans la mission sociale de l'organisation, avec un lien affirmé entre ses valeurs internes, ses objectifs ESG et sa raison d'être, dans son mandat : « *CSR has a clear link with APG's mission: building your sustainable future together. Two of the core values we have formulated – 'we are there for each other' and 'we do not waste' [...]* » (APG, 2017a, p. 14).

En 2020, la pression institutionnelle exercée par les clients d'APG, et en particulier les fonds de pension comme bpfBOUW ou SPW, devient plus structurante dans l'évolution des orientations ESG. L'organisation mentionne : « *Our pension fund clients have concrete, measurable objectives with respect to sustainable and responsible investing. These goals contribute to a livable world for current and future generations.* » (APG, 2020b, p. 8). Elle précise que : « *bpfBOUW and SPW recently announced new responsible investment policies.* » (APG, 2020b, p. 2), révélant une intensification de l'alignement sectoriel autour de la durabilité.

Les engagements internationaux, comme l'Accord de Paris ou le Pacte climatique néerlandais, jouent aussi un rôle de levier. APG souligne : « *Our funds plan to develop new climate targets for 2030 [...] an important intermediate step towards a climate-neutral investment portfolio by 2050.* » (APG, 2020b, p. 55) et affirme sa conformité aux normes européennes, notamment le règlement SFDR. Elle évoque des actions concrètes, comme la recherche active d'investissements alignés avec les ODD : « *We actively search for investments for our clients that contribute to the Sustainable Development Goals (SDGs).* » (APG, 2020b, p. 23).

Enfin, dans une logique de leadership sectoriel, APG s'implique dans la standardisation des approches ESG : « *We believe it is important that financial institutions learn from each other and work to create a measurement method that is transparent and verifiable.* » (APG, 2020b, p. 38). L'organisation tente ainsi de structurer l'environnement normatif tout en satisfaisant les exigences de ses clients.

En 2023, APG opère dans un environnement institutionnel profondément influencé par les évolutions réglementaires européennes. Le cadre imposé par la SFDR, la CSRD ou encore la Taxinomie verte génère de fortes attentes en matière de transparence et de traçabilité. L'investisseur reconnaît que : « *This is all happening in a context of ever more statutory requirements, such as the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). These developments have significant implications for our Asset Management organization, which will have to constantly reinvent itself.* » (APG, 2023, p. 5).

La CSRD, en particulier, impose une exigence de transparence sur les impacts non financiers, fondée sur la double matérialité : « *The Directive is designed to create greater transparency regarding corporate social responsibility. This will improve the quality and comparability of non-financial information in annual reports.* » (APG, 2023, p. 180) et « *For the first time, the principle of double materiality was used.* » (APG, 2023, p. 178). Ces exigences externes sont perçues comme une opportunité de transformation interne, renforçant la capacité d'APG à dialoguer avec ses parties prenantes.

Les attentes des clients institutionnels se font plus précises : « *The four pension funds for which we make investments are constantly refining their criteria for responsible investments to reflect their own ambitions and focus areas.* » (APG, 2023, p. 41). Ces ambitions peuvent inclure des thématiques ciblées comme la biodiversité ou la déforestation, accompagnées d'exigences de gouvernance fortes, par exemple : « *ABP now expects companies in high-risk industries to have an effective policy for preserving biodiversity [...] we will vote against the reappointment of the chair of a supervisory board if the company fails to satisfy this requirement.* » (APG, 2023, p. 48).

Face à cette complexité croissante, APG réaffirme sa mission en faveur d'un monde durable, alignée avec son objectif premier de rendement pour les retraités : « *Under the new system, too, we want to create the best possible pensions for participants, in a livable, sustainable world. In our strategic goal, we articulate this as 'maximizing pension value'.* » (APG, 2023, p. 22). L'organisation explicite que la tension entre objectifs financiers et impacts sociétaux : « *If you look at investments purely from a financial point of view, you will miss the potential impact our decisions have on society. [...] But conversely, if you only consider the non-financial effects on society, you risk losing sight of the principal objective of a pension investor: earning the money for future pensions by achieving a good return on investments.* » (APG, 2023, p. 56). Pour y répondre, APG structure sa stratégie ESG à l'aide d'outils comme la « *gap analysis* » vis-à-vis des ESRS, en comparant son cadre ESG existant à celui de la GRI : « *We carried out an assessment of the ESRS requirements, including a gap analysis, comparing our existing ESG framework [...] with the Global Reporting Initiative (GRI).* » (APG, 2023, p. 180). Ce travail de structuration permet à APG d'assurer sa conformité tout en consolidant sa légitimité face aux pressions croissantes des régulateurs et de ses clients.

Résumé

Les pressions institutionnelles considérées par APG sont multiples. Dès 2017, elle mentionne avoir aligné son cadre d'investissement avec les objectifs adoptés par son gouvernement. APG subit effectivement une pression de la part de ses déposants pour s'aligner avec leurs objectifs de réduction des émissions de GES dans les actions cotés. Par l'entremise de la GRESB, l'investisseur cherche notamment à disposer d'un outil lui permettant de s'aligner avec les autres investisseurs pour pouvoir être comparable. L'entreprise évoque notamment l'alignement des considérations ESG avec son mandat.

En 2020, la pression de la part des déposants se fait de plus en plus importante à mesure qu'ils ont des mesures de plus en plus concrètes et mesurables. Les différents pactes nationaux le poussent à établir des cibles de réduction de GES alignés à cette dernière. L'investisseur mentionne également se conformer à la SFDR adoptée un peu plus tôt. La pression du marché se fait ressentir alors que l'investisseur manifeste sa volonté de s'impliquer dans la normalisation émergente.

Enfin, en 2023, la pression institutionnelle continue d'augmenter notamment à cause de différentes adoptions règlementaires durcissant le cadre européen vis-à-vis des enjeux ESG comme le reconnaît APG. Que ce soit la SFDR ou la CSRD ces pressions sont à l'origine de l'utilisation de la double matérialité par l'investisseur. Il est cependant intéressant de noter qu'APG considère ces réglementations comme des

opportunités de dialoguer avec les entreprises. Elle a même développé un outil pour cibler rapidement les éléments qui lui manquaient pour être aligné avec ces nouvelles exigences réglementaires. Au-delà de la pression réglementaire, les attentes des déposants se font toujours plus précises notamment sur la biodiversité et la déforestation. APG mentionne également qu'elle considère que l'intégration du développement durable est une condition *sine qua none* à son mandat.

6.8.2 NBIM

En 2017, l'intégration de la durabilité chez NBIM repose sur un ancrage institutionnel particulièrement clair, incarné par le mandat défini par le ministère des Finances norvégien, autorité de tutelle du fonds souverain. Ce mandat encadre fermement la stratégie d'investissement : « *The Bank shall integrate its responsible management efforts into the management of the GPFG [...]. A good long-term return is considered dependent on sustainable development in economic, environmental and social terms, as well as on well-functioning, legitimate and efficient markets.* » (NBIM, 2018b, p. 87). Ainsi, l'investissement responsable n'est pas présenté comme une option stratégique ni comme un simple levier de différenciation concurrentielle, mais plutôt comme une exigence de politique publique, inséparable de la quête de rendement sur le long terme. Cette exigence est traduite dans des principes de gestion responsable fondés sur des standards internationaux :

The principles shall be based on the considerations of good corporate governance and environmental and social conditions in the investment management, in accordance with internationally recognised principles and standards such as the UN Global Compact, the OECD's Principles of Corporate Governance and the OECD's Guidelines for Multinational Enterprises. (NBIM, 2018b, p. 87)

Le lien entre norme publique et norme privée s'exprime également à travers le rôle du Conseil d'éthique, mis en place par le Ministère pour conseiller NBIM sur les exclusions d'entreprises du portefeuille. Le fonds déclare à ce propos : « *[...] based on ethical assessments, there are some types of products that the fund should not be invested in, and certain types of corporate conduct that we cannot accept. Ethical exclusions are forward-looking and based on advice from an independent Council on Ethics, established by the Ministry of Finance.* » (NBIM, 2018b, p. 15). NBIM s'inscrit ainsi dans une logique d'exemplarité institutionnelle, où l'éthique participe à la régulation des marchés.

Par ailleurs, NBIM joue un rôle actif dans la structuration des normes ESG au niveau international. Elle soutient explicitement l'harmonisation des référentiels : « *We favour the development of improved*

sustainability and corporate governance standards at the national market level, and their alignment at an international level. » (NBIM, 2018b, p. 19). Elle ajoute : « *The further harmonisation of generally accepted methods and metrics should be a priority. »* (NBIM, 2018b, p. 19). Elle appuie aussi les recommandations de la TCFD : « *The development of a shared, rigorous framework for the reporting of climate risks across sectors and markets is a priority for us. [...] The Task Force recommendations, if broadly adopted, will result in a homogenous, appropriate and consistent reporting regime [...]* » (NBIM, 2018b, p. 59-60).

Les pressions institutionnelles ne se limitent pas au régulateur étatique. NBIM souligne la montée en puissance des attentes émanant des actionnaires et de la société civile financière : « *Shareholders are increasingly raising the issue of sustainability with companies. [...] We have seen a steady increase in the number of such proposals at the companies in our portfolio. »* (NBIM, 2018b, p. 37). Cette dynamique traduit une volonté d'élargir les responsabilités des entreprises au-delà de la rentabilité.

NBIM défend que la prise en compte des pressions institutionnelles est compatible avec ses objectifs financiers, voire favorable à la performance de long terme : « *Responsible investment supports the investment objective of the highest possible return with a moderate level of risk. Long-term return is dependent on sound economic development and well-functioning markets. »* (NBIM, 2018a, p. 61). Les investissements environnementaux du fonds, atteignant entre 30 et 60 milliards de NOK, en constituent une illustration concrète, résultant en un rendement de 21,7 % en 2017 : « *Equity investments under the environment-related mandates returned 21.7 percent in 2017. [...] The environmental investment universe is still nascent and sensitive to the developments of new technologies, business models and government regulation. »* (NBIM, 2018b, p. 70).

En 2020, NBIM renforce ses réponses des pressions institutionnelles, dans un contexte marqué par une densification des attentes réglementaires et normatives. L'organisation réaffirme que : « *Responsible investment management is enshrined in our mandate from the Ministry of Finance. »* (NBIM, 2021b, p. 6). Cela inscrit la durabilité non seulement comme un axe stratégique, mais comme une obligation formelle. L'encadrement institutionnel s'appuie également sur des normes supranationales de gouvernance responsable, comme la *UN Global Compact* et les principes de l'OCDE, qui servent de base à l'action du fonds. Cette adhésion à des référentiels reconnus contribue à renforcer la légitimité institutionnelle de NBIM sur la scène financière mondiale.

La volonté de NBIM de répondre activement aux attentes des régulateurs se manifeste dans ses appels répétés à une normalisation de la reddition de comptes ESG. Le fonds souligne à cet effet : « *Better reporting on sustainability is a priority for the fund.* » (NBIM, 2021b, p. 7) et « *[...] published [its] position on corporate sustainability reporting, calling for further standardisation to ensure relevant and comparable disclosures.* » (NBIM, 2021b, p. 7). Cette position traduit une pression croissante de conformité, à laquelle NBIM répond non seulement par l'adaptation, mais aussi par la co-construction des normes internationales. Sur le plan opérationnel, NBIM insiste sur l'importance de la fiabilité des données extra-financières, affirmant que : « *To perform analyses of this kind, we need relevant, comparable and reliable data on environmental, social and governance topics.* » (NBIM, 2021b, p. 15). Cette exigence de qualité reflète un besoin institutionnel croissant d'assurance et de redevabilité.

L'organisation précise aussi : « *The Executive Board shall establish guidelines for the Bank's work [...] including membership of [...] organisations or alliances [...]* » (NBIM, 2021b, p. 92). Cela se traduit une institutionnalisation poussée de la gouvernance ESG, y compris via l'adhésion à des coalitions sectorielles.

Enfin, NBIM formalise une logique structurée de gestion des responsabilités ESG : « *The Bank shall seek to establish a chain of measures as part of its responsible management activities.* » (NBIM, 2021b, p. 92). Cette « chaîne de responsabilités » traduit un effort de traduction des injonctions institutionnelles en pratiques concrètes, articulant normes globales, exigences nationales et déploiement interne.

En 2023, NBIM réaffirme la centralité du mandat étatique dans la structuration de son approche ESG. Le rapport annuel souligne que : « *The mandate from the Ministry of Finance requires responsible investment to be an integral part of the management of the fund.* » (NBIM, 2024a, p. 11), plaçant les obligations réglementaires au cœur de la stratégie d'investissement.

Cette obligation se double d'objectifs explicites alignés sur les engagements internationaux, en particulier avec l'Accord de Paris : « *The mandate also establishes, as a long-term goal for responsible investment, that the companies in the investment portfolio have activities that are compatible with global net zero emissions, in accordance with the Paris Agreement.* » (NBIM, 2024b, p. 7).

NBIM confirme sa volonté de s'inscrire dans un écosystème international de normes en déclarant qu'elle gère ses investissements : « *[...] in line with internationally recognised principles and standards.* » (NBIM, 2024b, p. 7). L'organisation accueille favorablement la publication des normes de la ISSB : « *[...] the*

publication of the International Sustainability Standards Board (ISSB) standard for climate-specific disclosures was an important milestone. » (NBIM, 2024b, p. 9). Elle soutient également le cadre TNFD : « [...] *the TNFD framework is launched at the New York Stock Exchange. We welcome its publication [...] to help market participants enhance their approach to the financial risks presented by nature loss and degradation.* » (NBIM, 2024b, p. 21). Le rapport souligne que : « *2023 was a momentous year with the finalisation of several long-awaited standards and outcomes [...], notably an increase in the adoption of mandatory reporting regimes across several of the markets we invest in.* » (NBIM, 2024b, p. 17). Ces appuis se traduisent par une accélération de la pression réglementaire mondiale sur la divulgation ESG, à laquelle NBIM choisit de répondre par l'alignement et l'anticipation.

Toutefois, l'organisation souligne les limites structurelles de l'environnement normatif actuel, notamment la faiblesse des données disponibles : « [...] *ESG data are often incomplete and fraught with uncertainty.* » (NBIM, 2024b, p. 49). Alors que l'organisation conclut que la disponibilité d'informations « [...] *consistent, comparable, and reliable [...]* » (NBIM, 2024b, p. 17) sur les enjeux ESG constitue une condition essentielle pour répondre efficacement aux pressions institutionnelles externes et orienter ses choix d'investissement de manière crédible et transparente.

Résumé

Les pressions institutionnelles auxquelles NBIM est confronté en 2017 s'expliquent par l'intégration explicite, dans son mandat, du postulat selon lequel la performance financière à long terme est indissociable d'un développement durable fondé sur des critères ESG. Cette orientation est solidement ancrée dans les normes internationales, en particulier celles de l'ONU et de l'OCDE, et renforcée par les recommandations de son comité d'éthique. Toutefois, l'absence d'harmonisation des cadres de gestion et de divulgation en matière de durabilité constitue une contrainte majeure, à laquelle s'ajoutent les évolutions des attentes des investisseurs et des parties prenantes de la société civile.

En 2020, NBIM réaffirme que son mandat implique une pratique d'investissement responsable, toujours adossée aux référentiels de l'ONU et de l'OCDE. L'accent est mis sur la nécessité de promouvoir la normalisation des exigences de divulgation afin de garantir une concurrence équitable entre acteurs du marché. À cet égard, NBIM est également tenu de rendre explicite et transparente sa participation aux coopérations sectorielles, notamment auprès de la Banque de Norvège, conformément aux obligations institutionnelles qui lui sont imposées.

En 2023, l'intégration de l'investissement responsable dans son mandat s'accroît encore, l'institution exigeant des entreprises en portefeuille qu'elles s'alignent sur les objectifs de l'Accord de Paris. Dans la continuité de sa quête de normalisation, NBIM accueille favorablement l'émergence de cadres internationaux tels que l'ISSB et la TNFD, perçus comme des instruments essentiels de convergence réglementaire. Toutefois, la disponibilité limitée des données demeure une contrainte significative, entravant la capacité de l'investisseur à communiquer de manière exhaustive et transparente sa performance en matière de durabilité.

6.8.3 CalSTRS

Dès 2017, CalSTRS inscrit son action dans un cadre institutionnel explicite, fixé par l'État de Californie. Les orientations sociales et environnementales de l'organisme ne relèvent pas d'un simple engagement volontaire, mais traduisent le respect d'une obligation réglementaire : « *These social and environmental mandates were established by the State of California, and CalSTRS has the responsibility to ensure that we do business only with those in compliance.* » (CalSTRS, 2017b, p. 33). Le respect de ces normes structure les pratiques d'investissement.

La mission fiduciaire de CalSTRS intègre ces contraintes institutionnelles dans une logique élargie de gestion des risques : « *CalSTRS responsibly manages risk for the long-term financial strength of CalSTRS, to the benefit of our members, stakeholders and the environment.* » (CalSTRS, 2017b, p. 35). Il s'agit donc d'une lecture englobante de la performance, articulant efficacité économique et responsabilités sociétales. Cette intégration s'étend au fonctionnement interne, la stratégie durable couvre aussi bien les investissements que les opérations quotidiennes et la gouvernance organisationnelle. CalSTRS développe une posture d'intendance, assumant sa responsabilité envers les ressources financières comme environnementales. Cette posture se manifeste dans une ambition de « *double bottom line* » – concilier rendement et développement durable : « *[...] our various investment programs [...] pursue a “double bottom line” of both competitive returns and sustainable investing [...]* » (CalSTRS, 2017a, p. 48). L'engagement est aussi tangible que financier, avec 2,5 milliards \$ US alloués en 2017 à des stratégies bas carbone, signalant un alignement fort entre régulation publique et décisions d'allocation. Enfin, la stratégie d'investissement se structure autour d'un impératif de divulgation ESG généralisée, renforçant la légitimité institutionnelle de la démarche : « *All CalSTRS' investments should seek to responsibly manage and disclose economic, social and environmental criteria [...]* » (CalSTRS, 2017b, p. 35). La durabilité devient un critère systémique d'évaluation de la performance.

En 2020, CalSTRS réaffirme son inscription dans un cadre institutionnel exigeant, en tant que fiduciaire et investisseur global : « *As a fiduciary and global investor, CalSTRS must understand the transition's impact on companies [...] and consider actions to mitigate risk [...]* » (CalSTRS, 2020a, p. 30). Cette formulation traduit une interprétation élargie du devoir fiduciaire, incluant l'anticipation des transformations économiques et environnementales mondiales. La conformité aux normes ESG n'est pas perçue comme un frein à la performance, le portefeuille SISS générant un rendement net positif (1,94 %) supérieur à son *benchmark*. L'alignement avec les priorités climatiques se poursuit, avec 2,8 milliards \$ US investis dans des indices bas carbone en 2020, consolidant une approche systémique des pressions réglementaires.

Les critères ESG continuent à être explicitement intégrés dans les documents stratégiques de CalSTRS, témoignant d'une formalisation croissante des attentes publiques dans les pratiques de gestion. Cela renforce la légitimité de l'organisation comme acteur conforme aux standards étatiques et internationaux.

En 2023, CalSTRS renforce encore son alignement avec les politiques publiques environnementales de la Californie. L'organisation affirme que ses actions climatiques sont directement intégrées dans leur mission : « *Our actions on climate change are rooted in this mission.* » (CalSTRS, 2023b, p. 26) et s'aligne sur les objectifs fixés par l'État, notamment la neutralité carbone d'ici 2045. Elle souligne que cette orientation n'est pas en contradiction avec sa mission fiduciaire. Au contraire : « *Our actions to address climate risk are rooted in our promise to secure the financial future of California's public educators.* » (CalSTRS, 2023a, p. 8). Le risque climatique devient ainsi une variable centrale dans la gestion des actifs : « *[...] assets in our portfolio are affected by climate risk and must prepare for climate change.* » (CalSTRS, 2023b, p. 26).

Cette intégration se traduit dans la conformité explicite au *Senate Bill 964 : climate-related financial risk*, qui impose une reddition de comptes triennal sur la gestion des risques climatiques des portefeuilles publics, ainsi qu'au *Senate Bill 1203 : Net-zero emissions of greenhouse gases: state agency operations*, relative à la décarbonation opérationnelle d'ici 2035. Ces obligations structurent l'agenda stratégique et opérationnel de l'institution et justifie son rôle dans la mise en œuvre des politiques climatiques étatiques. Cette logique se traduit sur le plan opérationnel par l'élaboration d'un plan *net zero action* et par le renforcement des instruments de divulgation environnemental, inventaires GES, modélisation interne et recours à des systèmes comme le *Climate Registry Information System*. Le cadre réglementaire devient un levier d'internalisation des normes ESG, consolidant la professionnalisation de la stratégie climatique.

Résumé

CalSTRS identifie dès 2017 des pressions institutionnelles découlant des mandats sociaux et environnementaux imposés par la réglementation californienne. Ces prescriptions normatives l'obligent à intégrer la dimension environnementale dans sa gestion des risques, renforçant ainsi le rôle des pressions coercitives au sens de la théorie néo-institutionnelle. Dans ce contexte, l'investisseur adopte une posture d'intendant fiduciaire, où la responsabilité ne se limite pas à la maximisation du rendement financier mais s'étend à la préservation de la durabilité du portefeuille à long terme.

En 2020, cette logique se consolide, CalSTRS affirme que le devoir fiduciaire inclut les risques liés à la transition climatique. Il mobilise même une argumentation de type « *business case* » pour démontrer que l'intégration des enjeux climatiques et ESG peut générer une surperformance, traduisant un glissement d'une justification normative vers une légitimation fondée sur des preuves empiriques. Parallèlement, la pression exercée par les déposants illustre la dimension mimétique des pressions institutionnelles, où les attentes sociales contribuent à redéfinir la conception même de la responsabilité fiduciaire.

Enfin, en 2023, l'investisseur réaffirme que la prise en compte des changements climatiques est non seulement cohérente avec sa mission mais aussi formellement intégrée à son mandat. À ce stade, les pressions réglementaires deviennent plus structurantes encore, imposant la divulgation d'informations relatives à la gestion des risques climatiques et à la trajectoire vers la carboneutralité d'ici 2045.

6.8.4 NYSCRF

Dès 2017, NYSCRF inscrit son action dans un cadre fiduciaire particulièrement contraint. En tant que fonds de pension public, il affirme son mandat en tant que contrôleur financier des fonds sous gestion : « *As Trustee of the Fund, the Comptroller is legally bound by a fiduciary duty to act in the sole interests of more than one million members, retirees and beneficiaries. Consistent with that duty, the Comptroller uses the most effective strategies at his disposal to address investment risks related to climate change.* » (NYSCRF, 2018, p. 12). Ce rappel fonde l'intégration des enjeux environnementaux et sociaux sur un impératif légal, et non sur une posture morale ou militante. La durabilité devient alors un moyen de préserver la stabilité et la rentabilité du portefeuille sur le long terme. Le fonds revendique aussi son rôle d'investisseur global, c'est-à-dire d'investisseur largement exposé à l'ensemble du système économique, déclarant, « [...] *as a long-term owner that invests in all sectors of the economy [...] [the fund] must work to promote sound ESG practices at its portfolio companies through active ownership [...]* » (NYSCRF, 2018, p. 1). Ce

positionnement reflète une logique systémique où la santé de l'économie globale est directement liée aux performances du portefeuille, renforçant la légitimité d'un engagement actionnarial étendu.

En 2020, le NYSCRF accentue son positionnement d'investisseur public exemplaire, en soulignant l'intégration ESG comme une expression de son mandat fiduciaire. Dans son rapport durable de cette même année, NYSCRF affirme : « *The Fund's multi-faceted and responsible fiduciary approach resulted in it being at the forefront of the institutional investor community on key ESG issues.* » (NYSCRF, 2021, p. 24). Cette posture valorise un leadership réglementaire dans un contexte d'attentes croissantes vis-à-vis des investisseurs institutionnels. L'intégration des facteurs ESG est considérée comme une condition de bonne gestion financière, car « [...] *they can influence both risks and returns.* » (NYSCRF, 2021, p. 1).

Le fonds souligne aussi les pressions émanant des parties prenantes économiques, comme les locataires, qui conditionnent leur choix à la performance environnementale des actifs. Le rapport note que « [...] *many tenants prefer, or have a mandate, to lease assets in LEED-certified buildings [...]* » (NYSCRF, 2020, p. 87), illustrant une contrainte de marché croissante, poussant l'allocation vers des actifs reconnus durables.

Par ailleurs, même si le NYSCRF reconnaît les limites actuelles des outils de mesure, il s'inscrit dans une trajectoire d'amélioration continue. Il anticipe que : « [...] *better climate, weather and financial modeling will allow for improved assessments in the near term.* » (NYSCRF, 2020, p. 96), montrant une volonté d'adapter ses capacités aux pressions techniques et réglementaires croissantes. Cette orientation traduit une posture proactive de conformité et d'apprentissage organisationnel.

En 2023, le NYSCRF explicite avec force l'intégration du changement climatique dans son cadre fiduciaire, en mobilisant une rhétorique personnelle et urgente. Le contrôleur affirme : « *I am deeply concerned about climate change. [...] It poses significant financial risks to the Fund's investments [...]* » (NYSCRF, 2023, p. 15). Il fait ainsi de la vulnérabilité climatique un enjeu central de gouvernance financière. L'organisation articule les impératifs de résilience à court terme et de création de valeur à long terme en soulignant à cet effet : « *One of the Fund's biggest challenges is investing in the opportunities while mitigating the risks that climate change poses to its long-term value.* » (NYSCRF, 2023, p. 15), articulant les impératifs de résilience à court terme et de création de valeur à long terme.

La posture du fonds reflète une normalisation des attentes fiduciaires, affirmant que : « *Awareness of various risks (disclosure, physical, and transition risks) has become an increasing expectation of modern*

fiduciaries. » (NYSCRF, 2023, p. 99). L'intégration ESG devient ainsi une obligation implicite de diligence raisonnable. Cela est renforcé par des risques de non-conformité, le fonds précisant que : « [...] *inadequate disclosures can lead to regulatory investigations and shareholder claims [...]* » (NYSCRF, 2023, p. 99), soulignant la dimension juridique et réputationnelle des défaillances en matière de divulgation climatique.

Le NYSCRF adopte une lecture fine des temporalités du risque, affirmant que : « *The Fund recognizes that there are different short-, medium-, and long-term risks posed by climate change. Because the Fund expects to exist in perpetuity, it must consider all these time horizons.* » (NYSCRF, 2023, p. 105). Cette vision renforce son rôle en tant qu'acteur pérenne, doté d'une responsabilité intergénérationnelle.

Enfin, malgré cette ambition, l'institution demeure lucide quant aux défis méthodologiques. Elle souligne la difficulté à projeter les risques locaux, la nature rétrospective des indicateurs actuels et le « [...] *significant time lag between when emissions occur and when emissions data is verified and reported [...]* » (NYSCRF, 2023, p. 107). Ces limites n'invalident pas la démarche, mais appellent à une amélioration constante des outils, au service d'une gouvernance climatique rigoureuse et légitime.

Résumé

NYSCRF intègre dès 2017 les pressions institutionnelles en affirmant que les enjeux climatiques sont alignés avec son mandat, dans la mesure où leur prise en compte contribue à la protection de la valeur à long terme du portefeuille. Cette position s'appuie sur l'argument selon lequel, en tant qu'investisseur international, le fonds est exposé à l'ensemble des chocs économiques mondiaux et se doit, par conséquent, de promouvoir les pratiques ESG. Cette orientation témoigne d'une logique de *stewardship* fiduciaire où la gestion responsable est perçue comme condition préalable à la performance durable.

En 2020, cette approche se consolide, l'investisseur souligne que l'exercice fiduciaire, conçu comme une responsabilité multidimensionnelle, l'amène nécessairement à traiter les enjeux ESG jugés matériels. Il affirme explicitement que ces enjeux peuvent influencer les risques et les rendements, ce qui renforce leur légitimité au sein du mandat fiduciaire. Dans le même temps, il identifie une pression de marché spécifique au secteur immobilier, en indiquant que les bâtiments certifiés obtiennent de meilleures performances locatives. Toutefois, il reconnaît l'existence d'un décalage entre l'intensité croissante des pressions institutionnelles et les capacités techniques disponibles pour y répondre. Cette tension illustre une forme d'« isomorphisme institutionnel incomplet », où les attentes normatives dépassent la capacité technique des acteurs à les satisfaire pleinement.

En 2023, l'intégration des enjeux climatiques dans le cadre fiduciaire est encore renforcée, notamment sous l'influence du contrôleur du fonds, qui rappelle que les changements climatiques peuvent avoir des effets significatifs sur la performance financière à long terme. Plus encore, l'investisseur souligne que l'intégration des risques ESG est désormais considérée comme une obligation fiduciaire, ce qui ouvre la voie à d'éventuelles poursuites ou réclamations en cas de manquement. Cette évolution traduit une intensification des pressions coercitives et normatives, conduisant à une redéfinition du devoir fiduciaire. Néanmoins, les limites techniques persistent, en particulier quant à la disponibilité et à la qualité des données nécessaires pour produire une information pertinente et en temps opportun, ce qui constitue un frein à l'institutionnalisation complète de ces pratiques.

6.8.5 CDPQ

En 2017, CDPQ amorce un repositionnement profond, liant son obligation fiduciaire à une intégration explicite des enjeux environnementaux, sociaux et économiques. Elle établit un équilibre central dans son discours : « *The challenge before us, therefore, is to strike a balance between financial profitability and environmental, social and economic issues. Neither side of the equation can be sacrificed.* » (CDPQ, 2017b, p. 2). Cela traduit une conception de l'ESG non pas comme une contrainte externe, mais comme un impératif inscrit dans la rationalité économique de long terme. CDPQ présente 2017 comme année pivot, « *In 2017, la Caisse initiated a fundamental shift in how we address climate change.* » (CDPQ, 2017b, p. 8), marquant une évolution stratégique structurée par la gestion des risques climatiques et la recherche d'opportunités durables, « *This approach stems from both our need to manage risk and pursue new investment opportunities [...]* » (CDPQ, 2017b, p. 26). La prise en compte des pressions institutionnelles se déploie ainsi dans une logique proactive, visant à conjuguer stabilité financière et innovation.

Dans ce contexte, CDPQ formalise son engagement en adoptant une approche d'investissement d'intendance : « *Our stewardship investing commitments — climate change: new investment strategy to address climate change.* » (CDPQ, 2017a, p. 76). L'annonce d'un rapport dédié à venir souligne la volonté d'instaurer un cadre normatif propre, qui cristallise les attentes externes (politiques, réglementaires, sociales) dans des instruments de gouvernance internes. Cette logique de légitimation se manifeste aussi par l'alignement avec les priorités gouvernementales : « *These actions address five of the government's eight major sustainable development priorities. With this new action plan, la Caisse intends to create a positive and sustainable social and environmental impact.* » (CDPQ, 2017b, p. 36).

Enfin, CDPQ inscrit son action dans un discours d'acteur globalement responsable : « *An increasing global awareness of climate issues.* » (CDPQ, 2017a, p. 22) « *[...] calls for a concrete and rigorous response [...]* » (CDPQ, 2017b, p. 8), tout en admettant les limites techniques de l'époque, « *very few investors are currently in a position to issue reliable data in this regard.* » (CDPQ, 2017b, p. 33).

En 2020, CDPQ revendique une position de meneur : « *As an industry leader, we have managed to double the value of our low-carbon assets in recent years.* » (CDPQ, 2020b, p. 17). Cette déclaration d'autorité s'inscrit dans une reconnaissance des tensions concurrentielles croissantes sur le marché vert : « *Highly available capital [...] may make growing these assets more complex in the coming years.* » (CDPQ, 2020b, p. 17). Elle intègre ici une forme de pression systémique liée à la saturation progressive des actifs durables. Face à cette situation, elle renforce sa participation à l'harmonisation normative : « *We work closely with our peers to adopt a common, comparable and more transparent ESG reporting framework.* » (CDPQ, 2020b, p. 35). Ce positionnement illustre une quête de légitimité par standardisation collective, révélant la montée des exigences de comparabilité et de transparence en investissement responsable.

Toutefois, CDPQ exprime une critique méthodologique sur les outils disponibles : « *We have not yet identified a service provider using a sufficiently robust methodology [...]* » (CDPQ, 2020b, p. 48). Elle pointe les limites des modèles d'évaluation des risques de transition, préférant une approche ancrée sur les pratiques existantes : « *CDPQ prefers to continue using the metric for the carbon intensity of a company [...] useful in decision-making.* » (CDPQ, 2020b, p. 50). Cette prudence est réaffirmée : « *Until a more robust methodology is developed, we will continue to use the carbon intensity metric [...] combined with our own qualitative tools.* » (CDPQ, 2020b, p. 49), soulignant un arbitrage entre ambition et faisabilité.

Dans un contexte de crises multiples, CDPQ élargit son cadre d'action à des enjeux sociétaux : « *The health crisis, the effects of climate change and growing inequality have shown that we all have a role to play.* » (CDPQ, 2020a, p. 8). Elle rattache cette posture à une vision éthique de la performance : « *[...] we are united by our purpose to build companies that drive performance and progress.* » (CDPQ, 2020a, p. 8). Cette articulation renforce l'ancrage institutionnel de l'ESG comme fondement de la valeur à long terme.

En 2023, CDPQ réaffirme son statut de leader dans un univers désormais dominé par une intégration généralisée de l'ESG : « *[...] investors are competing more than ever for transition assets, and they are strengthening their governance as well as diversity and inclusion practices.* » (CDPQ, 2023b, p. 2). Face à cette banalisation des pratiques, l'institution mise sur l'affirmation de son rôle de meneur à travers ses

choix d'investissement : « *Affirming our leadership through our business decisions.* » (CDPQ, 2023b, p. 5). Elle rejette toute opposition entre performance financière et action climatique : « *Can fiduciary obligations be reconciled with responsibilities to the environment? For us, there is no doubt [...]* » (CDPQ, 2023a, p. 4) « *It is possible to maximize returns [...] while seeking a better alignment of capital with sustainable development.* » (CDPQ, 2023b, p. 10). L'ESG devient ici un attribut central de la légitimité fiduciaire contemporaine, une manière de répondre à la double exigence de rendement et de responsabilité.

CDPQ exprime aussi un besoin accru de standardisation pour guider ses décisions : « *Transparent corporate disclosure is a priority for investors like CDPQ. It enables us to make investment decisions based on uniform and comparable criteria.* » (CDPQ, 2023b, p. 24). Cette demande renvoie à l'intensification des normes internationales et à l'importance de cadres comme la TCFD ou la ISSB.

Malgré cette ambition, CDPQ souligne les lacunes persistantes des données, notamment sur les émissions de portée 3 : « *[...] inconsistent data quality and a low rate of disclosure by our companies and data suppliers.* » (CDPQ, 2023b, p. 130). Cette difficulté s'étend aussi à d'autres domaines comme la biodiversité : « *[...] the tools [...] lack precision and remain less than perfect.* » (CDPQ, 2023b, p. 59). Ces constats renforcent l'idée que l'institution est encore confrontée à un écart entre les ambitions affichées et la capacité opérationnelle à les mesurer finement.

Enfin, CDPQ fait preuve de pragmatisme en reconnaissant que la trajectoire de décarbonation ne sera pas linéaire : « *[...] the change in our portfolio's carbon intensity may not necessarily be linear [...]* » (CDPQ, 2023a, p. 100). Ce positionnement reflète une volonté de gestion réaliste, intégrant la volatilité des marchés et la rareté relative des actifs de transition.

Résumé

CDPQ reconnaît dès 2017 l'existence de pressions institutionnelles en affirmant que son mandat fiduciaire implique une conciliation entre rendement financier et intégration des enjeux ESG, sans sacrifier l'un au profit de l'autre. Elle précise notamment que la gestion des risques climatiques, tout comme l'identification des opportunités qui en découlent, font partie intégrante de ses responsabilités. Dans une posture d'intendant fiduciaire, l'investisseur intègre explicitement les changements climatiques dans ses plans d'action, lesquels sont alignés sur les objectifs gouvernementaux. Cette orientation reflète à la fois une pression normative émanant de la reconnaissance croissante des enjeux climatiques par le marché et une contrainte technique liée aux limites des outils disponibles pour évaluer ces risques.

En 2020, l'investisseur souligne des pressions accrues provenant du marché, marqué par une forte demande pour les actifs verts, ainsi qu'un mouvement collectif de ses pairs visant à normaliser l'intégration des facteurs ESG. Toutefois, il reconnaît la faiblesse méthodologique persistante du marché, qui rend difficile une évaluation adéquate des risques de transition. Dans ce contexte, il anticipe que l'évolution des attentes sociétales contribuera à rendre l'intégration de ces enjeux progressivement incontournable et institutionnalisée.

Enfin, en 2023, CDPQ met en évidence une intensification de la compétition pour l'acquisition des actifs de transition. Elle affirme vouloir aligner son mandat fiduciaire avec des objectifs environnementaux, en soulignant l'absence de contradiction entre la maximisation des rendements et la prise en compte des enjeux climatiques. Toutefois, l'institution exprime une demande explicite en faveur d'une pression normative plus claire et harmonisée, notamment pour pallier l'incomplétude des données relatives aux émissions de portée 3 et pour aborder les enjeux émergents liés à la biodiversité. Elle reconnaît également que le chemin de la transition est par nature non linéaire, étant soumis à des pressions multiples et parfois contradictoires, ce qui reflète la complexité de cette thématique.

6.8.6 Investissements RPC

En 2017, l'analyse des énoncés d'Investissements RPC révèle une rationalisation stratégique de l'intégration ESG, fondée sur un horizon d'investissement exceptionnellement long. L'organisation inscrit sa démarche dans une temporalité étendue, qu'elle érige en fondement de légitimité : « [...] *sustainable investing is the right approach for an organization that aims to deliver strong returns over decades.* » (CPPIB, 2017a, p. 3).

L'intégration des critères ESG est ainsi conçue non comme une contrainte réglementaire, mais comme une exigence structurelle liée à la mission de création de valeur durable. Dans cette perspective, l'anticipation réglementaire devient une compétence centrale de l'investisseur : « [...] *we must consider which climate change policies global governments are likely to implement over decades. The need to anticipate these regulatory changes is something no major investor can ignore.* » (CPPIB, 2017a, p. 3). Loin d'être perçue comme une entrave, la régulation environnementale est intégrée proactivement comme paramètre stratégique. Cette capacité d'interprétation des signaux faibles reflète un positionnement sophistiqué dans le champ global. En parallèle, une dynamique d'alignement sectoriel émerge, portée par des logiques mimétiques : « *More and more companies and investors coming on board [...]* » (CPPIB, 2017a, p. 3).

L'année 2017 est dès lors décrite comme un moment de bascule, où le soutien actionnarial aux résolutions climatiques atteint un seuil critique, notamment dans les secteurs intensifs en carbone. Toutefois, cette dynamique reste incomplète : « [...] *we continue to see companies provide less than sufficient disclosure on water risks.* » (CPPIB, 2017a, p. 19). Cette mention souligne les limites sectorielles de l'institutionnalisation ESG, mettant en lumière des zones de friction dans l'adoption des normes. Enfin, le lien entre intendance et performance financière est explicitement formulé : « [...] *we have a responsibility to press for improvement [...] including how they are addressing climate change. We believe that doing so will ultimately add value to our investments.* » (CPPIB, 2017a, p. 15).

En 2020, Investissements RPC franchit un seuil institutionnel important, marqué par une formalisation stratégique et juridique de l'approche ESG. L'organisation adopte sa politique sur l'investissement durable, approuvée par son conseil d'administration : « *Our Policy on Sustainable Investing [...] is approved by our Board of Directors and defines how CPP Investments approaches ESG factors within the context of our legislative objectives.* » (CPPIB, 2020b, p. 15). Cette formalisation inscrit les facteurs ESG au cœur du mandat fiduciaire, affirmant leur pertinence financière. L'organisation s'aligne ainsi sur un consensus global : « *A clear consensus has emerged globally among institutional investors that ESG integration is a financial necessity and an integral part of their fiduciary responsibilities, not a distraction from them.* » (CPPIB, 2020b, p. 15).

Les critères ESG sont désormais interprétés comme des variables explicatives de la performance à long terme : « [...] *companies that effectively manage [...] (ESG) factors are more likely to create financial value over the long term [...]* » (CPPIB, 2020b, p. 7); « *Making a building more environmentally sustainable can increase revenue, reduce operating costs, increase a property's value, [and improve] return on investment.* » (CPPIB, 2020b, p. 27). En réponse aux attentes croissantes des parties prenantes, Investissements RPC adopte une posture d'adaptation proactive : « *Businesses must also take into account rapidly evolving stakeholder expectations.* » (CPPIB, 2020b, p. 9). La normalisation des données ESG devient une priorité structurante : « [...] *it is critical that businesses report the relevant data in a standardized way that clearly spells out the risks and opportunities [...]* » (CPPIB, 2020b, p. 4). Cette exigence traduit une volonté de structuration du champ d'investissement durable via des normes partagées.

Parallèlement, l'intégration des enjeux climatiques dans la gouvernance des risques est pleinement institutionnalisée : « *Climate change has been identified as a key risk in CPP Investments' Integrated Risk*

Framework. » (CPPIB, 2020b, p. 52) et « *The stress testing results are reviewed and discussed [...] to ensure the potential risk impact is within our risk appetite statements.* » (CPPIB, 2020b, p. 51). L'engagement actionnarial reste un levier central, « *We continue to see strong and increasing levels of support for climate change-related shareholder resolutions across industries [...]* » (CPPIB, 2020b, p. 37).

En 2023, le rapport de l'investisseur révèle une intensification des pressions institutionnelles, intégrées de manière transversale dans la stratégie d'investissement. Le développement durable est désormais considéré comme un risque émergent majeur, au même titre que l'inflation ou la cybersécurité : « *Sustainability-related factors represent one of our top and emerging risks, along with inflation, geopolitical uncertainty, talent management, cyber security and relative performance.* » (CPPIB, 2023a, p. 39).

L'organisation affirme une articulation indissociable entre durabilité et performance : « *Our approach to sustainable investing is an important component of our investment strategy, designed to fulfil our mandate of maximizing returns without undue risk of loss [...].* » (CPPIB, 2023a, p. 1).

La montée en puissance des normes internationales structure l'alignement réglementaire : « *We continue to advocate for improved disclosures related to sustainability, with a focus on driving the codification, at an industry level of the material drivers of value creation [...]* » (CPPIB, 2023a, p. 32). La pression normative s'intensifie par l'intermédiaire des pressions sur la vérification diligente des chaînes de valeur, pour les risques humains et environnementaux, et la hausse des attentes des investisseurs : « *In recent years, governments around the world have sought to increase supply chain due diligence legislation.* » (CPPIB, 2023a, p. 12). Malgré une baisse du soutien aux résolutions ESG, leur volume croît, révélant une pression institutionnelle toujours ascendante.

Enfin, il anticipe un impact économique différencié selon le degré d'alignement des actifs aux critères durables : « *Looking ahead, products across asset classes that constitute climate solutions are likely to merit a green premium, relative to carbon-intensive or grey alternatives.* » (CPPIB, 2023a, p. 6). Cette projection illustre l'internalisation de la régulation climatique dans la logique d'évaluation financière.

Résumé

Investissements RPC répond dès 2017 aux pressions institutionnelles en affirmant que l'investissement durable constitue la bonne approche à long terme, puisqu'il permet de l'aligner avec son mandat organisationnel. L'institution établit explicitement un lien entre son rôle d'intendant fiduciaire et la

performance financière découlant de la prise en compte des changements climatiques, tout en anticipant un renforcement futur des pressions réglementaires, perçues non pas comme une contrainte mais comme une opportunité stratégique. À cela s'ajoute la pression exercée par un nombre croissant d'actionnaires soutenant les propositions actionnariales liées au climat.

En 2020, Investissements RPC se dote d'une politique d'investissement durable qu'il affirme alignée avec ses objectifs législatifs, consolidant ainsi l'intégration du développement durable dans son rôle fiduciaire. Cette évolution reflète aussi une pression mimétique provenant des pairs de marché, renforçant l'idée que les facteurs ESG constituent un levier de maximisation de la valeur. Par ailleurs, les demandes accrues des parties prenantes en matière de transparence ESG accentuent la nécessité de disposer de données normalisées, d'autant plus que l'appui des actionnaires aux propositions climatiques continue de croître.

Enfin, en 2023, l'investisseur réaffirme que la maximisation des rendements et le développement durable ne sont pas contradictoires mais interdépendants, ce qui rend ce dernier indispensable à l'accomplissement du mandat fiduciaire. Cette évolution s'inscrit dans un contexte où les pressions normatives s'intensifient, notamment via la législation sur la diligence raisonnable et la montée des attentes des investisseurs institutionnels. Le soutien marqué des actionnaires aux propositions climatiques confirme la consolidation d'un isomorphisme institutionnel où les pratiques de reddition de comptes deviennent un standard incontournable.

6.8.7 Bilan des pratiques de l'ensemble des investisseurs pour la thématique « Répondre aux pressions institutionnelles »

Ainsi, la thématique « Répondre aux pressions institutionnelles » par les investisseurs institutionnels analysés est synthétisée dans le tableau ci-après. De manière générale, ces acteurs cherchent à légitimer l'alignement entre l'intégration du développement durable et des changements climatiques et leur mandat fiduciaire ou légal. Cela s'accompagne toutefois d'une critique récurrente du manque de normalisation sur les marchés, perçu comme une entrave à l'évaluation adéquate de ces enjeux.

Dans cette perspective, les dynamiques observées traduisent une séquence d'évolution des pressions institutionnelles : d'abord, des pressions normatives, liées à l'extension du champ fiduciaire et aux attentes sociétales ; ensuite, des pressions mimétiques, à mesure que les pratiques se diffusent entre pairs et que les déposants ainsi que la société civile expriment des exigences accrues ; enfin, des pressions coercitives, découlant de l'adoption de cadres réglementaires plus stricts. La suite de ces événements illustre un

mouvement d'isomorphisme institutionnel, où le renforcement progressif des contraintes légales et de marché est accueilli favorablement par les investisseurs, puisqu'il répond à leur demande d'un cadre normatif plus clair, stable et harmonisé.

Tableau 6.8 : Tableau de synthèse des pratiques de réponse aux pressions institutionnelles

Investisseur	2017	2020	2023
APG	- Présente l'ESG comme aligné avec le mandat fiduciaire de long terme - S'appuie sur les attentes des clients et la stabilité réglementaire aux Pays-Bas	- Appuie l'harmonisation des standards internationaux (TCFD, EU Taxonomy) - Souligne les attentes sociétales croissantes	- Soutien explicite aux standards de l'ISSB et à la régulation européenne (SFDR) - Adapte ses pratiques aux exigences institutionnelles globales
NBIM	- Affirme que l'intégration ESG est conforme au mandat légal - Insiste sur la stabilité institutionnelle de son cadre d'investissement	- Réaffirme l'ESG comme nécessité fiduciaire - Adopte des positions publiques en lien avec les standards internationaux (ICGN, OECD)	- Adopte les standards de transparence exigés par l'UE - Souligne les risques réputationnels face à une pression sociétale accrue
CalSTRS	- Met l'accent sur la gouvernance comme canal légitime d'influence - Perçoit l'ESG comme partie intégrante du devoir fiduciaire	- S'aligne avec les attentes réglementaires californiennes - Fait pression sur la SEC pour améliorer les règles de divulgation ESG	- Souligne la pression politique croissante sur l'ESG aux États-Unis - Adopte un discours de prudence pour conserver sa légitimité
NYSCRF	- Met en avant son rôle de chef de file dans le secteur public - Considère l'ESG comme un mandat moralement attendu dans l'État de New York	- Légitime ses engagements par l'alignement avec le Climate Action Plan de l'État - Adopte un plan de désinvestissement pour les sociétés non alignées	- Réagit aux pressions politiques anti-ESG par des affirmations de neutralité économique - Conserve sa posture engagée malgré la polarisation
CDPQ	- Intègre les attentes gouvernementales du Québec en matière de développement durable - Souligne son rôle dans la stratégie économique de l'État	- Aligne ses objectifs climatiques avec les politiques publiques québécoises et canadiennes - Adhère au standard de neutralité carbone	- Renforce son engagement envers la transparence réglementaire - Se positionne comme un levier de transformation systémique, en phase avec les normes globales
Investissements RPC	- Justifie l'ESG par son horizon d'investissement à long terme - Anticipe les politiques climatiques comme impératif stratégique	- Intègre l'ESG dans son mandat légal - Soutient la normalisation des pratiques au niveau mondial - Mentionne les attentes des parties prenantes	- Soutient activement les standards ISSB - Reconnaît la politisation du débat ESG et adopte une posture d'équilibre - Intègre pleinement le climat dans sa gouvernance des risques

6.9 Synthèse d'ensemble des différentes thématiques

À partir des différentes données collectées et présentées, il est possible de réaliser certains constats pour chacune de ces thématiques avec des grandes tendances communes aux investisseurs étudiés.

6.9.1 Synthèse de la thématique « Construire la légitimité de l'investisseur »

Pour ce qui est de la construction de la légitimité, en 2017, une tendance propre à presque tous ceux-ci est la formulation de la volonté d'être un meneur en matière d'investissement durable ou la démonstration indirecte en précisant que « rien de cela n'est nouveau ». Certains d'entre eux mentionneront également la reconnaissance par des acteurs externes sous diverses formes (classements, réceptions de prix, etc.) ou, à l'inverse, la volonté dans leur démarche de coconstruire les solutions avec

des institutions respectées telles que les gouvernements ou les universités par exemple. Pour certains investisseurs, la précision de l'horizon long terme des investissements caractérisant leurs activités est une preuve de légitimité. Cette construction de la légitimité s'est également appuyée sur la mise en avant de la mission sociétale des investisseurs institutionnels. Un expert a souligné que l'objectif de son organisation était de « faire fructifier les avoirs des retraités », une « grande responsabilité sociétale » constituant à la fois « un ancrage communautaire » et une « connexion importante avec l'environnement géographique et économique ». Cette mission a été présentée comme justifiant la promotion des « meilleures pratiques » en matière de durabilité, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur des frontières nationales, contribuant ainsi à légitimer l'engagement de l'organisation sur les enjeux ESG et climatiques.

De manière plus spécifique, il est intéressant de souligner que les investisseurs évoluant dans le contexte américain et canadien ont tendance à souligner leur propre exemplarité opérationnelle en matière de développement durable. Malgré ces quelques tendances communes, on observe une différenciation dans les moyens de le faire : certains mettant de l'avant des produits d'actifs verts alors que d'autres veulent être les premiers à innover.

En 2020, la légitimation semble être un peu plus uniforme, alors que les différents investisseurs conservent le travail réalisé auparavant comme objet de légitimation. Ainsi, de plus en plus d'entre eux prennent pour preuve l'exemplarité de leurs pratiques opérationnelles que ce soit leurs engagements climatiques ou encore leurs demandes exprimées aux entreprises de leur portefeuille. Les pratiques entourant le siège social et la sensibilisation du personnel sont une tendance particulièrement importante. Tous les investisseurs sans exceptions mentionnent dorénavant avoir été les premiers en quelque chose dans un domaine ou à avoir bien considéré les enjeux climatiques depuis bien longtemps. Les reconnaissances externes, que ce soit par des prix ou des audits, progressent, tout comme la collaboration avec diverses institutions dont les universités, des récipiendaires de prix Nobel, des initiatives nouvelles ou de renom. Cette stratégie de légitimation par la promotion des meilleures pratiques et la collaboration institutionnelle a été confirmée par un expert interrogé, lequel a décrit le rôle de son organisation comme consistant à « aller chercher les meilleures pratiques à l'extérieur et les ramener » tout en « promouvant les meilleures pratiques [nationales] vers l'extérieur », illustrant ainsi une dynamique bidirectionnelle de transfert de connaissances et d'innovations en gouvernance ESG visant à renforcer la légitimité de l'investisseur comme acteur de référence dans son champ organisationnel.

Enfin, en 2023, les éléments des années précédentes sont renforcés dans l'ensemble. C'est particulièrement le cas de la mention de l'importance de se positionner comme « premier » dans quelque chose et pour la réception de reconnaissances externes. Aussi, les investisseurs mettent de l'avant leurs trajectoires net zéro et leur actif exemplaire. Il est aussi intéressant de noter que les investisseurs présents sous la juridiction américaine deviennent beaucoup plus silencieux et concentrés sur leurs pratiques opérationnelles (Figure 6.2).

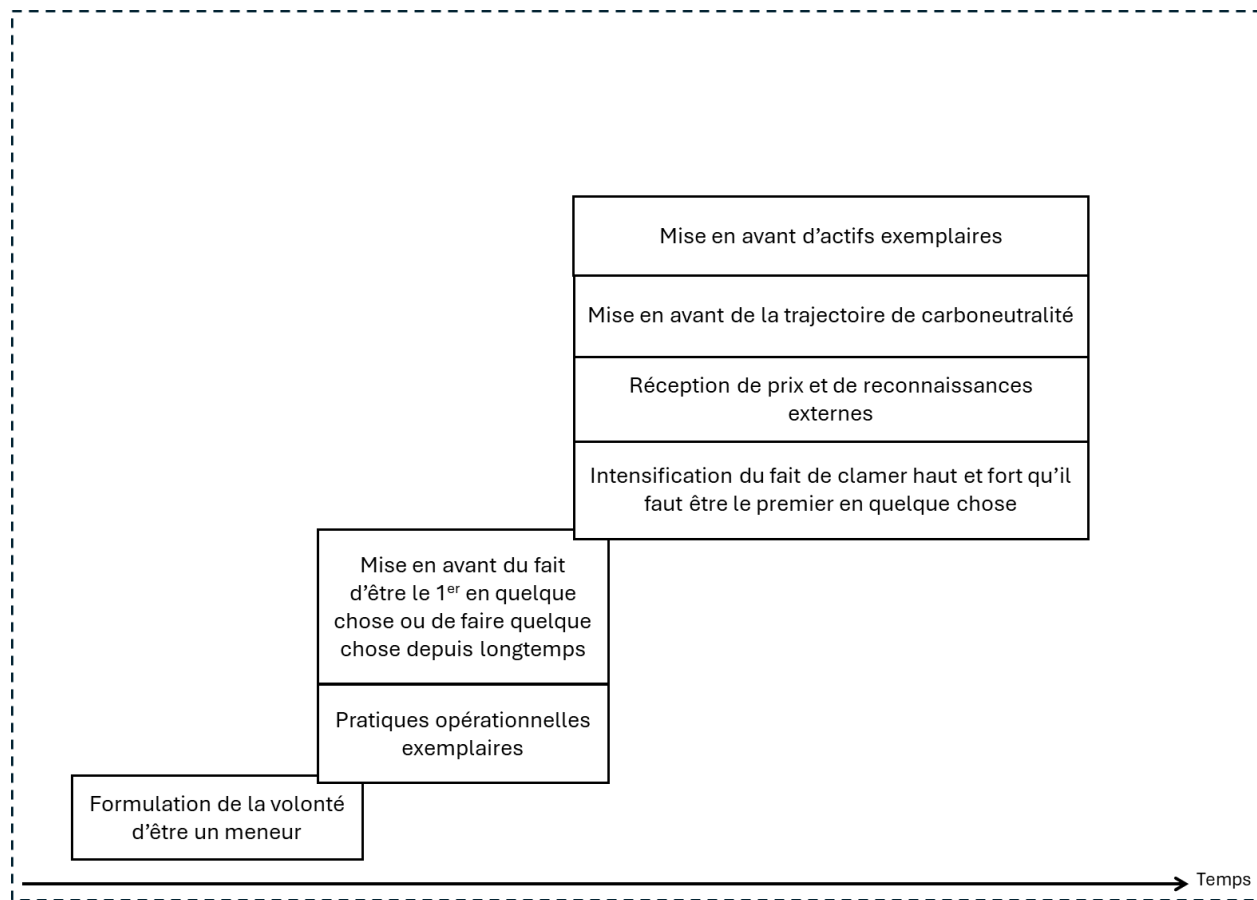


Figure 6.2 : Cartographie visuelle « Construire la légitimité de l'investisseur »

6.9.2 Synthèse de la thématique « Insuffler le changement dans l'organisation »

Pour insuffler le changement dans leur organisation, dès 2017, les investisseurs étudiés formalisent tous des convictions organisationnelles précisant que la prise en considération du développement durable ou des facteurs ESG permettent d'améliorer le rendement sur le long terme et l'efficacité organisationnelle, les enjeux climatiques sont au premier plan. Cette caractéristique de l'horizon d'investissement long terme comme fondement de l'intégration des enjeux de durabilité a été confirmée par un expert qui a souligné

l'importance du « profil rendement-risque » défini selon « la démographie des retraités » ou « des gens qui ont confié leur argent », justifiant ainsi la prise en compte des enjeux ESG par l'alignement temporel entre l'horizon d'investissement et la matérialisation des risques climatiques et de durabilité.

Une partie des investisseurs concernés mentionnent une modification dans l'allocation du capital qui est donc dirigé de manière plus importante vers les actifs considérés comme verts ou bien une responsabilisation du conseil d'administration dans les processus d'investissement sur l'aspect ESG. De manière plus marginale, une intégration de ces facteurs dans la rémunération variable est déjà entamée et des plans climatiques notamment sont développés. Cela concorde avec l'approche d'un expert qui précise que pour tout changement de culture « Il faut vraiment le *tone from the top*, il y a pas de choix. ». Un autre expert ajoute même « Donc, il y a quand même un travail de conviction et de changement de culture à opérer qui n'est pas évident » et que cela se fait en « s'assurant que la haute direction, le conseil d'administration, que ces gens-là posent des questions sur les sujets de durabilité, par exemple en comité d'investissement, ce qui va inciter les équipes d'investissement à être bien préparées sur ces sujets-là, les avoir bien analysés, bien étudiés parce qu'ils comprennent que ce sont des sujets importants pour la haute direction. Si on n'a pas le *turn at the top*, si finalement ces sujets sont perçus à l'interne comme étant plus de la cosmétique et de la conformité, malheureusement, on n'arrivera pas à obtenir grand-chose malgré tous les moyens qu'on pourrait vouloir déployer. Donc, au... au-delà du nombre de moyens, de l'intensité des moyens qu'on met en œuvre, il y a quelques ingrédients essentiels et notamment un message qui vient d'en haut de façon très claire ».

En 2020, les convictions de l'optimisation du rendement long terme par la considération de l'investissement responsable sont renforcées pour permettre d'avoir une base de travail sur la gestion des risques et des opportunités alors que la considération de la supervision de l'intégration des enjeux ESG par le conseil d'administration et la haute direction devient normalisée et formalisée par des processus ou des politiques. L'allocation de capital reste un outil important passant par la présence de divers véhicules dont des portefeuilles dédiés. Des mesures plus marginales sont prises par certains acteurs comme la rémunération ou encore l'ouverture de postes de haute direction dédiée. Cela est aligné avec les réflexions de l'un des experts qui évoque qu'« au niveau de la gouvernance qui bien sûr a eu un regard et donc avec la mise en place dans les comités de gouvernance d'une responsabilité spécifique attribuée au conseil d'administration sur ces questions » ou encore « On vient créer des sous-comités du conseil qui sont

dédiés au sujet de durabilité, ou en tout cas qui ont ces sujets-là explicitement ajoutés à leur périmètre, à la liste des sujets auxquels ils doivent veiller au sein d'un conseil d'administration ».

Enfin, en 2023, on assiste à un renforcement des différents mécanismes observés précédemment. C'est particulièrement le cas des convictions sur le lien entre maximisation du rendement et investissement durable qui est brandi de manière plus importante que jamais. La volonté de rendre, non plus spécifique, mais transversale l'intégration de ces facteurs se fait sentir par une normalisation des processus et des équipes de soutien à travers toute l'organisation. La centralité de cette conviction sur le lien entre durabilité et performance financière a été confirmée par un expert interrogé, qui l'a qualifiée d'« éléphant dans la pièce », soulignant qu'il s'agit d'« une question qui demeure » malgré les années d'intégration des facteurs ESG. Cet expert a insisté sur la nécessité de « réconcilier la responsabilité fiduciaire avec des ambitions sur la durabilité », précisant que « tous [les investisseurs] ont une responsabilité fiduciaire » et que cette tension demeure un enjeu sur lequel « il faut rester dynamique » et « ne pas s'arrêter d'y réfléchir ». En immobilier particulièrement ce lien a été caractérisé comme plus évident, la prise en compte des enjeux ESG permettant de « réduire les risques d'obsolescence » des actifs. Il est intéressant de noter que l'intégration des facteurs ESG dans la rémunération variable semble être normalisée, sauf pour nos deux entreprises de la juridiction américaine. Ce lien avec la rémunération est souligné par les experts qui mentionnent « En termes de gouvernance interne, un facteur important aussi, on est venu lier en partie la rémunération de nos collaborateurs, de nos collègues à l'interne sur l'atteinte ou la non-atteinte, des cibles que nous avons fixées, notamment en termes de climat ». De surcroît, cette évolution progressive et continue des mécanismes d'insufflation du changement a été illustrée de manière précise par un expert dont l'organisation est « partie d'à peu près rien en 2015 », à « sorti sa première stratégie climat en 2017 », l'a « réhaussée en 2021 » et « vient de la rehausser ». Cette trajectoire témoigne d'une intensification continue des ambitions climatiques et d'un renforcement progressif des mécanismes organisationnels sur la décennie étudiée, l'immobilier ayant « suivi en parallèle, de façon adaptée » selon ce même expert, confirmant ainsi la cohérence transversale de cette évolution à travers les différentes classes d'actifs (Figure 6.3).

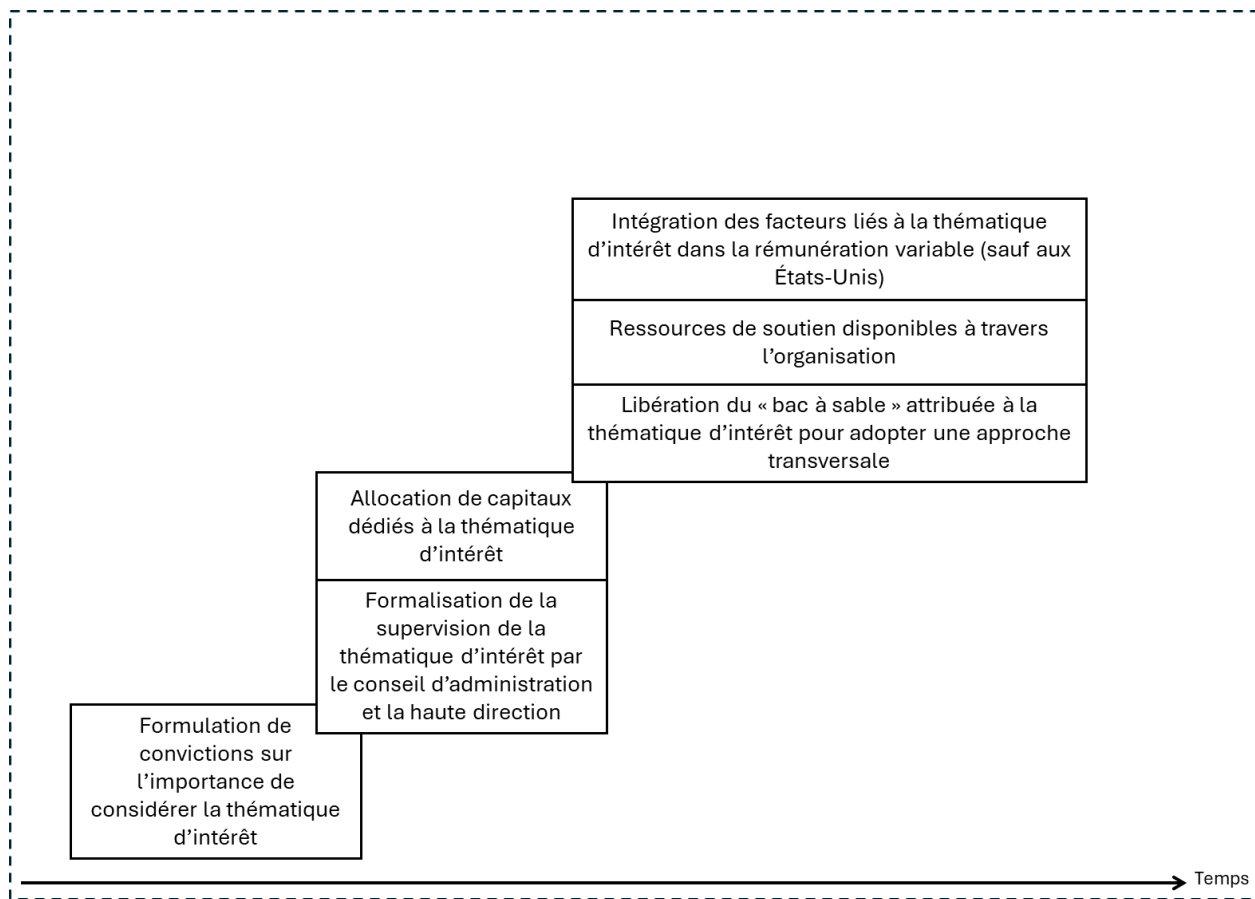


Figure 6.3 : Cartographie visuelle « Insuffler le changement dans l'organisation »

6.9.3 Synthèse de la thématique « Développer les capacités organisationnelles »

La prise en compte accrue des enjeux climatiques et ESG suppose un développement continu des capacités organisationnelles. En 2017, les investisseurs sont principalement engagés dans un processus d'acquisition de connaissances sur le changement climatique, notamment afin de mieux gérer les risques qui en découlent. Les réponses adoptées apparaissent relativement homogènes entre les acteurs étudiés — indépendamment des juridictions — et incluent la formation des employés, le recours à des prestataires externes spécialisés et la mise en place d'équipes dédiées à différents niveaux organisationnels. Ce qui tend à se normaliser à cette période est surtout la volonté de concevoir des outils spécifiques permettant d'intégrer les enjeux climatiques dans les processus organisationnels existants. Ce rôle de développement des connaissances internes par des équipes dédiées a été illustré par un expert, qui a décrit sa fonction comme étant de fournir un « conseil interne auprès des équipes d'investissement pour s'assurer de bien prendre en compte les risques et opportunités [ESG et climatiques] tout au long du cycle d'investissement », incluant « la partie en amont transactionnel » ainsi que « le suivi du portefeuille, le

dialogue et l'engagement avec les sociétés en portefeuille pour améliorer leurs performances ESG », témoignant ainsi d'une approche intégrée de développement des capacités organisationnelles. Il convient néanmoins de souligner que les investisseurs américains se montrent relativement plus discrets dans la mise en avant de ces initiatives.

En 2020, les outils amorcés précédemment sont consolidés et renforcés afin de permettre une intégration plus systématique des enjeux climatiques et ESG dans les processus organisationnels. Une tendance notable consiste en la création de nouveaux organes ou comités spécialisés, destinés à appuyer le conseil d'administration et la haute direction dans la prise en compte de ces thématiques. Que ce soit par la formation des employés, la mobilisation de personnes ressources ou encore la diffusion des bonnes pratiques en interne, les investisseurs manifestent une volonté explicite d'élargir et de partager les connaissances au sein de l'organisation. La croissance des effectifs dédiés aux enjeux de durabilité a été confirmée par un expert interrogé, dont l'équipe est passée à « une quarantaine de personnes » ou « 30 personnes en durabilité », précisant toutefois que cette « équipe ne s'est pas montée du jour au lendemain » et que cette expansion n'était « pas forcément pour des sujets de conformité » réglementaire, mais plutôt pour assurer un rôle de « conseil interne » et soutenir l'innovation organisationnelle en matière de gestion des enjeux ESG et climatiques. Par ailleurs, il est mentionné qu'il est important de « s'assurer que notre organisation était bien équipée, avec du talent, avec des gens qui avaient été capables d'amener une expertise en durabilité aux différentes équipes. ».

En 2023, une différence marquée apparaît, les investisseurs américains évoquent beaucoup moins le développement de leurs capacités internes, adoptant un positionnement plus discret qu'auparavant. Les autres acteurs poursuivent au contraire la consolidation de leurs outils et processus organisationnels, en les actualisant régulièrement grâce à l'intégration d'outils issus d'initiatives internationales de premier plan. On observe aussi un renforcement de l'attention portée à la gouvernance, avec une intégration plus affirmée de ces enjeux par les dirigeants et administrateurs. Les priorités continuent d'inclure l'ESG dans son ensemble, mais aussi l'atteinte des objectifs de carboneutralité et le perfectionnement des dispositifs de formation car comme le mentionne l'un des experts interrogés « Notre conviction, c'est qu'il faut passer un modèle où c'est vraiment maintenant l'affaire de tous à l'interne ». Enfin, un autre phénomène qui tend à se normaliser est la collaboration accrue avec des ONG et des partenaires stratégiques, permettant aux investisseurs d'élargir leurs connaissances, en particulier sur les thématiques climatiques (Figure 6.4).

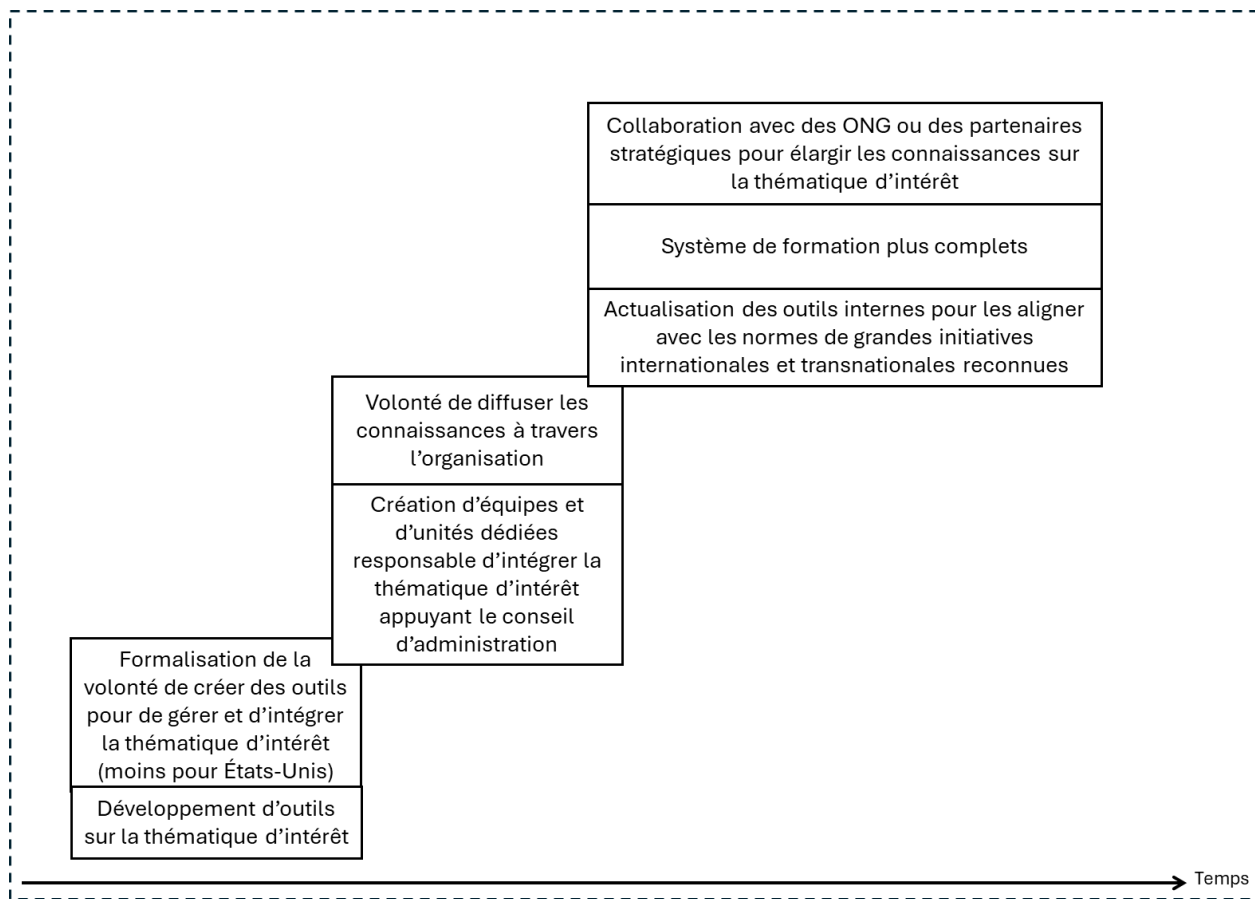


Figure 6.4 : Cartographie visuelle « Développer les capacités organisationnelles »

6.9.4 Synthèse de la thématique « Développer les capacités d'évaluation et de suivi »

Le développement des capacités organisationnelles débouche sur le développement des capacités d'évaluation et de suivi. En 2017, une attention accrue est portée par les investisseurs au développement de leurs capacités d'évaluation et de suivi, avec un accent particulier sur la collecte de données ESG et, de manière plus poussée, sur le suivi climatique afin d'analyser les risques qui en découlent. Ces pratiques se concentrent principalement sur les portefeuilles d'actions cotées, même si certains investisseurs, de manière plus marginale, recourent déjà à des initiatives internationales et transnationales reconnues pour structurer leurs outils. Dans certains cas, on observe aussi l'instauration d'évaluations systématiques des pratiques ESG des gestionnaires externes, ou encore de budgets carbone par portefeuille. Comme le mentionne l'un des experts « Oui, oui, nous, on les [gestionnaires externes] sélectionne en partie sur leur capacité à bien prendre en compte la durabilité dans la gestion des actifs qu'ils font en notre nom. ».

En 2020, les outils d'évaluation et de suivi ESG — avec une forte composante climatique — sont consolidés et élargis. Ils dépassent désormais le cadre restreint des portefeuilles d'actions publiques, à l'exception

des investisseurs américains qui ne mentionnent pas encore une telle expansion. On constate une tendance croissante à aligner explicitement ces dispositifs avec des cadres transnationaux de référence, conférant une légitimité normative à ces pratiques. De manière plus marginale, on observe également l'intégration de technologies émergentes, comme l'intelligence artificielle, pour soutenir le suivi, ainsi qu'un renforcement du pilotage des enjeux climatiques au plus haut niveau organisationnel.

Enfin, en 2023, les investisseurs poursuivent logiquement la consolidation de ces acquis. L'appui sur des initiatives internationales et transnationales de référence devient encore plus marqué, renforçant la cohérence et la comparabilité des outils de suivi ESG et climatiques. L'importance centrale de l'alignement avec les cadres transnationaux de référence pour structurer les outils d'évaluation et de suivi a été confirmé par l'ensemble des experts interrogés, qui ont tous souligné l'utilisation de référentiels tels que la TCFD, l'ISSB, et d'autres initiatives internationales pour assurer la cohérence, la comparabilité et la légitimité de leurs dispositifs de mesure et de divulgation de la performance ESG et climatique de leurs portefeuilles immobiliers. L'utilisation de scénarios climatiques gagne en importance, permettant d'évaluer plus finement les trajectoires de transition et les risques associés. Des différences apparaissent toutefois selon les juridictions : alors que les investisseurs européens (y compris ceux de l'EEE) et américains placent désormais le suivi de la trajectoire vers la carboneutralité au cœur de leurs repères, les investisseurs canadiens mettent davantage l'accent sur la résilience face aux changements climatiques. Enfin, il est notable de remarquer que l'expansion des outils de suivi au-delà des portefeuilles publics, absente en 2020 chez les investisseurs américains, tend à se formaliser en 2023, confirmant une diffusion progressive des pratiques organisationnelles. Cette sophistication croissante des outils de suivi climatique a été confirmée par un expert, qui a souligné que le climat occupe désormais « le gros de la scène en termes de niveau de préoccupation, niveau de sophistication, niveau de prise en compte à l'interne, outillage », avec « toujours deux facettes » : « la partie transition décarbonation et l'autre facette qui est la partie risque physique, les deux sont très présentes ». Cette observation témoigne d'une maturité importante des capacités d'évaluation et de suivi des enjeux climatiques en 2023, intégrant de manière équilibrée les dimensions de transition et d'adaptation (Figure 6.5).

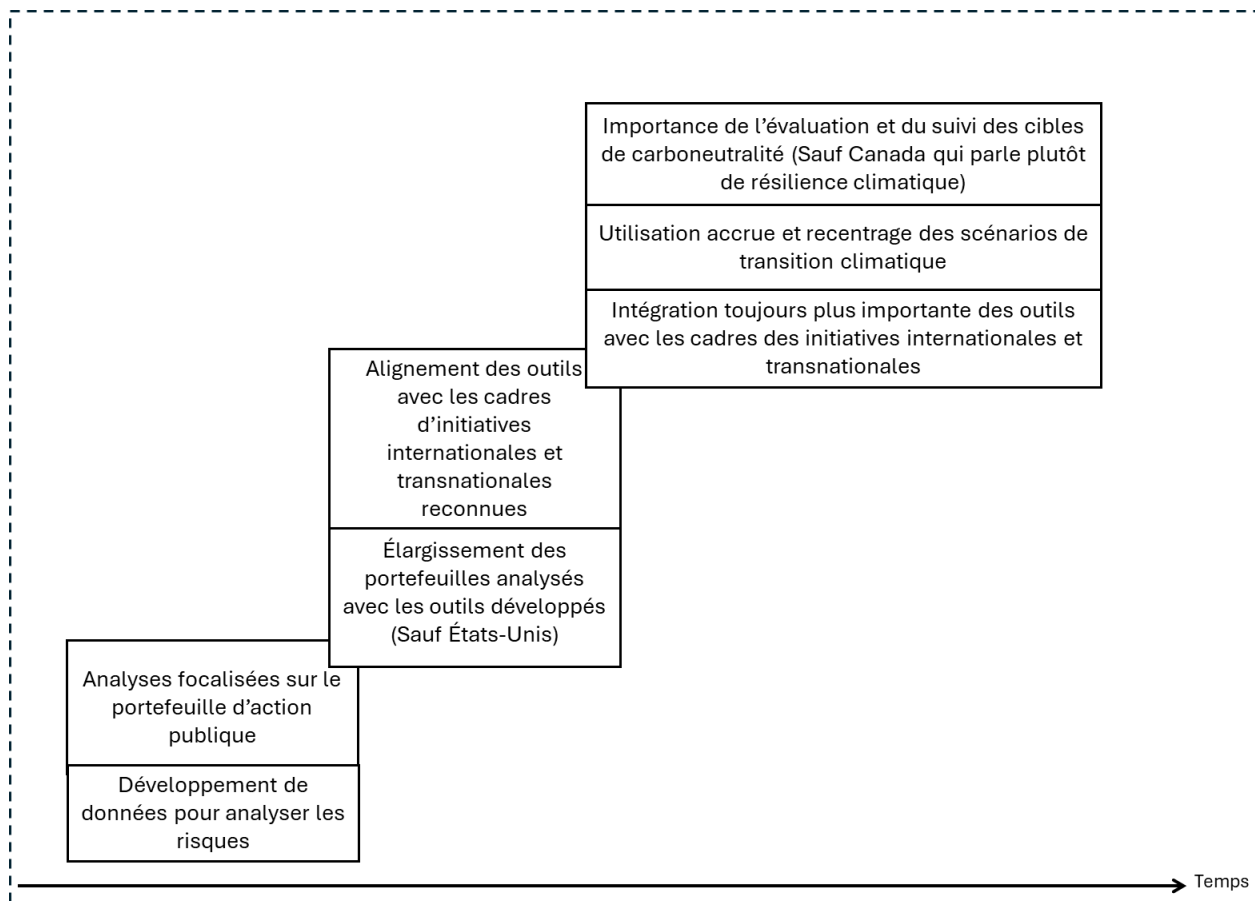


Figure 6.5 : Cartographie visuelle « Développer les capacités d'évaluation et de suivi »

6.9.5 Synthèse de la thématique « Exercer l'influence sur les entreprises »

Les investisseurs exercent aussi un rôle d'influence dans la société. Il s'exprime notamment sur les actifs et les entreprises dans lesquels ils investissent. On observe ainsi que, dès 2017, cet exercice se concentre de manière importante sur les efforts ESG et climatiques, et ce, principalement par le biais du dialogue et du vote. Le vote est en grande majorité utilisé comme moyen pour soutenir les propositions climatiques déposées par d'autres actionnaires. Il est aussi utilisé de manière plus marginale pour voter à l'encontre d'administrateurs ne prenant pas cette thématique au sérieux. Les investisseurs semblent faire consensus sur le fait que le désinvestissement est un recours de dernière urgence lorsqu'aucune progression n'est faite malgré qu'ils aient tenté d'influencer le changement. De manière marginale, ils formulent aux entreprises des attentes claires sur la nécessité de considérer les facteurs ESG et de s'appuyer sur des initiatives internationales et transnationales d'envergure. Les investisseurs ont aussi recours à l'occasion à la rédaction et au dépôt de propositions actionnariales.

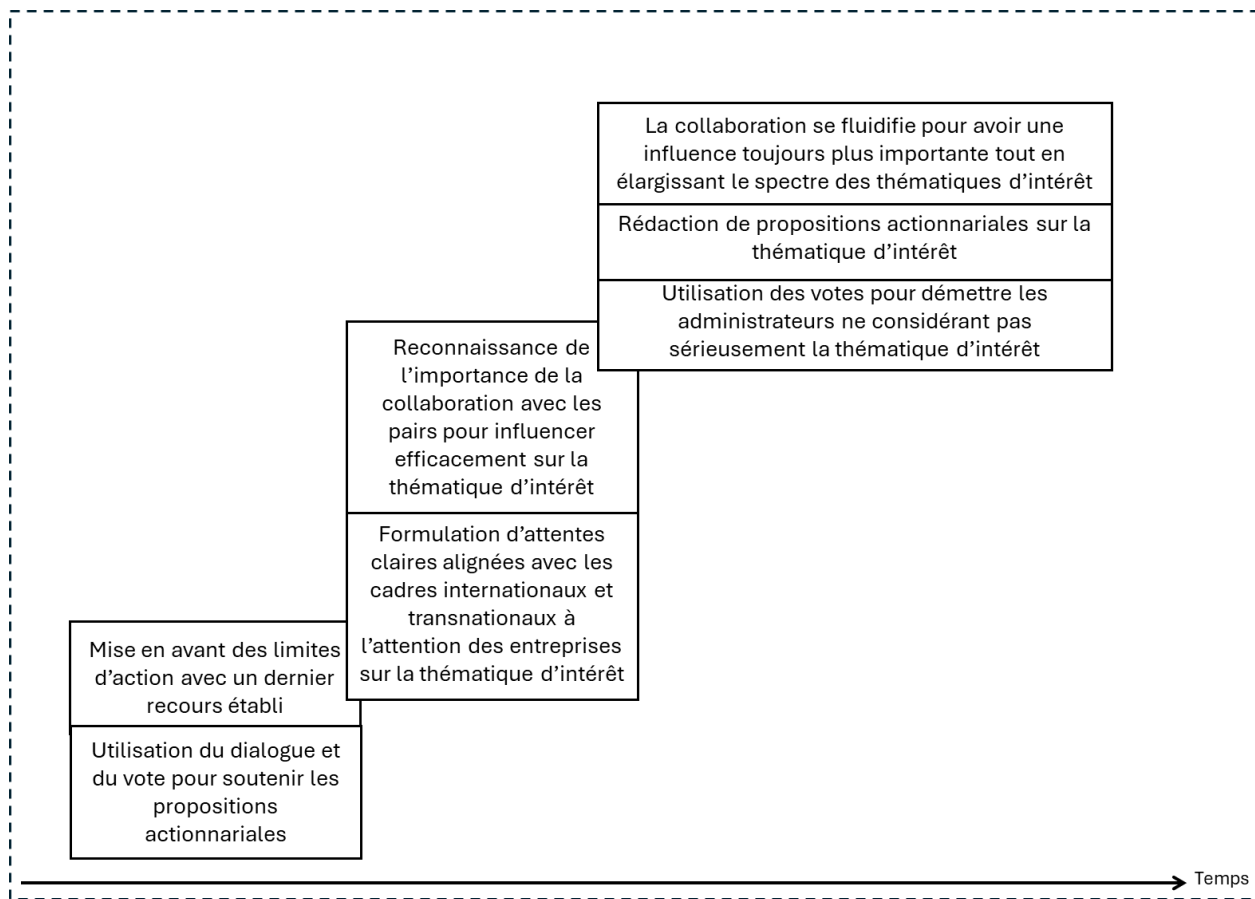


Figure 6.6 : Cartographie visuelle « Exercer l'influence sur les entreprises »

En 2020, les investisseurs continuent de faire pression sur les entreprises par l'entremise notamment des discussions et des votes. À cet effet, la formulation d'attentes vis-à-vis des entreprises afin de s'aligner avec les normes internationales en matière de facteurs ESG se normalise et commence à être intégrée dans le processus d'investissement et donc envoie un message clair sur l'allocation de capitaux. De plus en plus d'investisseurs mentionnent voter contre les administrateurs ne prenant pas en considération sérieusement les enjeux climatiques. Cette pratique de dialogue et d'engagement avec les entreprises du portefeuille a été confirmée par un expert interrogé, qui a décrit son rôle comme incluant le « dialogue et engagement avec nos sociétés en portefeuille pour améliorer leurs performance ESG ». Cette approche s'inscrit dans une logique de collaboration continue visant à soutenir l'amélioration des pratiques de durabilité des entreprises plutôt qu'un retrait immédiat des investissements, cohérente avec l'horizon d'investissement long terme caractérisant les investisseurs institutionnels étudiés. Un autre aspect est la reconnaissance de l'importance de la collaboration entre actionnaires qui survient souvent via le CA100+.

L'importance de la collaboration a été soulignée par l'un des experts qui mentionne « il fallait qu'on pose nos habits de compétition pour se dire comment nous battons-nous dans un objectif commun ».

En 2023, on observe un renforcement des conditions liées aux discussions et aux votes avec une prise en considération systématique pour tous les investisseurs des normes ESG basées sur des normes internationales et la normalisation de tout retrait de soutien aux administrateurs qui refusent ou s'abstiennent de considérer les facteurs ESG. Il est intéressant de noter que les investisseurs assujettis à la juridiction de l'UE (incluant EEE) ont commencé à intégrer de manière claire leurs attentes en matière de biodiversité à l'égard des entreprises. Aussi, la rédaction de propositions actionnariales sur les thématiques liées à l'ESG se répand sans toutefois être utilisée par tous les investisseurs. Enfin, les investisseurs soulignent à nouveau l'importance de collaborer, notamment via le CA100+ (Figure 6.6).

6.9.6 Synthèse de la thématique « Exercer l'influence sur les institutions »

Après avoir décrit les tendances relatives à l'évolution de l'influence des investisseurs sur les entreprises, l'attention peut désormais se porter sur l'exercice de leur influence à l'égard des institutions. Dès 2017, plusieurs acteurs soulignent, directement ou indirectement, la nécessité d'une normalisation des données de marché en matière de développement durable, et considèrent que l'implication auprès des instances institutionnelles constitue une réponse appropriée à cette lacune. Les modalités de cette influence concernent principalement les enjeux climatiques, soit par un soutien public à certaines initiatives industrielles, soit par une implication directe dans leurs instances de gouvernance. Une exception notable est celle des investisseurs américains, qui privilégient plutôt des partenariats stratégiques avec certaines initiatives. Des différences régionales se dessinent également, la quasi-totalité des acteurs nord-américains signent une lettre commune adressée au G7 et au G20 pour exhorter les dirigeants de ces pays qui en font partie à respecter l'Accord de Paris, tandis que de manière plus spécifique aux États-Unis, les investisseurs mentionnent un engagement direct avec leurs élus. En Europe, l'accent est davantage mis sur le dialogue avec les autorités réglementaires, alors que les investisseurs canadiens se distinguent par leur participation active à des événements structurants. Enfin, la réponse aux consultations publiques, en particulier sur les thématiques climatiques, apparaît comme un vecteur d'influence largement partagé. Les investisseurs institutionnels prennent leur rôle de manière particulièrement sérieuse avec un expert qui mentionne : « c'est d'ailleurs la responsabilité des grands investisseurs de montrer la voie, c'est parce que ça aussi, si quand on est riche et bien portant, on ne fait pas ça, qui va le faire? ».

En 2020, la question de la normalisation des données de durabilité demeure au centre des préoccupations. Les investisseurs cherchent à renforcer leur participation aux travaux institutionnels qui se développent dans ce domaine. Cette priorité accordée à la normalisation des données de durabilité comme moteur d'influence sur les institutions a été fortement soulignée par les experts interrogés. L'un d'eux a identifié le « besoin crucial de normalisation des données » comme une motivation majeure pour la participation de son organisation aux travaux des initiatives internationales et transnationales, précisant que ce manque de normalisation constituait une « pression majeure » empêchant les investisseurs de « déployer les moyens qu'ils souhaitent pour obtenir de l'information les aidant à prendre les décisions d'investissement ». Cette participation active aux instances de gouvernance des initiatives visant à établir des normes communes témoigne ainsi d'une stratégie d'influence institutionnelle motivée par des impératifs opérationnels concrets de gestion de portefeuille. L'implication se manifeste par une présence accrue dans les organes de gouvernance des initiatives internationales et transnationales et, pour certains, dans les ateliers techniques qui en émanent, portant par exemple sur le climat ou la gestion de l'eau. De manière plus marginale, certains acteurs mettent en avant leur rôle de co-fondateurs dans des initiatives en plein essor, par exemple l'un des experts interrogés mentionne « Donc, l'outil n'existait pas, on le développe et maintenant on s'implique dans une initiative plus large de notre industrie pour pouvoir le répandre... alors pas forcément notre outil, mais que ce concept-là puisse être adopté par le plus grand nombre dans le secteur [...] c'est un exemple ». Un premier signal d'engagement explicite sur la biodiversité se fait également sentir. Enfin, l'influence des investisseurs se déploie de manière différenciée selon les juridictions : les acteurs européens et américains accentuent leur dialogue avec les autorités réglementaires, alors que les investisseurs canadiens se montrent relativement plus discrets sur ce plan.

En 2023, la dynamique s'amplifie, marquant une institutionnalisation croissante de l'influence. Les investisseurs consolident leur présence au sein des organes de gouvernance des initiatives internationales et transnationales, avec un intérêt élargi à la biodiversité. Leur participation aux événements publics internationaux s'intensifie, renforçant leur visibilité et leur légitimité. Comme l'un des experts interrogés l'a mentionné « en tout cas, il y a quand même pas mal de forums auxquels on appartient et donc via des présences sur des conférences, des panels, des *key note speech* ou des articles que nous avons publiés, ce sont différentes façons pour nous de faire porter notre voix à l'externe et de et d'encourager le marché à progresser en matière de durabilité ». La réponse aux consultations publiques reste constante, mais une posture plus proactive se développe, notamment parmi les investisseurs européens, qui cherchent à contrer un contexte politique moins favorable en défendant le maintien de réglementations strictes en

matière de divulgation des données de durabilité, ou encore en appuyant l'adoption de lois structurantes à l'échelle nationale. Enfin, certains acteurs, de manière plus marginale, s'emploient à influencer des institutions situées hors de leur propre juridiction, illustrant ainsi l'élargissement des stratégies d'influence au-delà des frontières nationales. Cette implication a été confirmée par l'un des experts interrogés qui mentionne « c'est sûr que nous, on a été en interaction avec tous les grands penseurs, on va dire réglementaires » ou encore « on a beaucoup nourri l'écosystème de manière large pour avoir... pour espérer en retour en fait des outils ». Un autre expert mentionne quant à lui « On a une équipe qui s'appelle [...], en gros, c'est une équipe [...] qui fait différentes représentations auprès des autorités publiques, donc on essaie de d'influencer sur différents sujets. Enfin, on essaie quand même d'être mobilisés au pré soit d'autorités publiques ou d'organisation de place [...], donc des initiatives collaboratives, peut être aux côtés de nos pairs » (Figure 6.7).

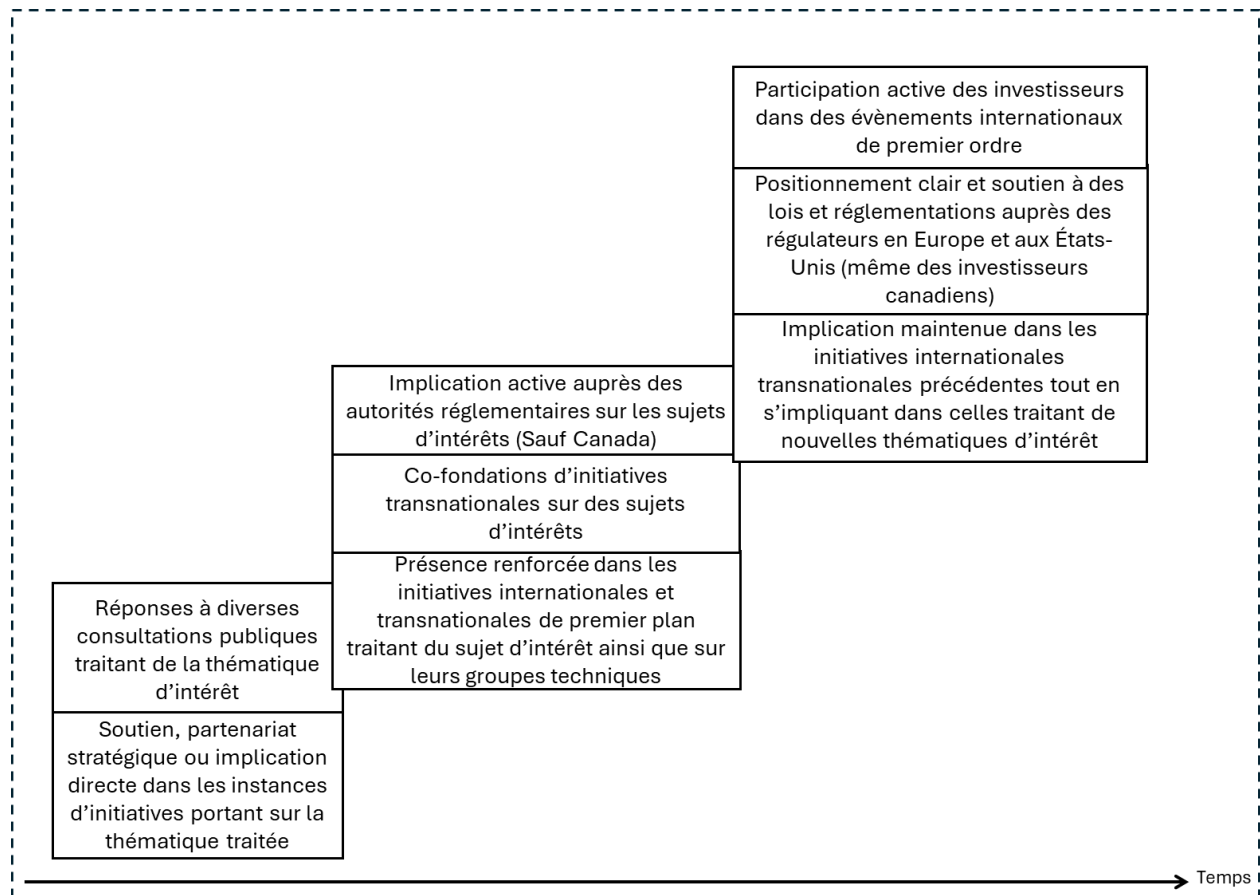


Figure 6.7 : Cartographie visuelle « Exercer l'influence sur les institutions »

6.9.7 Synthèse de la thématique « Répondre aux pressions institutionnelles »

Enfin, l'étude des investisseurs sur la dernière thématique relative aux pressions institutionnelles montre qu'en 2017, l'explication de l'alignement de la considération des facteurs ESG avec leur mandat légal (lorsque celui-ci n'est pas intégré explicitement) est centrale pour montrer qu'ils agissent en accord avec la loi. Le rôle d'investisseur long-terme est ici central pour justifier le rendement financier de ces considérations long terme. Le manque de normalisation de l'information en matière de développement durable est décrit comme une pression majeure puisqu'ils ne sont pas en mesure de déployer les moyens qu'ils souhaitent pour obtenir de l'information les aidant à prendre les décisions d'investissement. De manière plus marginale, les investisseurs expriment avoir établi des objectifs qui sont en accord avec les objectifs gouvernementaux alors que la pression de la société civile augmente. Enfin, les deux investisseurs au Canada expriment qu'ils observent une pression à cet égard sur les marchés.

En 2020, l'alignement avec le mandat reste un élément central. Aussi, bien qu'imparfaite, l'amélioration de la mesure exerce de la pression sur les acteurs au fur et à mesure que l'information est disponible et augmente la pression des déposants et de la société civile. Il y a une volonté aux États-Unis surtout de démontrer la surperformance des actifs qualifiés de verts ou durables par rapport aux actifs traditionnels. La demande de la normalisation des données semble continuer de représenter une pression majeure pour que les investisseurs puissent se comparer.

Enfin, en 2023, l'alignement avec le mandat reste la préoccupation majeure de l'investisseur. Que ces éléments viennent de la réglementation ou bien de normes industrielles, les investisseurs embrassent tous les outils développés, centralisés, poussant à la considération normalisée des enjeux ESG (ESRS et ISSB) qu'ils voient comme une opportunité de faire pression sur les entreprises du portefeuille, à l'exception des investisseurs basés aux États-Unis qui brandissent eux les risques de poursuite liés à la non-considération des enjeux ESG notamment. Parmi les autres spécificités régionales, les investisseurs canadiens évoquent de manière plus importante les pressions qu'ils observent sur les marchés.

La centralité persistante de l'alignement avec le mandat fiduciaire comme cadre de réponse aux pressions institutionnelles a été confirmée par un expert, qui a souligné la nécessité constante de « réconcilier la responsabilité fiduciaire avec les ambitions sur la durabilité », qualifiant cette tension de question « sur laquelle il faut rester dynamique » et « ne pas s'arrêter d'y réfléchir ». Cette observation témoigne du fait que, malgré l'évolution des cadres institutionnels et l'intensification des pressions normatives en faveur

de l'intégration des enjeux ESG, la démonstration de la compatibilité entre ces enjeux et la responsabilité fiduciaire demeure une préoccupation majeure et continue pour les investisseurs institutionnels tout au long de la période étudiée (Figure 6.8).

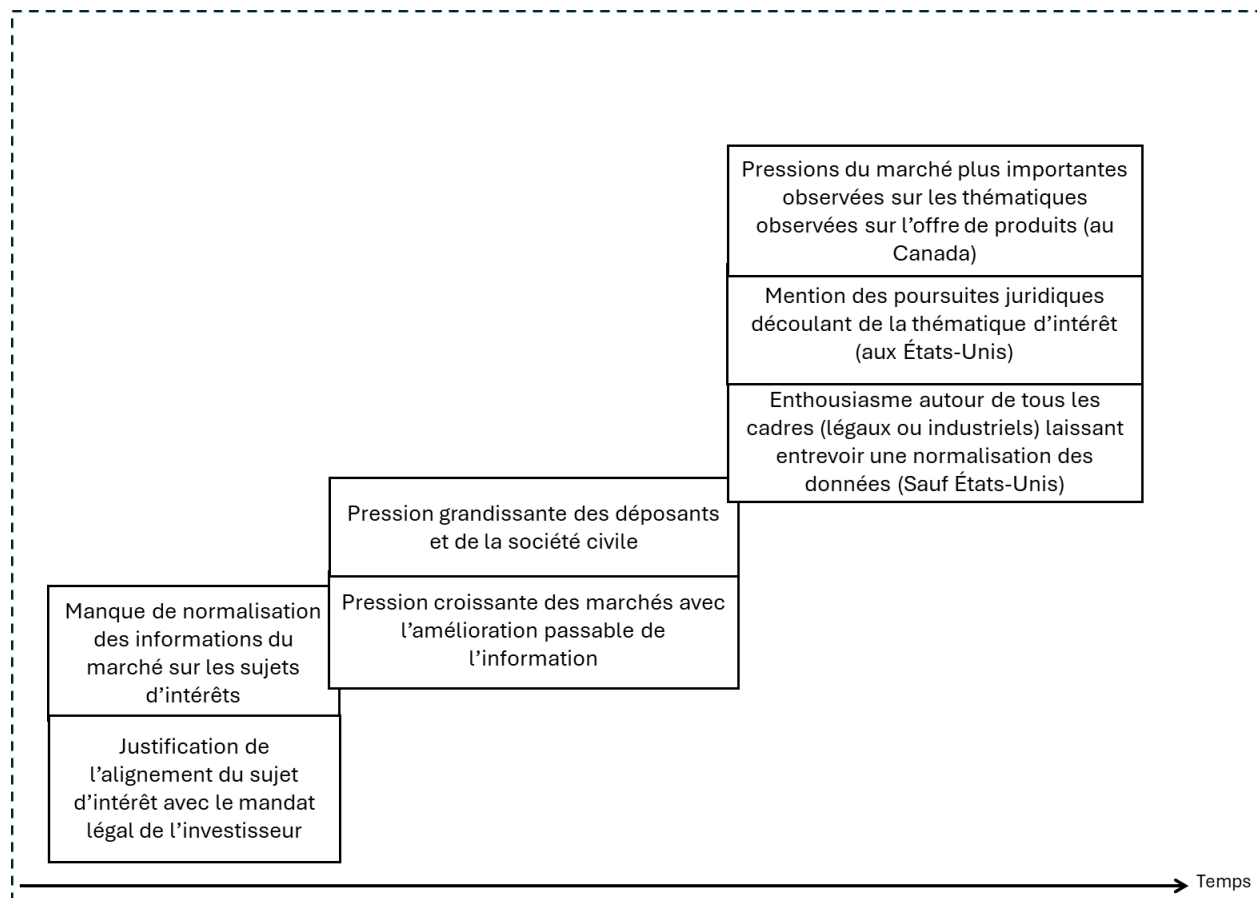


Figure 6.8 : Cartographie visuelle « Répondre aux pressions institutionnelles »

Ainsi, les sept grandes thématiques qui sont ressorties de l'analyse de documents ont été synthétisées afin de comprendre et de souligner les pratiques communément utilisées par les grands investisseurs en immobilier pour faire sens de la richesse d'information à traiter.

6.10 Analyse

Les diverses observations communes aux différents acteurs étudiés pour chacune des sept thématiques qui ressortent de la synthèse permettent de mieux comprendre la dynamique régissant les thématiques. L'étude de ces dynamiques a pour but de conceptualiser le changement au niveau micro. C'est l'objet de cette partie dédiée à l'analyse de la troisième sous question de la thèse.

Deux analyses distinctes méritent d'être réalisées. Une première adopte une approche globale et visant à établir une chronologie des thématiques afin de comprendre comment celles-ci se succèdent. Une seconde analyse adopte une approche transversale aux thématiques visant une conceptualisation du changement à travers le temps.

Les différentes figures (Figure 6.2, Figure 6.3, Figure 6.4, Figure 6.5, Figure 6.6, Figure 6.7 et Figure 6.8) réalisées pour chacune des thématiques permettent d'établir des points de convergence à différentes étapes et ainsi d'établir la chronologie des sept thématiques qui sont ressorties de l'étude menée dans le cadre de la troisième sous-question. Ainsi, on peut remarquer que la formulation de l'intention ou de la volonté précède bien souvent l'action. Cela s'observe dans le cadre des thématiques « Construire sa légitimité » et « Insuffler le changement dans l'organisation ». C'est sur cette formulation que repose la capacité de l'investisseur de formaliser des actions en accord avec ces dernières. L'aspect de formalisation, qui se retrouve à la deuxième phase dans les thématiques observées précédemment, se situe à la première phase de la thématique « Développer les capacités organisationnelles », laquelle intègre elle-même celle « Développer les capacités d'évaluation et de suivi ». En témoigne, toujours dans cette même première phase de « Développer les capacités organisationnelles » la présence du développement d'outils sur la thématique d'intérêt. Par ailleurs, la première phase relative à « Développer les capacités d'évaluation et de suivi » montre également cette dimension de formalisation par le développement de données pour analyser les risques. Ces quatre premières thématiques ont un périmètre d'application dans l'organisation interne des investisseurs étudiés. Elles mènent à une modification et un développement des systèmes organisationnels internes.

Par la suite, on observe que les différentes capacités développées à l'interne des organisations sont celles permettant d'appuyer et d'alimenter les différentes actions individuelles et collectives visant l'intégration de nouvelles considérations par les entreprises du marché laissant donc apparaître la thématique « Exercer l'influence sur les entreprises ». Cette thématique se développe de manière parallèle à « Exercer l'influence sur les institutions », qui s'appuie également sur le développement des différentes capacités organisationnelles visant à contribuer de manière pertinente au développement du cadre institutionnel entourant la nouvelle considération. Ces deux thématiques ont pour effet de renforcer les quatre précédentes et font passer l'investisseur d'un périmètre d'action interne à un périmètre d'action externe en exerçant son influence à l'externe.

Enfin, bien que la pression institutionnelle soit constante sur les acteurs étudiés, cette pression prend réellement forme à la troisième phase où celles-ci deviennent concrètes, poussant les investisseurs à les intégrer. On voit donc ici se dessiner la thématique « Répondre aux pressions institutionnelles » traduisant l'intégration de ces dernières par les acteurs.

Tout au long de ce déploiement, un délicat travail d'alignement entre toutes ces thématiques doit être mené afin de conserver une cohérence d'ensemble tout en les renforçant, ce qui est particulièrement le cas pour la conservation de la légitimité. Il y a donc une boucle de rétroaction qui se fait à mesure que l'investisseur perd sa capacité d'agent de changement et que les pressions institutionnelles augmentent. Cette première analyse portant sur la chronologie des thématiques peut être observée à la Figure 6.9.

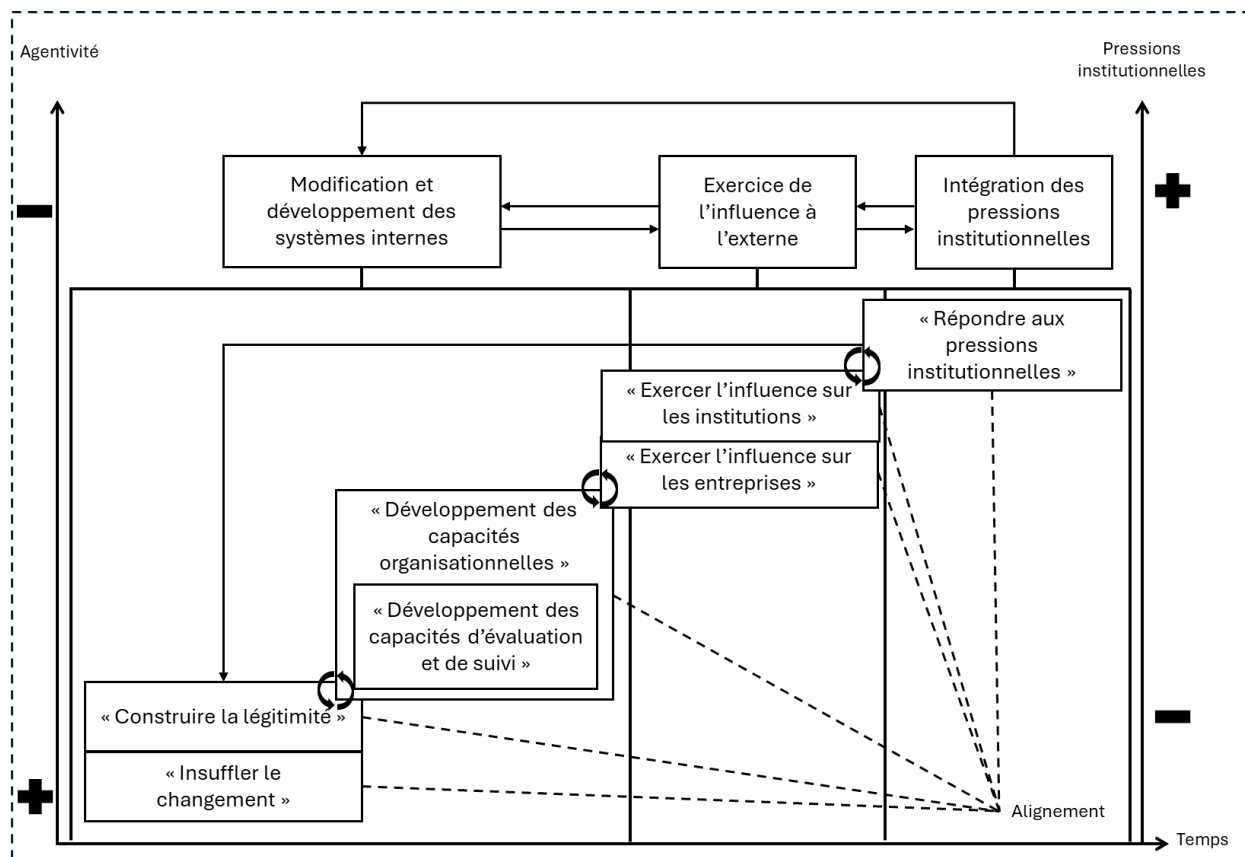


Figure 6.9 : Visualisation conceptuelle du déroulement temporel des codes thématiques

Après avoir établi la chronologie des thématiques, passons à l'approche transversale aux thématiques afin de conceptualiser les grandes dynamiques qui les régissent à travers le temps. Les deux premières thématiques, soit « Construire la légitimité de l'investisseur » et « Insuffler le changement dans

l'organisation », commencent toutes les deux par une formulation de la volonté sérieuse de traiter le sujet désiré. Cette dimension de formulation est liée à la pression institutionnelle à la base, puisqu'il faut en parallèle, notamment en l'absence d'un mandat légal explicite, faire preuve d'un argumentaire fondé sur la logique pour être en mesure de démontrer l'alignement de la considération de l'enjeu souhaité avec le mandat légal de l'investisseur. Cette nécessité de s'appuyer sur des convictions relève du fait d'un manque de données comparables permettant d'établir cette vérité ou de la réfuter. Ainsi, les investisseurs institutionnels se mettent à l'œuvre pour développer des outils et colliger des données à l'interne leur permettant d'avoir l'information nécessaire au renforcement de cet argumentaire à travers le « Développement de capacités organisationnelles » intégrant le « Développement des capacités d'évaluation et de suivi ». Ces derniers sont utilisés par la suite pour « Exercer l'influence sur les entreprises » avec des efforts qui sont concentrés sur les sociétés dont le capital-actions est transigé sur les marchés publics permettant d'utiliser le vote lors des assemblées d'actionnaires pour obtenir de l'information sur les entreprises. Ce développement de capacités est également utilisé pour « Exercer l'influence sur les institutions » dans l'optique de tendre vers la normalisation par l'entremise de consultations publiques où d'implication vis-à-vis des initiatives concernées car cela permet déjà de stimuler la réflexion et d'échanger sur les meilleurs moyens de considérer la thématique. Cette première phase peut être considérée comme une phase d'innovation pour laquelle les investisseurs jouent un rôle actif dans la stimulation de l'intérêt.

Par la suite, après avoir annoncé sur la place publique vouloir considérer la thématique, il devient important de montrer ce qui est fait véritablement pour éviter de faire l'objet d'accusation d'écoblanchiment. Ainsi, les investisseurs commencent à divulguer certains résultats découlant des efforts qu'ils ont mis en place. Les principes de base de l'exemplarité et d'avoir innové en étant le « premier à faire quelque chose » semblent être le socle de leur stratégie de légitimation. Cela ressemble à ce qui est observé notamment dans la catégorie « Insuffler le changement dans l'organisation », où il y a notamment une formalisation du suivi de la thématique d'intérêt par la haute direction ou le conseil d'administration et une volonté formelle de rediriger les flux de capitaux pour y contribuer. Le développement des capacités organisationnelles se fait dans ce sens avec la création d'équipes ou d'unités dédiées à ces enjeux et qui vont notamment permettre de diffuser les connaissances au sein de l'organisation en plus de pouvoir adopter un spectre plus large de la thématique en alignant les activités avec des cadres reconnus découlant d'initiatives internationales et transnationales. Cet alignement n'est pas seulement demandé à l'interne mais également aux entreprises du portefeuille. Les investisseurs sont conscients qu'ils doivent collaborer

s'ils veulent réussir. Ainsi, leur implication au sein d'instances internationales et transnationales s'intensifie soit en participant plus activement dans les organes de gouvernance et techniques des initiatives existantes, soit en co-fondant des nouvelles initiatives si nécessaire. Les investisseurs commenceront même à s'impliquer activement auprès des autorités règlementaires, principalement pour accélérer la normalisation et la disponibilité des données matérielles sur le plan ESG et climatique alors que la pression de la société civile et des marchés se fait plus grande au fur et à mesure que l'information s'améliore. Cette seconde phase peut être considérée comme étant une phase de formalisation, réalisation et de collaboration.

Enfin, il devient de plus en plus ardu et complexe pour les investisseurs de démontrer leur légitimité. L'accumulation d'attentes, de preuves factuelles et de données quantitatives exige désormais une justification systématique et robuste pour être reconnu comme un acteur crédible et compétent dans le domaine. Cette évolution se traduit par une intensification de l'intégration des enjeux ESG et climatiques de manière transversale aux activités organisationnelles, ainsi que par leur inscription dans des processus structurants tels que la rémunération variable des dirigeants.

Cette exigence accrue stimule également le développement organisationnel : on observe une démocratisation des connaissances en interne, des mises à jour régulières des outils de suivi afin de les aligner avec les initiatives internationales en vigueur, ainsi qu'un recours croissant à des expertises externes pour combler les besoins en savoirs spécialisés. Les bases de connaissances déjà accumulées confèrent aux investisseurs une capacité renforcée de suivi, qui leur permet de hausser leurs exigences vis-à-vis des entreprises en portefeuille, que ce soit par la voie du dialogue collaboratif ou par le dépôt de propositions actionnariales.

Cet « avancement » sur la thématique initiale ouvre également la voie à l'exploration de nouveaux enjeux émergents, tout en consolidant la capacité des investisseurs à se positionner clairement et avec assurance auprès des régulateurs. Les pressions institutionnelles, qu'elles proviennent du marché ou de la sphère judiciaire, se multiplient, renforçant l'obligation d'intégrer ces considérations tout en cristallisant le contexte. Loin d'être perçues comme uniquement contraignantes, ces pressions suscitent un certain enthousiasme parmi les investisseurs, qui y voient des leviers de normalisation et d'harmonisation.

Cette troisième phase peut ainsi être interprétée comme celle de l'intégration transversale et de l'ouverture à de nouvelles thématiques. La découverte de ces nouveaux enjeux relance le cycle

institutionnel, marquant un retour à une phase d'innovation et de formulation, mais avec un focus renouvelé. Parallèlement, on observe une intensification de l'intégration des pratiques déjà établies ainsi qu'une cristallisation progressive des standards organisationnels, confirmant le processus d'institutionnalisation en cours. Cette évolution peut être observée à la Figure 6.10.

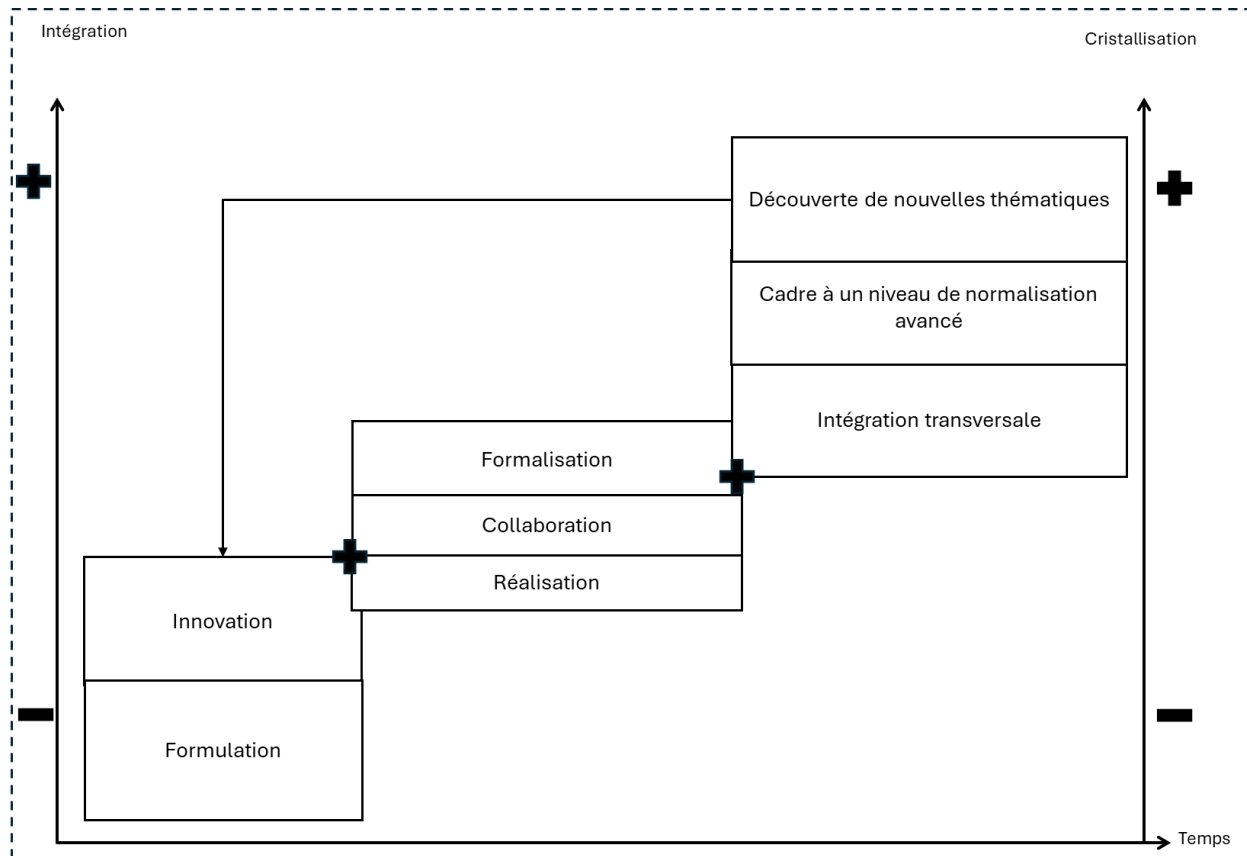


Figure 6.10 : Visualisation conceptuelle du changement au niveau micro

Les deux développements présentés dans cette analyse peuvent être synthétisés au sein d'un seul déroulement en quatre étapes afin d'en faciliter la compréhension. Dans un premier temps, la modification et le développement des systèmes internes se traduisent par des dynamiques d'innovation et de formulation. Ensuite, l'exercice du rôle d'influence externe des investisseurs se fait ressentir d'une part, par l'application des innovations internes auprès des entreprises du portefeuille ou, plus largement, au niveau méso, et d'autre part, par la collaboration avec divers acteurs sectoriels, ce qui renforce la portée de l'action. La troisième étape correspond à l'intégration des pressions institutionnelles, matérialisée par un cadre caractérisé à la fois par une normalisation avancée et par une intégration transversale de la thématique. Enfin, une étape essentielle consiste en la diffusion de ces pressions

institutionnelles par l'investisseur auprès des entreprises de son portefeuille, notamment à travers l'engagement actionnarial. Parallèlement, l'émergence d'une nouvelle thématique relance le cycle. Ce déroulement simplifié peut être observé à la Figure 6.11.

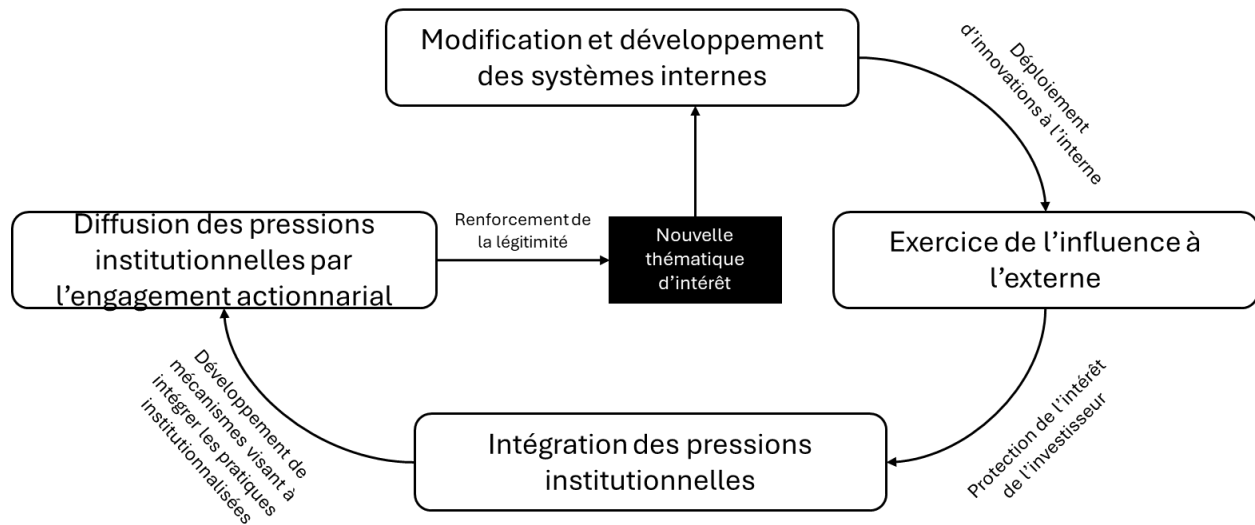


Figure 6.11 : Visualisation conceptuelle simplifiée des étapes de l'évolution de l'adaptation organisationnelle au changement des grands investisseurs en immobilier

6.11 Conclusion

Ce chapitre a permis de faire émerger sept codes thématiques découlant de l'étude des six unités enchâssées que sont les six grands investisseurs en immobilier sélectionnés. Ces thématiques couvrent la construction de la légitimité, l'apport du changement dans l'organisation, le développement des capacités organisationnelles ainsi que des capacités d'évaluation et de suivi, l'exercice de l'influence sur les entreprises et les institutions ainsi que la réponse aux pressions institutionnelles.

À partir des différentes pratiques identifiées, regroupées autour de sept codes thématiques, un schéma interprétatif commun a émergé à travers les six investisseurs en immobilier étudiés. Cette convergence a permis à la fois de reconstituer la séquence temporelle des pratiques observées et de conceptualiser les dynamiques de changement organisationnel à l'échelle micro.

L'analyse met en évidence un processus d'adaptation organisationnel structuré en quatre grandes phases :

1) la modification et le développement des systèmes internes, 2) l'exercice de l'influence à l'externe, 3)

l'intégration des pressions institutionnelles, et 4) la diffusion des pressions institutionnelles par l'engagement actionnarial.

Ce processus met en lumière une dynamique évolutive dans laquelle les investisseurs institutionnels passent progressivement d'une posture de conformité aux pressions institutionnelles, à une posture d'entrepreneur institutionnel, contribuant à la structuration et à la diffusion des normes du champ organisationnel. Il illustre ainsi le rôle structurant de la gouvernance, à travers les mécanismes analysés par la théorie de l'agence, comme levier d'activation de l'entrepreneuriat institutionnel dans un contexte de transformation des cadres normatifs.

L'analyse des résultats met en évidence des dynamiques organisationnelles complexes qui dépassent une simple logique d'adaptation aux pressions institutionnelles. Elle appelle ainsi à une discussion approfondie afin d'en dégager les implications théoriques, en particulier au regard de l'articulation entre théorie de l'agence et approches institutionnelles, ainsi que des contributions de cette recherche à la compréhension des processus de transformation de la gouvernance.

CHAPITRE 7

ANALYSE ET DISCUSSION DES RÉSULTATS

Après avoir répondu aux trois sous-questions de cette thèse, ce chapitre propose une vision d'ensemble visant à formuler une réponse à la question principale, en mettant en relation les résultats issus des niveaux macro, méso et micro. Les analyses portent respectivement sur l'influence du cadre institutionnel, les dynamiques du secteur immobilier et les pratiques divulguées par les grands investisseurs en immobilier en matière de gouvernance et de gestion des enjeux ESG. Leur mise en relation permet d'éclairer la manière dont les grands investisseurs en immobilier intègrent les enjeux climatiques et de biodiversité dans leurs stratégies, en réponse à la question principale de cette thèse.

Ce chapitre est structuré en quatre parties. La première est une introduction rappelant les principales conclusions des trois sous-questions. La deuxième propose une synthèse de ces constats pour mettre en relation les résultats obtenus. La troisième développe une analyse articulant les éléments issus de la synthèse, mobilisant notamment les fondements théoriques présentés au chapitre deux. Enfin, la quatrième met en lumière les apports théoriques et sociaux des résultats.

7.1 Introduction

Pour répondre à la question principale, il convient d'abord de rappeler que les grands investisseurs institutionnels étudiés opèrent dans des contextes qui leur sont propres, tout en étant soumis aux pressions d'une économie mondialisée. Au niveau macro, l'analyse des juridictions étudiées (soit l'Union européenne, le Royaume-Uni, la Norvège, les États-Unis, le Canada, le Japon, Singapour, l'Australie et la Nouvelle-Zélande) révèle que l'intérêt porté aux enjeux climatiques et à la protection de la biodiversité dans le secteur immobilier s'inscrit dans un continuum structuré en six grandes étapes.

On observe d'abord une tendance à réduire l'objet d'intérêt à un concept concret et facilement mesurable. Dans le cas étudié, les changements climatiques ont d'abord été ramenés à une seule dimension : la consommation d'électricité. Par la suite, on assiste à un alignement de cet enjeu émergent avec les cadres existants, puisque son intégration ne peut se faire indépendamment des dispositifs déjà en place. L'objectif semble alors être d'éviter de perturber le cadre institutionnel (qu'il soit légal, économique ou social) et plutôt d'y contribuer de façon cohérente. Enfin, une fois ce travail préparatoire accompli, l'enjeu s'élargit à un concept plus englobant. Dans notre cas, les changements climatiques sont progressivement

abordés dans leur acception plus large, qui inclut non seulement la consommation d'électricité, mais aussi d'autres dimensions, telles que les émissions de GES ou la résilience des systèmes. Ces trois premières étapes montrent un cheminement allant d'une simplicité initiale, offrant un certain niveau de précision, vers une complexité croissante marquée par une perte relative de précision.

À l'inverse, à partir de la quatrième étape, l'attention portée au cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire tend à réintroduire une complexité mieux circonscrite et plus rigoureuse. La quatrième étape correspond dès lors à la mise en place de mécanismes d'appui et de dispositifs de contrôle visant à catalyser l'adoption et l'intégration équitable des enjeux identifiés comme des subventions ou des mécanismes de suivi. La cinquième étape se caractérise par des discussions et délibérations collectives permettant d'affiner la compréhension de l'enjeu et de sélectionner les dimensions jugées les plus pertinentes à l'aide notamment de groupes d'experts mandatés appuyant les gouvernements. Enfin, la sixième étape correspond au développement et à la consécration d'outils de référence, reconnus et institutionnalisés, qui marquent la cristallisation et la normalisation de l'objet. Ces outils peuvent être conçus par les institutions en place ou bien inspirés d'initiatives faisant consensus dans l'industrie. Au fil de ce déploiement, le cercle des acteurs concernés par le cadre s'élargit progressivement, commençant souvent par l'exemplarité de l'État puis s'étendant aux institutions financières, aux grandes entreprises, etc. jusqu'à couvrir une part plus large de l'économie. À mesure que le cadre s'élargit, il se précise aussi avec des exigences mieux définies et plus intenses, notamment grâce à la précision accrue des définitions et des normes. On constate aussi l'augmentation de la pression régulative par des mesures structurantes toujours plus nombreuses. On en compte 4 en 2015 et 21 en 2023 en évolution constante.

Au niveau méso, ce sont 49 initiatives internationales et transnationales portant sur des thématiques liées aux changements climatiques et à la protection de la biodiversité et touchant l'investissement en immobilier qui ont été étudiées et près de 300 de leurs outils (référentiels, mesures, guides, etc.). Cette analyse a conduit à l'identification de sept grandes étapes. Tout d'abord, l'analyse révèle une multiplication des initiatives visant à stimuler la discussion autour des concepts d'intérêt, ici les changements climatiques, lesquelles aboutissent ensuite à des propositions de concepts simplifiés sur lesquels travailler. Cela s'est observé via des initiatives regroupant des membres de l'industrie et considérant les thématiques environnementales, du développement durable ou ESG au sens large dont le nombre semble largement majoritaire avant 2015. Par la suite, on constate une volonté de démontrer l'intégration et la pertinence de ces concepts avec les exigences en place, les initiatives alignent et

justifient leurs actions et leurs outils avec des processus existants, comme dans la divulgation par exemple, ou en vue de contribuer à des objectifs fixés au niveau macro, comme l'Accord de Paris par exemple. Enfin, on relève la volonté de considérer un concept plus complexe et plus large, englobant le concept simplifié et de nombreux autres éléments. Cela semble pertinent dans la mesure où ces initiatives n'existent que si elles sont en avance sur les pressions qui existent au niveau macro ou si elles deviennent force de loi. Elles doivent ainsi anticiper ce qui sera institutionnalisé au niveau macro pour demeurer pertinentes. Ainsi, en reprenant l'exemple présenté précédemment pour le niveau macro, il est possible de constater que ces quatre premiers éléments suivent un chemin partant de la simplicité et de la précision vers la complexité et l'imprécision, alors que les trois éléments suivants permettent de se rendre vers une complexité mieux définie.

Les trois autres étapes du niveau méso portent sur l'élargissement progressif et quasi automatique des thématiques déjà abordées dans les différentes méthodologies y afférant, soit un alignement entre les différents outils et les initiatives d'envergure, ainsi qu'une centralisation incrémentielle des initiatives et outils ayant rencontré un succès. Cela se manifeste dans les domaines où un degré de maturité avancé et un consensus existe. C'est le cas en divulgation par exemple, par la centralisation de la TCFD, de la CDSB ou encore de la VRF sous la ISSB, ainsi que par la normalisation du déploiement des initiatives et outils, comme cela a été constaté entre les changements climatiques et la protection de la biodiversité : des modèles similaires se sont développés, tels que la TNFD pendant de la TCFD, la PBAF pendant de la PCAF, ou encore la NA100 pendant de la CA100+. Au fur et à mesure du développement de cette séquence, on assiste à un élargissement géographique constant des initiatives qui persistent comme on a pu l'observer avec la CRREM, la PCAF ou encore la TCFD par exemple, et à une baisse du nombre d'initiatives au fur et à mesure qu'un consensus émerge par les cycles de centralisation successifs. Les résultats indiquent par exemple que les initiatives climatiques passent d'un taux de création annuel très faible avant 2015 à cinq initiatives pour la seule année 2015, à une moyenne de deux initiatives par an entre 2016 et 2020 puis 1,5 entre 2021 et 2022. À l'inverse, aucune création d'initiative dédiée à la biodiversité n'a été identifiée jusqu'à la période 2018-2020 où une seule initiative est créée alors que ce sont cinq initiatives qui ont été créées rien que sur la période 2021-2022.

Enfin, au niveau micro, l'analyse des pratiques des six grands investisseurs en immobilier leaders sélectionnés, soit APG et NBIM en Europe, CDPQ et Investissements RPC au Canada ainsi que CalSTRS et

NYSCRF aux États-Unis, a permis de faire émerger sept grands codes thématiques. Ces derniers ont été analysés et classés sur le plan chronologique, mais aussi sur le plan conceptuel.

L'analyse chronologique montre que les thématiques « Insuffler le changement » et « Construire la légitimité » permettent d'initier le changement que ce soit dans les documents étudiés ou dans les entrevues confirmatoires, le changement passe par la formalisation de la considération d'un enjeu au niveau de la gouvernance d'entreprise. Cette phase semble être accompagnée de la construction de la légitimité qui joue aussi un rôle d'engagement formel des intentions de l'organisation vis-à-vis des parties prenantes. Celles-ci donnent dès lors les moyens à l'investisseur de développer ses capacités, le développement de la volonté formelle en matière de gouvernance précédant ce développement est clairement observable dans les documents étudiés et dans les entrevues confirmatoires qui mettent particulièrement l'accent sur le « *tone from the top* ». Cela semble logique dans la mesure où, sans accord ou direction claire de la part des plus hautes instances organisationnelles, le déploiement de ressources financières, humaines et de temps ne peut être alloué. Elles sont donc naturellement suivies des thématiques « Développement des capacités organisationnelles », qui intègrent également la thématique « Développement des capacités d'évaluation et de suivi ». Le développement des capacités organisationnelles passe par le déploiement à l'interne de ressources financières, humaines et de compétences visant à développer un savoir-faire sur l'enjeu à intégrer, dans le cas présent la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité. Cela se concrétise par la formation d'individus et par la création d'équipes notamment, visant à créer des outils d'investissement et de gestion d'actifs. Ce développement des capacités organisationnelles intègre le développement des capacités d'évaluation et de suivi dans la mesure où elles permettent de développer l'aspect technique des outils d'investissement et de gestion d'actifs. Ces quatre premières thématiques peuvent être regroupées sous une phase de modification et de développement des systèmes internes. Ce développement interne permet ensuite d'explorer les thématiques « Exercer l'influence sur les institutions » et « Exercer l'influence sur les entreprises », qui relèvent de la phase de l'exercice de l'influence à l'externe. Après avoir observé que l'organisation développe des mécanismes formels et détient les compétences nécessaires pour se qualifier de leader en matière d'investissement durable, il n'est pas surprenant de constater qu'elle s'attend à obtenir des entreprises de son portefeuille les informations nécessaires pour son analyse. Ces demandes sont de plus en plus exigeantes au fur et à mesure que l'organisation peaufine les outils qu'elle utilise. Outre l'influence sur les entreprises, le développement de ces nouvelles compétences lui permet aussi d'être en mesure d'entrer dans l'arène du champ organisationnel pour partager son

approche sur l'enjeu d'intérêt tout en renforçant ces connaissances. Enfin, l'investisseur intègre les pressions institutionnelles, donnant lieu à la thématique « Répondre aux pressions institutionnelles » qui deviennent de plus en plus présentes dans les documents étudiés. L'ensemble de ces thématiques représente un équilibre fragile dans les interactions, pour lequel l'investisseur cherche un alignement et une cohérence avec les nouvelles règles établies vis-à-vis de l'enjeu visé. Parallèlement, il ressort qu'à travers le temps, la capacité d'exercer l'agentivité pour l'investisseur diminue au fur et à mesure que l'enjeu se consolide. Cela se manifeste notamment par le passage d'un rôle actif dans la création, la cocreation et la participation à des initiatives transnationales et internationales vers un positionnement davantage axé sur l'alignement aux réglementations, ainsi que par un déplacement de leur engagement vers des enjeux encore émergents, comme la biodiversité, tandis que les pressions institutionnelles se renforcent. Ces observations rejoignent celles formulées aux niveaux macro et méso : le premier augmente les pressions régulatrices et leur étendue alors que le second réduit le nombre d'initiatives sur une thématique faisant consensus.

La seconde analyse micro, soit l'analyse conceptuelle, permet de relever trois grandes phases. Une première porte sur la formulation et l'innovation, une deuxième examine la formalisation, la collaboration et la réalisation et, enfin, une dernière phase souligne l'intégration transversale, un cadre à un niveau de normalisation avancé et la découverte de nouvelles thématiques. Ce dernier aspect de cette dernière phase permettrait de déclencher un nouveau cycle de formulation et d'innovation. Tout au long de cette évolution, ces concepts sont renforcés à travers le temps alors que la thématique est de plus en plus intégrée et que les pratiques la régissant se cristallisent.

Le développement des différentes évolutions aux trois niveaux d'étude repose sur un sens commun ayant émergé de multiples acteurs. Cette observation est encore plus marquée au niveau micro, où les données sont particulièrement abondantes. Cette densité de données et la corroboration entre différents acteurs permet de qualifier ces évolutions de processus organisationnels crédibles au sens de : *a narrative describing how things develop and change* (Van de Ven et Poole, 1995). Les trois niveaux ont été organisés selon un ordre temporel et une séquence de changements d'événements basée sur un narratif (Van de Ven, 2007). Ainsi, l'analyse de ces trois différentes sous-questions représente chacune l'un des trois niveaux identifiés dans cette thèse. Les sous-questions 1, 2 et 3 représentent respectivement le niveau macro, méso et micro. Pour rappel, les cartographies visuelles des processus simplifiés à chaque niveau et pour chacune des sous-questions peuvent être consultées à la Figure 7.1.

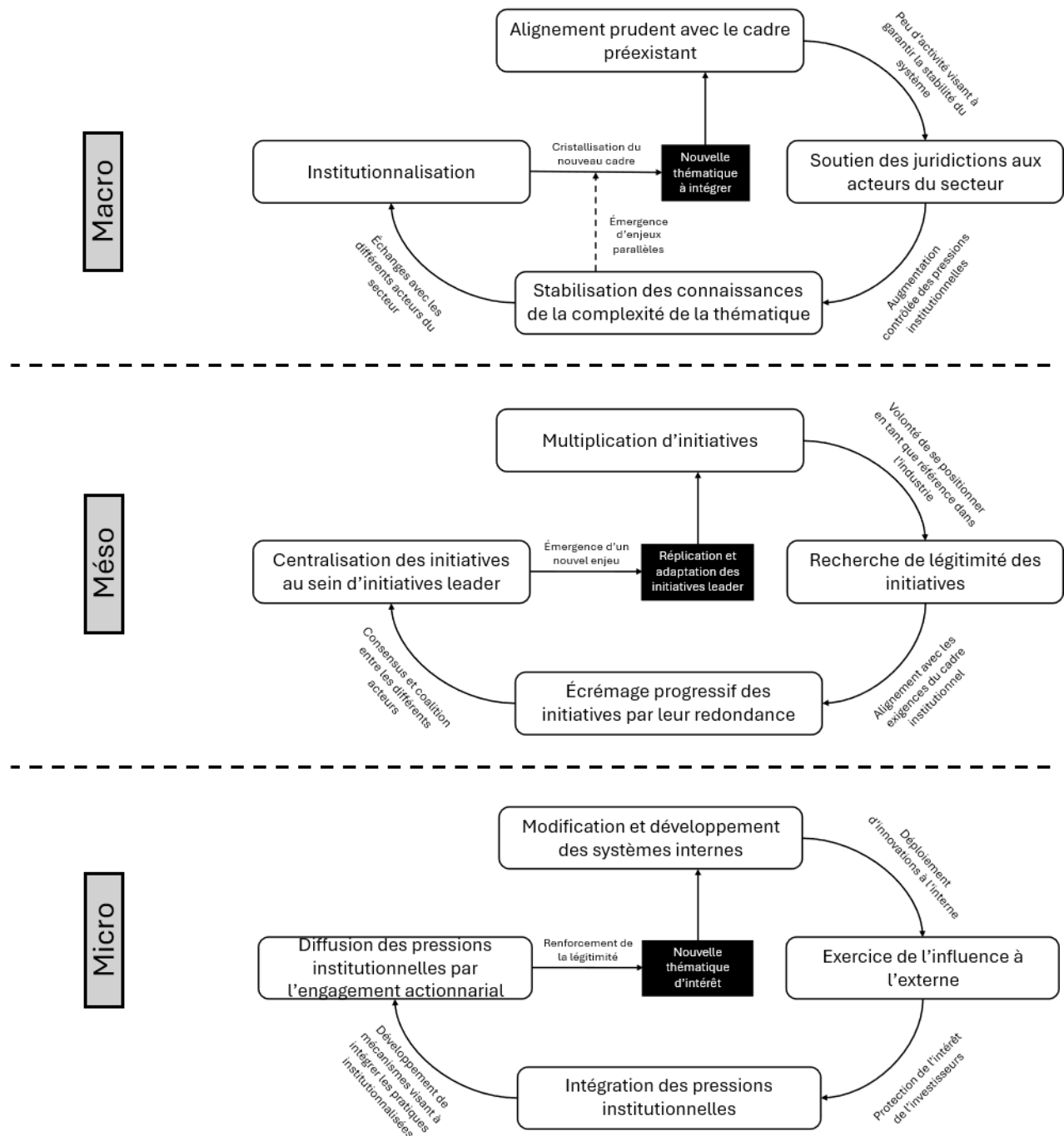


Figure 7.1 : Récapitulatif des cartographies visuelles du processus simplifié de chaque sous-question

Cette partie a permis de résumer les conclusions de chacune des sous-questions, préparant ainsi le terrain pour l'analyse des interactions entre les trois sous-questions afin de répondre à la question principale de cette thèse.

7.2 Synthèse

Après ce bref rappel des conclusions de chacune des sous-questions, la présente partie a pour objectif de faire ressortir les interactions entre les trois niveaux étudiés (macro, méso et micro) au fil du temps, afin de comprendre comment les grands investisseurs en immobilier innovent dans ce contexte pour intégrer la lutte contre les changements climatiques et la protection de la biodiversité dans leurs stratégies de gouvernance et de gestion des enjeux ESG.

Bien que la période étudiée se situe entre 2015 et 2023, il a été constaté à tous les niveaux que ces enjeux avaient déjà été observés avant cette période. Cependant, ceux-ci ne portaient pas spécifiquement sur les enjeux des changements climatiques et de la biodiversité et restaient assez marginaux. Les grands événements internationaux et intergouvernementaux entourant la COP21 sur les changements climatiques et l'Agenda 2030, concrétisés par l'Accord de Paris et les ODD, semblent dès lors marquer un tournant dans la mesure où l'on assiste à une mention formelle de l'intérêt pour la thématique du développement durable et, de manière plus ciblée, pour celle des changements climatiques. Ce qui, comme mentionné dans les chapitres précédents a été confirmé par les experts interrogés.

Cette décision constitue un véritable point de bascule, marquant le début de travaux substantiels entrepris par de nombreux gouvernements à travers le monde, qui, dès lors, augmentent année après année la fréquence et l'intensité des initiatives institutionnelles, politiques, légales et réglementaires visant à encadrer les immeubles et les organisations en matière de lutte contre les changements climatiques et de protection de la biodiversité. Elle représente une forme de pression institutionnelle implicite sur les industries et les acteurs qui les composent, en ce qu'elle offre une orientation commune aux juridictions concernées quant à l'intégration de ces enjeux comme le laisse supposer la création de diverses initiatives traitant directement des changements climatiques se basant sur les objectifs de l'accord de Paris, tout comme l'ont fait la quasi-totalité des investisseurs étudiés. Au-delà de cette pression institutionnelle, ces accords peuvent jouer également un rôle de signal, indiquant à l'ensemble des acteurs économiques qu'ils sont non seulement autorisés, mais également encouragés à mobiliser des ressources financières, humaines et technologiques pour traiter la question comme le laisse sous-entendre les experts interrogés lors des entrevues confirmatoires. Ce signal agirait comme un mécanisme d'incitation implicite, stimulant les organisations à assumer un rôle d'agent de changement en matière de lutte contre les changements climatiques. Toutefois, si l'ensemble des acteurs économiques reçoit ce signal, il est plausible que seule une minorité d'entre eux exprime la volonté de s'en saisir, dans la mesure où cela suppose des

investissements importants en ressources spécialisées que beaucoup ne peuvent consentir. En revanche, certains acteurs de grande envergure, tels que les investisseurs institutionnels en immobilier étudiés, disposent des capacités nécessaires pour allouer ces ressources. Ils s'engagent pour contribuer, aux niveaux méso et micro, à accélérer la dynamique d'intégration des enjeux climatiques dans les pratiques économiques et institutionnelles.

Au niveau méso, les initiatives identifiées existant avant 2015 semblent moins isolées. Même si ces initiatives restent bien positionnées, elles font ainsi face à l'émergence de plusieurs nouvelles initiatives qui se développent pour trouver les solutions les plus adaptées pour répondre aux enjeux de l'industrie en matière de changements climatiques. On assiste ainsi à une phase de multiplication des initiatives que l'on pourrait qualifier de processus schumpétérien de destruction créatrice, dans la mesure où une prolifération d'initiatives survient et celles-ci coexistent en proposant différents modèles en constante évolution cherchant à s'arrimer avec le cadre existant. Cette évolution se manifeste par la création d'initiatives et d'outils portant d'abord sur le développement durable et l'ESG de manière générale, puis sur l'intégration des enjeux climatiques, avant que la biodiversité ne prenne progressivement le relais. Une posture particulièrement révélatrice, en matière de changement climatique, réside dans la volonté des investisseurs de s'aligner sur des normes établies, notamment en matière de divulgation, ou de se référer à des objectifs établis au niveau macro, comme ceux de l'Accord de Paris.

Au niveau micro, les investisseurs institutionnels commencent eux aussi à intégrer les notions de changements climatiques et de développement durable. Les différents organes de gouvernance jouent un rôle clé afin de justifier l'alignement de la considération de la thématique d'intérêt avec le mandat légal qu'ils doivent accomplir comme cela a été confirmé par les données et par les entrevues. Cela leur permet de formuler leur volonté d'intégrer ces enjeux et de commencer à allouer des ressources pour innover à l'interne, leur permettant par la même occasion de générer de nouvelles capacités organisationnelles. Il va sans dire que les investisseurs institutionnels, du fait de leur statut particulier d'investisseur à long terme et de leur proximité avec les institutions gouvernementales, bénéficient d'ores et déjà d'un statut de légitimité qu'ils peuvent utiliser et consolider à travers la considération de nouvelles thématiques comme les changements climatiques comme le souligne l'un des experts interrogés « c'est d'ailleurs la responsabilité des grands investisseurs de montrer la voie, c'est parce que ça aussi, si quand on est riche et bien portant, on ne fait pas ça, qui va le faire? ».

Toute cette phase d'émergence au niveau méso et micro semble sciemment stimulée par le niveau macro. Le niveau macro, qui pour rappel est défini ici comme étant le cadre institutionnel, politique, légal et réglementaire, est particulièrement marqué par des temps de changements relativement longs. Cela s'explique par le fait que, dans les juridictions étudiées, ces cadres constituent un gage de stabilité, si bien qu'il n'y a pas d'intérêt manifeste à remettre en question les initiatives déjà en place. En revanche, cette flexibilité pour réviser et adapter les initiatives est bien présente aux niveaux méso et micro. Un élément suggérant que les niveaux méso et micro sont effectivement instrumentalisés par le niveau macro réside dans l'apparition précoce de consultations publiques, organisées dans le but de permettre aux différents acteurs de s'impliquer et de partager leurs connaissances sur ces thématiques, aussi la réponse que représente la création d'initiatives alignées avec les thématiques de COP21 et 15 est particulièrement éloquentes au niveau méso, au niveau micro cela se traduit notamment par un intérêt accru des déposants.

La deuxième phase semble principalement se dérouler au niveau micro, tandis que la formalisation de ses intentions pour traiter la thématique se poursuit au niveau macro et que les initiatives se multiplient au niveau méso, entraînant une forme de « destruction créatrice ». Ainsi, au niveau micro, les investisseurs institutionnels continuent de naviguer à travers l'ambiguïté liée à la nouveauté et cherchent à développer leurs capacités organisationnelles en conséquence. Ces développements visent surtout la formalisation des nouvelles attentes dans les processus organisationnels définis par les organes de gouvernance. Cela permet de créer des structures visant à développer et à diffuser les connaissances au sein de l'organisation, bien souvent par l'entremise d'équipes dédiées. Celles-ci, confrontées à la nécessité de développer les capacités d'évaluation et de suivi, appliquent et développent dès lors des connaissances. Ces connaissances permettraient aux investisseurs de participer, de manière collective ou individuelle, aux changements qui se manifestent au niveau méso, et ce, par deux moyens. D'une part, ils se lancent dans le grand processus de multiplication chaotique soit en s'impliquant activement dans les initiatives internationales et transnationales existantes, comme la TCFD ou les PRI, ou soit en co créant de nouvelles initiatives, comme ILN ou encore GRESB. D'autre part, ils contribuent au développement de ces initiatives en intégrant leurs connaissances sur les enjeux ciblés dans leurs processus d'investissement et en exerçant de l'engagement actionnarial, ce qui génère une pression modifiant les pratiques industrielles des actifs immobiliers qu'ils détiennent.

La troisième phase semble mobiliser l'ensemble des niveaux d'analyse. Le niveau macro, en s'appuyant sur les dynamiques observées au niveau méso et micro, ainsi que sur les retours issus des consultations

publiques, élabore et met en place des mécanismes d'intervention plus ciblés afin de favoriser l'adoption et l'intégration des enjeux à l'échelle de l'économie. Dans ce contexte, la pression institutionnelle s'intensifie, mais se traduit principalement par des incitatifs, fiscaux notamment, plutôt que par des mesures coercitives. Cette approche semble permettre au niveau macro d'envoyer un signal clair quant à sa volonté d'intégrer durablement la thématique du changement climatique dans les cadres existants. Elle vise également à élargir la participation des acteurs économiques, en facilitant leur engagement progressif dans la transition.

L'augmentation de la formalisation des pressions au niveau institutionnel semble déclencher au niveau méso un processus de centralisation ciblé vis-à-vis des initiatives internationales et transnationales sur les domaines faisant consensus comme la divulgation. Ce déroulement semble pertinent dans la mesure où une initiative n'a plus de raison d'exister si elle ne fait rien de plus qu'offrir un outil légalement demandé, à moins que l'initiative soit elle-même intégrée comme contrainte régulative. Les initiatives les mieux adaptées et les plus alignées avec les nouvelles aides et contrôles subsistent, tandis que les moins adaptées disparaissent. Ce processus, presque déterministe, bien que probablement influencé par les actions des individus qui gèrent ces initiatives et font leur possible pour qu'elles perdurent, est renforcé par l'émergence d'un alignement entre ces initiatives, rendant certaines obsolètes lorsqu'elles deviennent des doublons peu pertinents. Les initiatives qui subsistent poursuivent leur travail et visent, notamment avec l'aide des investisseurs institutionnels, à élargir les thématiques qu'elles abordent.

Au niveau micro, cette troisième phase se traduit par la continuité et l'élargissement de l'exercice d'influence des investisseurs. Cet exercice, commencé à la phase précédente, demande une implication toujours plus importante de ces derniers au sein des initiatives internationales et transnationales de premier ordre, qu'elles aient été créées par d'autres institutions, comme des universités ou des ONG, ou cocrées par l'investisseur lui-même. Une nouvelle dimension de cette influence se manifeste par l'implication directe des investisseurs auprès des institutions gouvernementales. Selon les juridictions, cela peut se traduire par la participation à des groupes de travail visant à établir des politiques nationales, par des discussions avec les institutions, ou encore par des communications directes avec les élus. Il est intéressant de constater que, probablement en raison de leur horizon d'investissement à long terme, les investisseurs institutionnels ne se contentent pas de maintenir le *statu quo*. Ces derniers sont également capables de promouvoir l'adoption de politiques lorsque des obstacles ou des menaces politiques compromettent le développement des thématiques étudiées. Il est possible de citer, par exemple, la lettre

commune adressée par les investisseurs aux dirigeants du G7 et du G20 afin de les exhorter de mettre en place un cadre leur permettant de respecter l'engagement pris par les politiques à l'égard de l'Accord de Paris, ou encore le fait que certains investisseurs européens ont demandé aux institutions européennes d'aller de l'avant avec la CSRD. Il est également possible de constater que dans des circonstances particulières, c'est le niveau méso qui prend le relais, notamment avec l'initiative *We are Still In* à la suite du retrait de l'Accord de Paris des États-Unis sous la première présidence de Donald Trump.

Enfin, la dernière phase prend surtout place au niveau macro et méso. Au niveau méso, on assiste ainsi à une centralisation et à une normalisation incrémentielle toujours plus importante des initiatives internationales et transnationales en place comme en témoigne le pic du recensement du nombre de mesures structurantes générées en 2023. Il serait aussi possible d'évoquer la création de certaines méta-initiatives regroupant les initiatives ayant fait leurs preuves dans des domaines arrivés à maturité et faisant preuve d'un certain consensus, comme pour le domaine de la divulgation avec la centralisation successive de la IIRC et de la SASB dans la VRF puis à son tour de la VRF et la TCFD dans la ISSB. Cela ne signifie pas que le développement est fini dans le domaine, puisque ces méta-initiatives continuent d'élaborer et de développer les différents outils permettant une intégration toujours plus normalisée des enjeux traités.

Cela se traduit au niveau macro par une intégration de certaines de ces initiatives, centralisées et normalisées, dans le cadre légal et réglementaire des régulateurs nationaux. Cette intégration peut s'opérer de manière directe, lorsque l'initiative est explicitement citée dans les textes de loi. C'est le cas, par exemple, de la ISSB ou de la TCFD au Royaume-Uni et à Singapour. Elle peut également se faire de manière indirecte, par une adaptation au contexte local, comme c'est le cas de la CSSB pour la ISSB au Canada. Enfin, certaines intégrations passent par le développement d'outils et de normes réglementaires s'appuyant largement sur ces initiatives. C'est notamment le cas des ESRS, qui s'inspirent fortement de la ISSB malgré une approche différenciée. Ce processus restreint ainsi le nombre d'acteurs au niveau méso de manière considérable en matière de divulgation et cristallise du même coup les innovations et les pratiques qui ont été développées précédemment pour les institutionnaliser.

Enfin, au niveau micro, les acteurs continuent, dans la mesure du possible, de participer aux instances des initiatives internationales et transnationales, mais ils prennent le plus souvent part aux groupes de travail sur des thématiques proposés par ces acteurs. Pour la thématique en cours, leur action se concentre désormais principalement sur le respect des exigences réglementaires. Dans ce contexte, le travail des

organes de gouvernance à cet égard consiste à intégrer les pressions institutionnelles qui s'intensifient afin d'accomplir leur rôle vis-à-vis de la conformité. Il ne faut pas s'y méprendre, comme mentionné dans les entrevues avec les experts : les investisseurs institutionnels se réjouissent de l'adoption de ces réglementations, dans la mesure où cela normalise les règles du jeu pour l'ensemble des acteurs et leur offre des arguments supplémentaires auprès des entreprises de leur portefeuille pour obtenir les informations sur la thématique d'intérêt – des informations normalisées si centrales à la prise de décision concernant leurs investissements et la gestion de ces derniers. Les organes de gouvernance font ainsi leur possible pour intégrer transversalement ces considérations au sein de leurs activités. Bien que ces pressions institutionnelles soient de plus en plus fortes, les investisseurs peuvent encore contribuer à l'élaboration des règles du jeu, mais leur marge de manœuvre pour agir est beaucoup plus restreinte et la voie principale d'action reste l'engagement actionnarial.

Cependant, l'innovation ne s'arrête pas là. Les investisseurs au niveau micro semblent déjà s'intéresser à de nouvelles thématiques, telles que la biodiversité, qui a été formalisée au niveau macro lors de la COP15 sur la biodiversité tenue à Montréal. Ces investisseurs travaillent déjà à construire leur légitimité, insuffler le changement et développer leurs capacités organisationnelles d'évaluation et de suivi à cet égard. Au niveau méso, on observe une normalisation du processus d'innovation, tandis que des outils tels que la TNFD, la PBAF ou la NA100, inspirés du modèle de la TCFD, la PCAF et la CA100+, semblent déjà se démarquer et mobiliser l'implication des investisseurs. Ainsi, le cycle présenté précédemment semble se répéter.

Le processus décrit précédemment est illustré à la Figure 7.2. Cette cartographie visuelle permet d'observer les différentes étapes ainsi que les divers échanges entre les niveaux macro, méso et micro, d'après les données analysées tout au long de cette recherche. Néanmoins, il s'agit ici d'une explication et d'une proposition visuelle basées sur des concepts ancrés dans les données étudiées.

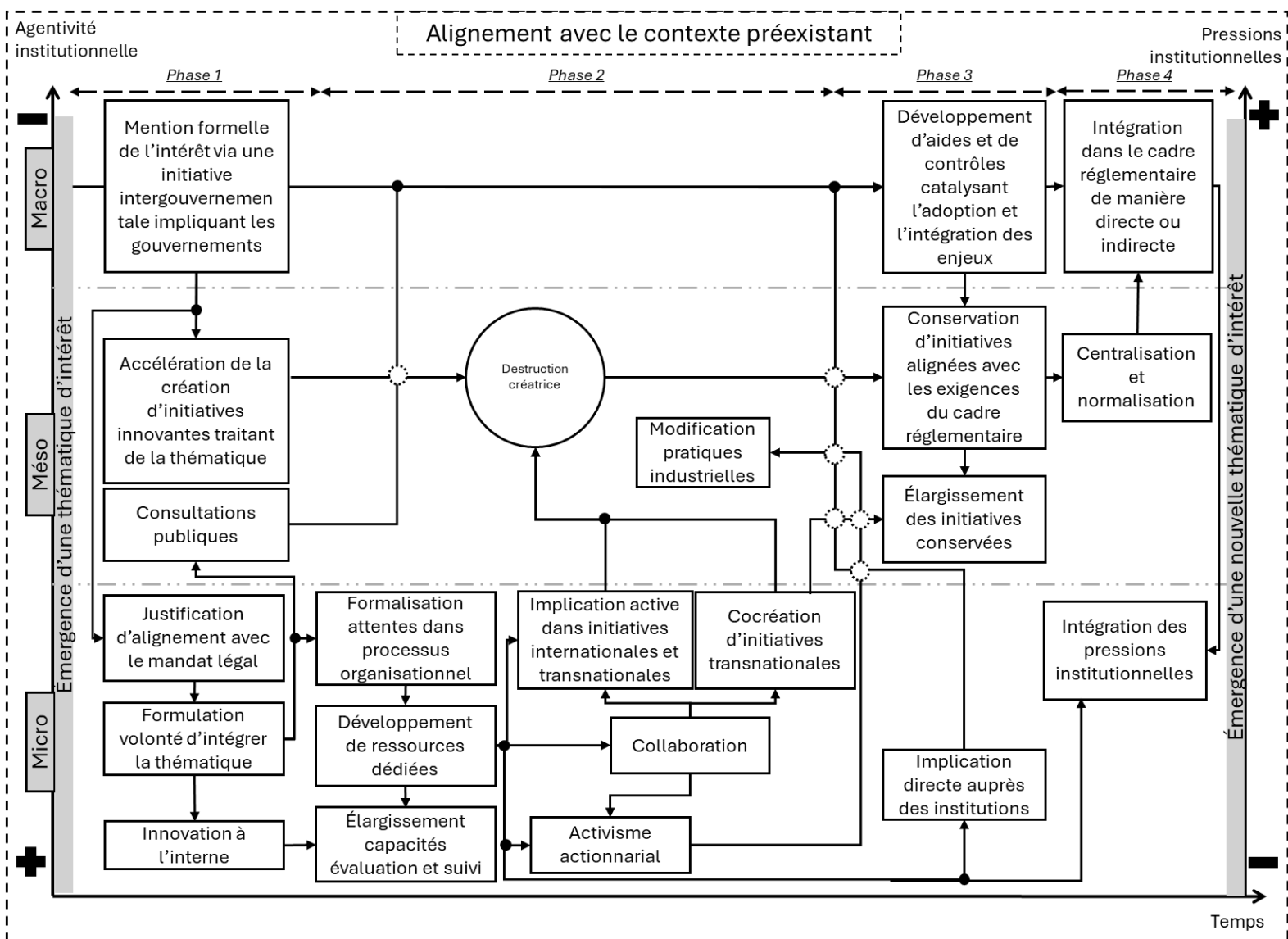


Figure 7.2 : Cartographie visuelle du processus tiré de la synthèse des niveaux macro, méso et micro

Tout au long de la deuxième partie de ce dernier chapitre, la synthèse des différents résultats observés pour les sous-questions 1, 2 et 3 a permis de mettre en lumière les différentes interactions qu'entretiennent les niveaux macro, méso et micro dans le cadre du sujet étudié. À présent, il convient de passer à l'analyse pour faire le lien avec les fondements théoriques décrits dans le chapitre 2.

7.3 Analyse

Avant d'entamer cette analyse, il convient de rappeler le positionnement épistémologique qui la sous-tend. Comme précisé au chapitre trois, cette recherche s'inscrit dans une philosophie des sciences réaliste : son ontologie est réaliste, postulant l'existence de mécanismes et de dynamiques institutionnelles indépendants de leur observation, tandis que son épistémologie est interprétativiste, reconnaissant que l'accès à ces mécanismes passe nécessairement par une interprétation des données disponibles. Dans cette perspective, et à l'instar de Hoffman (1999), bien que les connexions causales entre les niveaux étudiés (macro, méso et micro) ne puissent être prouvées mais seulement inférées, l'objectif de cette partie est de fournir une description complète de la manière dont les institutions, le champ et les organisations ont co-évolué pendant la période étudiée.

Le sujet étudié pourrait être approché à travers la lorgnette d'une multitude de théories. Dans le cadre de cette thèse, l'intérêt théorique, comme mentionné dans le chapitre 2, porte principalement sur l'application des théories relatives à la gouvernance d'entreprise, plus spécifiquement la théorie de l'agence (Fama et Jensen, 1983b; Jensen et Meckling, 1976). Le but est d'observer si cette théorie est en mesure d'être mobilisée pour expliquer les liens multiniveaux décrits précédemment, en les mettant en relation avec les théories institutionnelles et plus particulièrement la théorie néo-institutionnelle et l'entrepreneuriat institutionnel pour expliquer le changement institutionnel (Dacin *et al.*, 2002; DiMaggio et Powell, 1983; Hardy et Maguire, 2017; Scott, 2010).

En prémisses, il semble important de souligner que, sur le plan théorique, les investisseurs institutionnels présentent un intérêt particulier, puisque ces acteurs correspondent à des organisations pouvant être considérées comme des institutions, dans la mesure où celles-ci respectent les conditions proposées par (Selznick, 1996). Ces conditions incluent la prise en considération des parties prenantes importantes, un intérêt long terme et une sensibilité à la coopération. De plus, les organisations qui ont été sélectionnées dans cette étude entretiennent souvent un contact rapproché avec les gouvernements. Par exemple, ces instances gouvernementales, ou les organismes qui en dépendent, sont souvent directement ou

indirectement de grands déposants auprès de ces fonds, ils peuvent y être impliqués par divers moyens et délèguent parfois des représentants siégeant aux organes de gouvernance des investisseurs. Ces caractéristiques permettent de prétendre à l'existence préalable d'une relation de principal-agent entre ces institutions gouvernementales et les investisseurs.

Première phase : Initiation du changement institutionnel

En reprenant le travail réalisé lors de la synthèse, on constate très tôt dans le processus que les acteurs au niveau micro modifient les fondements de leurs mécanismes de gouvernance, stimulés par une pression institutionnelle internationale de nature normative et qui suscite dès lors l'intérêt des acteurs ayant les ressources pour le faire. Cette pression se concrétise en matière de changement climatique par la COP21, et l'adoption du cadre des ODD notamment, en 2015. Sur le plan théorique, cette pression normative peut représenter un élément de contradiction vis-à-vis des champs préexistants et pourrait créer une incertitude qui stimulerait l'organisation à agir (Dew, 2006; Hardy et Maguire, 2017). Dans le cas présent, les investisseurs institutionnels devant comprendre comment intégrer les enjeux climatiques dans leurs activités peuvent agir s'ils le souhaitent, dans le cas des investisseurs sélectionnés, qualifiés de *leader* en investissement durable, c'est le cas. Ils correspondraient ainsi à des entrepreneurs institutionnels dont le potentiel reste à déployer.

Ce constat de l'action au niveau de la gouvernance face à l'incertitude, adoptant une approche Coasienne de l'entrepreneur institutionnel (Dew, 2006), s'aligne avec l'approche de Williamson (1991), selon laquelle une organisation doit adapter sa gouvernance en fonction de l'intensité des incitatifs, du degré de contrôle administratif et des règles contractuelles qui structurent le cadre institutionnel dans lequel elle évolue. Par ailleurs, la théorie des coûts de transaction souligne que l'intégration de certaines transactions, parfois marginales, peut engendrer des coûts élevés. Par conséquent, l'adaptation organisationnelle et l'adoption de l'approche précédemment présentée peuvent être comprises comme une volonté de gérer les risques tout en saisissant les opportunités qui en découlent. Ce que les organes de gouvernance ont tout intérêt à faire.

En observant les résultats au niveau macro vis-à-vis des enjeux de changements climatiques et de biodiversité, on constate sur la période étudiée que les années 2015 et 2016 sont les années où les pressions au niveau macro sont les plus faibles comme le laisse entendre notamment le nombre de mesures structurantes adoptées. Cela laisse présumer que les pressions régulatrices sont faibles. Ainsi, la

faible pression institutionnelle régulative représenterait un incitatif qui stimulerait l'entrepreneuriat institutionnel des acteurs capables de porter ce rôle au niveau micro comme l'ont souligné les experts interrogés. En plus de stimuler l'entrepreneuriat institutionnel du niveau micro grâce au signal envoyé par le niveau macro, cet incitatif semble également la stimuler au niveau méso, où il est possible de constater une multiplication des initiatives créées pour répondre à l'enjeu. On constate ainsi un pic de création d'initiatives dédiées spécifiquement aux changements climatiques l'année de la COP21, idem concernant les initiatives en biodiversité sur la période incluant l'année de la COP15. Bien que la capacité d'agentivité des acteurs paraît comme étant amorcée, elle ne semble pas se traduire encore concrètement au niveau macro. Au niveau méso, on observe l'émergence de nouveaux acteurs désireux de transformer ou d'établir de nouvelles contraintes normatives, dans une dynamique de destruction créatrice au sens schumpetérien avec une constatation claire de la multiplication du nombre d'initiatives. Néanmoins, au niveau micro, ce rôle d'agentivité institutionnelle semble moins dynamique et moins visible que les années suivantes dans la mesure où la plupart des initiatives dédiées au changement climatique étudiées n'existaient pas encore au début de la période étudiée.

Dans une perspective néo-institutionnelle, on peut supposer que la stimulation d'un environnement d'innovation aux niveaux méso et micro résulte de la mise en place délibérée d'une pression régulative faible, émanant du niveau macro. Cette pression institutionnelle, conçue pour orienter les comportements sans imposer de contraintes trop rigides, viserait à créer un cadre favorable à l'expérimentation et à l'appropriation progressive d'une thématique émergente, en l'occurrence, les changements climatiques. Cette pression agirait comme un mécanisme de légitimation, incitant les organisations à développer des pratiques nouvelles tout en testant leur faisabilité (Greenwood *et al.*, 2017; Suddaby et Greenwood, 2005). L'organisation de consultations publiques semble être un bon moyen d'illustrer ce processus : elle permettrait aux institutions d'obtenir un retour initial des acteurs de l'industrie, tout en consolidant un isomorphisme normatif qui prépare le terrain à un isomorphisme régulateur. Cette dynamique est cohérente avec le rôle des institutions au niveau macro, qui consiste à la fois à intégrer les grands changements nécessaires à l'adaptation de la société et à garantir une stabilité, leurs rythmes de changement étant naturellement longs (Williamson, 1998b).

Par conséquent, il semble difficile de conceptualiser les institutions comme acteur en mesure d'endosser un rôle d'entrepreneur nécessitant le développement de nouvelles connaissances, car elles créent un milieu antagoniste à la stabilité alors même qu'elles ont la responsabilité de la préserver. Cette logique

suit celle de Hargadon et Douglas (2001) : « *When innovations meet institutions, two social forces collide, one accounting for the stability of social systems and the other for change.* ». Bien que les données ne le montrent pas, dans une perspective néo-institutionnelle, l'instauration d'une pression normative faible peut fonctionner comme un signal fort destiné à orienter le champ organisationnel par un changement institué (Scott, 2010). Loin de viser une stricte conformité, cette contrainte minimale agirait plutôt comme un mécanisme incitatif, permettant aux organisations d'expérimenter de nouvelles pratiques dans un contexte marqué par l'instabilité et l'incertitude. En instrumentalisant ainsi la pression coercitive, les institutions créeraient les conditions favorables à l'émergence de pratiques d'entrepreneuriat institutionnel, incitant les acteurs en capacité à dépasser la simple adaptation pour devenir de véritables vecteurs d'innovation et de transformation.

Cela semble se traduire au niveau méso par une multiplication de la création d'initiatives mettant en concurrence différents acteurs souhaitant devenir des entrepreneurs institutionnels et du même coup influencer l'évolution de leur cadre (Seo et Creed, 2002). Dans le but de saisir les opportunités et de gérer les risques qui y sont associés, les investisseurs institutionnels au niveau micro semblent enclencher des relations de principal-agent à l'interne visant à annoncer un changement de culture organisationnelle. Ces relations sont mobilisées via des mécanismes de gouvernance formels permettant de souligner les contrôles et les habilitations attribuables à l'enjeu identifié (Haj Youssef et Christodoulou, 2018; Hambrick et Finkelstein, 1987; Kräkel, 2004; Sengul *et al.*, 2012; Smith, 2010). Ces mécanismes auraient pour effet notamment de stimuler l'innovation et se positionner comme des agents de changement légitimes (Fanti *et al.*, 2017; Fikru *et al.*, 2025; Vickers, 1985; Zajac et Goranova, 2024). Cela implique notamment un alignement entre l'intégration de la thématique d'intérêt et leur mandat légal, ainsi que la formulation de la volonté d'intégrer la thématique, ce qui constitue un symbole fort annonçant un changement au sein de l'organisation. Pour les rapports de l'année 2017, aucun investisseur ne mentionnait que de tels ajouts au niveau de leurs convictions étaient nouvelles, ce qui semble pertinent dans la mesure où ils sont tous signataires des PRI depuis les premières années. Néanmoins, on peut supposer que malgré cela, les organisations n'étaient pas encore intégrées correctement car comme l'ont mentionné les experts interrogés, en 2015 il n'existait presque rien et le changement doit venir des plus hautes instances de l'organisation et le rôle de la conviction est mentionné par les deux comme central.

Deuxième phase : Développement des relations principal-agent à l'interne

Dans la deuxième phase, les pressions institutionnelles de nature régulative restent peu présentes comme en témoigne la narration entreprise, ce qui semble confirmé par l'augmentation du nombre de mesures structurantes. En poursuivant la logique de changement institué évoqué dans la phase précédente, on peut supposer que l'action se veut restreinte pour laisser libre cours au processus d'innovation en développement chez les intervenants aux niveaux méso et micro. De fait, au niveau méso, alors que la multiplication des initiatives paraît être accompagnée d'un mouvement simultané de création et de destruction, on peut observer, dans ce contexte en constante évolution marqué par le dynamisme du secteur, une légère intensification des pressions institutionnelles normatives qui semble entraîner un mimétisme de la part de certains acteurs dans certains domaines qui se retrouvent dans le besoin d'harmoniser leurs cadres. Un exemple pertinent est l'harmonisation de la CDSB et de la SASB avec la TCFD.

C'est alors au niveau micro qu'une activité devient observable. Les investisseurs institutionnels renforcent et formalisent les relations de principal-agent dans leur organisation interne qu'ils avaient enclenchées lors de la phase précédente. Cela se traduit par la formalisation de procédures intégrant la thématique d'intérêt au sein des différents processus organisationnels, mais aussi par la mise en place de ressources dédiées. Celles-ci permettent de concrétiser les relations de principal-agent à l'interne, notamment par la création d'organes explicitement consacrés à la thématique étudiée et directement représentés dans les instances de gouvernance de l'organisation. Cette intégration peut également prendre la forme d'un comité spécialisé ou d'une supervision assurée par un membre du conseil, garantissant ainsi que la thématique d'intérêt soit portée au plus haut niveau décisionnel. Cette structure formelle est centrale car c'est celle-ci qui permet d'établir de manière claire et spécifique le contrôle et l'habilitation des agents. Quelques exemples de ce renforcement observés dans les données seraient pour les rapports de 2017 la création du comité d'investissement durable chez Investissements RPC, la création d'un comité d'investissement responsable à la CDPQ, la création du comité de durabilité chez APG, la création d'une équipe dédiée à l'ESG chez NBIM alors qu'en parallèle tous les acteurs disent élaborer des plans de formation visant à former les plus hautes instances organisationnelles.

C'est également dans cette deuxième phase que semble se manifester un autre phénomène intéressant, soit le renforcement des relations de principal-agent à l'interne, qui permet à l'entreprise de dépasser les frontières internes de l'organisation pour commencer à agir à l'externe (Fama et Jensen, 1983a; Jensen et Meckling, 1976). Cela s'articulerait par deux voies principales. La première consiste à intégrer l'enjeu traité

dans les relations de principal-agent à l'externe, lesquelles se traduisent par l'intégration, dans les mécanismes traditionnels de sélection et de gestion des actifs, de la formalisation de pratiques novatrices appuyées par des outils innovants. Ces pratiques sont ainsi répercutées sur les entreprises présentes dans le portefeuille d'actifs, tout comme les entreprises voulant prétendre en faire partie (Cheng *et al.*, 2022; Dyck *et al.*, 2019; Flammer et Bansal, 2017; Lewellen et Lowry, 2021; Park, J. *et al.*, 2019; Xiang *et al.*, 2025). Des exemples explicitement présents dans les données sont par exemple l'évaluation ESG des gestionnaires d'actifs ou encore les votes systématiques contre la réélection d'administrateurs ne considérant pas les enjeux climatiques. La seconde voie serait celle de l'entrepreneuriat institutionnel, visant à influencer le niveau méso voire macro par l'entremise du déploiement de stratégies d'entrepreneuriat institutionnel dans le champ organisationnel s'étant constitué autour de l'enjeu étudié (Hardy et Maguire, 2017; Hoffman, 1999). Ces stratégies mobilisent : 1) les ressources financières, humaines et techniques notamment qui peuvent être illustrées par les politiques d'investissement et les attentes qui y sont liées, si les entreprises veulent les capitaux de l'organisation, elles doivent y répondre; 2) les logiques discursives comme cela a été observé dans les rapports avec les arguments forts pour considérer les enjeux visés qui se transforment notamment en incontournable pour réaliser du rendement; et 3) les relations par l'entremise de coalitions formidablement illustrées par le CA100+, NA100 ou encore la lettre commune au G7 et au G20.

Le déploiement de ces stratégies d'entrepreneuriat institutionnel peut prendre place de manière individuelle, mais il semble dans les rapports étudiés et les entrevues confirmatoires qu'elles sont souvent collaboratives, ce qui est en accord avec la littérature (Scott, 2013). Elle se manifesterait par une implication marquée des investisseurs institutionnels dans le nuage de destruction créatrice formulé au niveau méso. Malgré le fait que sur les premiers rapports étudiés certaines initiatives étaient très récentes, ces investisseurs soit prennent position en faveur de certaines d'entre elles, soit y sont présents de manière active comme sur la CA100+ ou la TCFD. Sur ce second point, même si le lien est moins évident, il est possible de considérer que la relation principal-agent est aussi présente dans une certaine mesure. En effet, dans les initiatives auxquelles participent les investisseurs institutionnels, on retrouve fréquemment des membres de la haute direction siégeant directement dans les instances de gouvernance. Leur implication, parfois même en tant que cofondateurs de ces initiatives, comme pour la ILN ou la GRESB, illustre la manière dont les relations de principal-agent se prolongent au-delà des frontières organisationnelles. Certaines initiatives vont encore plus loin en cherchant à regrouper les différents principaux d'un même agent afin de maximiser l'exercice de cette relation illustrées par le CA100+ ou la

NA100. On peut même supposer qu'elles contribuent à réduire les conflits entre principaux, renforçant ainsi l'efficacité de la relation principal-agent. Ce processus favoriserait alors des formes inédites de coopération entre compétiteurs, motivées par la volonté d'accroître leur impact collectif (Greenwood *et al.*, 2002). Sans pouvoir établir un parallèle strict, il est possible de considérer que les stratégies d'entrepreneuriat institutionnel et le déploiement des relations d'agence au-delà des frontières organisationnelles s'inscrivent dans des logiques d'action complémentaires, toutes deux orientées vers l'influence du champ organisationnel.

À travers le développement de ces différents mécanismes, la volonté affirmée des investisseurs institutionnels est de contribuer à la création de normes communes permettant d'avoir de l'information sur la thématique d'intérêt. Le manque de données normalisées et la multiplication du nombre d'initiatives traitant de la thématique d'intérêt sont un fardeau exprimé aussi bien dans les documents étudiés au niveau micro que dans les entrevues. D'une part, cela semble être aligné avec la nécessité de réduire l'asymétrie d'information entre l'agent et le principal dans la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976). D'autre part, cela s'alignerait aussi avec les constats de DiMaggio (1988) suggérant que de nouvelles institutions émergent lorsque des acteurs organisés avec des ressources suffisantes voient en elles une opportunité de réaliser les intérêts que ces derniers valorisent grandement. Les investisseurs valorisent grandement l'information normalisée pour pouvoir prendre des décisions efficaces à travers toutes les juridictions dans lesquelles ils exercent leurs activités.

On peut postuler que l'adoption de normes poursuit un triple objectif : maximiser la valeur des investissements, réduire les coûts d'agence et limiter l'incertitude. D'un point de vue de la valeur, la théorie des contrats incomplets (Asher *et al.*, 2005) rappelle que, lorsque la propriété est partagée entre plusieurs parties, celles-ci agissent avec une rationalité limitée (Miller, 2008). Dans ce contexte, l'intégration et le développement de contrats informels révèlent l'incapacité du système comptable traditionnel à capter et à évaluer adéquatement cette nouvelle source de valeur. Dès lors, les acteurs qui prennent déjà en considération les enjeux climatiques dans leurs processus et échanges formels ont tout intérêt à ce que cette intégration devienne normalisée et obligatoire, afin d'éviter de se retrouver dans une situation de désavantage concurrentiel. En ce qui concerne les coûts de transaction, la création de marchés efficaces repose sur la fluidité des flux d'information et la possibilité de comparer les pratiques selon le contexte institutionnel (Williamson, 1979). Ainsi, cette phase se traduit par un renforcement des relations de principal-agent à l'interne, au niveau micro, qui se transforme progressivement en une

véritable capacité d'agence institutionnelle. Enfin, la normalisation en lien avec les deux points soulignés précédemment réduirait l'incertitude par un cadre plus mature et stable mais aussi plus facilement intégrable dans les relations de principal-agent à l'intérieur et à l'extérieur de l'organisation.

Troisième phase : Entrepreneuriat institutionnel

La troisième phase semble marquer une reprise des dynamiques au niveau macro, qui se manifeste par un renforcement des pressions coercitives perceptible dans l'analyse narrative et toujours observable par l'augmentation toujours plus intense du nombre de mesures structurantes adoptées par les juridictions étudiées année après année. Celles-ci prennent la forme de contrôles plus stricts et d'incitatifs concrets visant à modifier les pratiques organisationnelles, cela peut être illustré par les labels énergétiques adoptés parallèlement aux incitatifs fiscaux à la rénovation par exemple. Cette intensification semble s'accompagner d'une stabilisation progressive des initiatives supplémentaires créées au niveau méso dont le nombre plafonne à une moyenne de deux par année en matière de changement climatique.

Au niveau méso, cette évolution semble se traduire par un processus d'écramage. Les initiatives internationales et transnationales, ayant survécu à la dynamique de destruction créatrice, verraient ainsi leur légitimité réévaluée. Seules les plus robustes et les plus reconnues s'imposent, réduisant la fragmentation du champ organisationnel et consolidant un ensemble limité de référentiels dominants dans les domaines arrivés à maturité, comme l'illustre bien les « initiatives championnes » en matière de divulgation climatique comme la TCFD ou la PCAF par exemple.

Cette consolidation semble entraîner, au niveau micro, une intensification des pressions normatives. Il est possible que les organisations soient alors incitées à aligner leurs pratiques sur ces référentiels consolidés, qui deviennent progressivement les standards légitimes du secteur. Comme le laisse entendre la stabilisation d'initiatives créées et l'augmentation du nombre de mesures structurantes prises par les juridictions, par ce mécanisme, les pressions régulatrices exercées au niveau macro et l'écramage au niveau méso sembleraient converger vers une transformation des comportements organisationnels, favorisant une diffusion accrue des normes et une homogénéisation des pratiques, ressemblant à un processus menant vers l'isomorphisme.

Au niveau micro, on observe une continuité des activités d'entrepreneuriat institutionnel liées à la thématique d'intérêt, elles se manifestent par une implication accrue des représentants des investisseurs au sein des organes de gouvernance des initiatives encore actives et même devenues dominantes. On

remarque aussi une participation plus marquée de divers acteurs aux groupes de travail de ces initiatives internationales et transnationales qui visent à approfondir des dimensions spécifiques. Parallèlement, la relation de type principal-agent demeure à l'externe avec les entreprises faisant partie de leurs portefeuilles d'investissement. Cela peut être supposé à partir des données présentes sur les rapports où on observe une évolution qui n'évoque plus seulement des mentions de participations générales dans des initiatives, mais un apport de précision par une énumération de participations sur des outils concrets d'initiatives comme CDP, CRREM ou encore NZAOA ou bien une précision avec une identification claire des rôles occupés par les membres de la haute direction sur différentes initiatives.

Il est intéressant de souligner qu'au-delà de leurs implications directes, ces acteurs semblent développer progressivement un rôle d'entrepreneurs institutionnels. La légitimité des investisseurs institutionnels *leader* étant déjà reconnue, ils s'impliquent désormais directement auprès des institutions situées au niveau macro. Dans certains cas, ils initient même des démarches pour favoriser le maintien de réglementations existantes ou l'adoption de nouvelles normes en cours de discussion en apportant un soutien proactif à l'application de normes directement auprès des instances au niveau macro. Cela est illustré par le soutien actif des ESRS, de l'ISSB ou encore de la réglementation de la SEC directement auprès des gouvernements. Toutefois, il convient de mentionner que la plupart du temps, leur participation se fait dans le cadre de consultations initiées par les institutions afin d'appuyer l'élaboration de politiques publiques. Autrement dit, sans être formellement des décideurs politiques, ces investisseurs institutionnels légitimes semblent disposer d'une capacité d'influence significative, puisqu'ils peuvent partager leurs points de vue et transférer l'expertise qu'ils ont développée et mise en pratique au cours des deux phases précédentes.

La troisième phase est donc marquée par une intensification des pressions institutionnelles régulatrices au niveau macro et des pressions normatives au niveau méso. Cela s'accompagne d'un écrémage des initiatives au niveau méso. Paradoxalement, alors que ces pressions se font de plus en plus fortes sur les différents acteurs, les investisseurs institutionnels légitimes sont impliqués dans des initiatives des institutions au niveau macro dans le but de partager leurs connaissances et de faire part de leur point de vue.

Quatrième phase : Cristallisation et normalisation institutionnelle

Enfin, la quatrième phase semble voir apparaître, au niveau méso, une consolidation des initiatives internationales et transnationales par une centralisation de ces dernières sur des domaines arrivés à maturité permettant de créer des champions institutionnels, qui se traduirait par une augmentation des pressions institutionnelles normatives. On le voit dans les données particulièrement dans le domaine de la divulgation à travers la consolidation successive de la IIRC et de la SASB sous la VRF puis à son tour de la VRF et de la TCFD sous la ISSB dans un laps de temps très court. De manière assez synchronisée avec ce processus de centralisation, on assiste au niveau juridictionnel à l'intégration dans la réglementation de la TCFD au Royaume-Uni, au Japon et à Singapour et de la ISSB au Canada qui a aussi inspiré les ESRS dans l'Union européenne. Ainsi, ce processus de centralisation semble avoir un effet amplificateur dans les institutions juridictionnelles: une fois le cadre méso stabilisé dans un domaine donné, le niveau macro tendrait à renforcer ses pressions institutionnelles en s'inspirant des contraintes normatives déjà matures dans le champ organisationnel qui se retrouvent potentiellement cristallisées dans les dispositifs et cadres juridictionnels de manière directe ou indirecte.

Au niveau micro, la cristallisation de ces pressions à l'égard de la thématique d'intérêt semble se traduire par l'instauration chez les investisseurs institutionnels, d'une relation de principal-agent à l'interne se concentrant sur l'alignement avec ces pressions régulatrices. Les données montrent ainsi que les investisseurs manifestent les risques politiques et de poursuites liées aux risques ESG dans certains contextes alors que d'autres disent adopter les réglementations mises en place même lorsque celles-ci ne sont pas spécifiquement applicables aux investisseurs mais plutôt dans les actifs dans lesquels ils investissent. Ainsi, cela se manifeste notamment dans les relations de principal-agent externes envers les entreprises du portefeuille visant à poursuivre l'intégration de l'enjeu dans les relations avec les entreprises du portefeuille et à continuer d'orienter l'évolution de leurs pratiques. Cela se manifeste dans les données notamment par des exigences accrues vis-à-vis des actifs du portefeuille comme la nécessité de ne plus avoir seulement des cibles de transition mais des plans avec des objectifs clairs et réalisables, le renforcement de l'engagement actionnarial vis-à-vis des thèmes climatiques ou encore l'exigence de l'intégration de ces enjeux dans la rémunération de dirigeants de ces entreprises-là. Dans cette même optique, les attentes envers les gestionnaires externes augmentent.

Cette cristallisation au niveau macro semble intéressante pour les investisseurs institutionnels qui entrevoient enfin une normalisation de la considération de l'enjeu traité. Ainsi, bien que la cristallisation

de ces pressions puisse apparaître comme un fardeau, elle semble constituer avant tout une clarification des règles du jeu comme le suggèrent les entrevues confirmatoires. Ce processus permet de faire évoluer l'enjeu traité, faisant jusque-là partie de la théorie des contrats incomplets (car non formalisé et non valorisé) vers un cadre plus proche des contrats complets, rendant possible la capture et l'analyse formelle de la valeur qui y est associée. De plus, cette formalisation améliore les conditions d'application de la théorie des coûts de transaction, dans la mesure où les contrats liés à l'enjeu d'intérêt deviennent moins spécifiques et donc moins coûteux. En définitive, ce passage contribue directement à renforcer certains des objectifs centraux de la gouvernance d'entreprise qui peuvent être intégrés dans les contrats formalisant les relations d'agence.

Il faut préciser que dans un contexte transnational, une fois ces pressions cristallisées, elles semblent devenir des vecteurs de changement à travers la planète. En effet, les pressions institutionnelles cristallisées dans les juridictions étudiées ont une cohérence dans leur ensemble, mais sont applicables que dans la juridiction d'intérêt, à l'exception de certaines d'entre elles qui ont récemment décidé d'introduire la notion d'extraterritorialité pour toute entreprise faisant affaire sur leur territoire à l'image de l'Union européenne ou encore, à moindre échelle, de la Californie. Cependant, les investisseurs institutionnels, qui refusent le désinvestissement automatique, pourraient être amenés à chercher à faire pression sur des entreprises de leur portefeuille afin de pouvoir conformer leurs activités et assurer une saine gestion des investissements et des actifs. Toutefois, nombre de ces entreprises ont leur siège social en dehors de la juridiction de l'investisseur et n'y exercent pas nécessairement d'activités directes. Dans un tel contexte, l'intégration de l'enjeu demeure possible tant qu'elle n'est pas formellement interdite, mais elle s'inscrit alors dans une logique de diffusion transnationale des normes. En effet, les investisseurs institutionnels peuvent agir comme vecteurs d'isomorphisme institutionnel, en exerçant des pressions normatives au-delà de leurs frontières sur les actifs qu'ils détiennent.

La quatrième et dernière phase se caractérise donc par un renforcement des pressions normatives émanant du niveau méso, où l'on observe une normalisation et une centralisation des initiatives pertinentes qui sont parfois reprises par le niveau macro les transformant ainsi en pressions coercitives. Cette stabilisation favoriserait la consolidation et la cristallisation des normes au sein du cadre institutionnel, renforçant dès lors leur légitimité. Les investisseurs institutionnels sont alors contraints d'intégrer ces normes dans leurs relations de principal-agent internes, avant de les instrumentaliser dans

leurs relations de principal-agent externes, afin d'influencer les pratiques des entreprises de leur portefeuille pour une saine gestion d'actifs.

Bilan

Tout au long de ce processus, plusieurs évolutions majeures ont pu être observées. Tout d'abord, il semble qu'un changement institué soit mené au niveau macro, cela s'observe avec les années des grands événements tels que la COP21 et la COP15 qui se voient accompagnés des pics de création d'initiatives. Il est possible donc d'interpréter que le niveau macro désire stimuler l'entrepreneuriat institutionnel dans le champ organisationnel de l'enjeu étudié. Sur ce principe l'agentivité institutionnelle est voulue au niveau macro.

Outre cette supposition sur le fait que le changement soit institué. D'après les données étudiées, l'intensité des pressions institutionnelles augmente progressivement au niveau macro à mesure que le cadre politique, légal et réglementaire se resserre et que les marchés convergent vers une orientation commune. Par conséquent, il semble qu'il y ait un champ organisationnel qui soit peu institutionnalisé au début de la période mais qui le devient de plus en plus tout au long de la période étudiée. Cette configuration laisse supposer que les organisations de ce champ, que sont les investisseurs étudiés, ont au début de la période une capacité d'entrepreneuriat institutionnel plus forte. Ainsi, il est possible de supposer que l'agentivité institutionnelle est bien plus grande au début qu'à la fin.

À travers le temps, on observe également que la relation de principal-agent à l'interne vis-à-vis de la thématique d'intérêt est toujours mieux intégrée et mieux précisée tout au long de la période, dans le but d'achever une intégration transversale. Cela est bien illustré par un expert interrogé qui mentionne à la fois qu'en 2015 ils sont partis de rien mais aussi qu'on tend à une intégration où tout le monde a des connaissances de base et que des experts sur les thématiques ESG seront à disposition comme les équipes juridiques. Il est possible d'envisager que parallèlement, la relation principal-agent interne se reflète dans les relations principal-agent avec les actifs du portefeuille pour devenir un vecteur central de la diffusion des normes et des pratiques institutionnalisées. Cette dynamique pourrait avoir un impact direct sur la formalisation des droits de propriété, pour mieux définir et capter la valeur associée à l'enjeu, rendant ainsi les règles du marché plus équitables et la valeur plus précisément mesurable.

Enfin, il importe de souligner que ce processus semble s'accélérer dans le temps. Cela est particulièrement visible en comparant les trajectoires de l'institutionnalisation des enjeux liés aux changements climatiques

et à la biodiversité : le second s'appuie en grande partie sur les avancées déjà réalisées dans le premier. Ce phénomène d'accélération s'explique par le fait que le succès d'un référentiel international repose souvent sur sa capacité à réutiliser et à adapter des normes préexistantes, tout en bénéficiant du soutien d'acteurs légitimes tels que l'ONU, la Banque mondiale ou encore l'OCDE (Levy, D. L. *et al.*, 2010). Aussi, comme mentionné au début de la thèse, les changements climatiques et la biodiversité sont intrinsèquement reliés.

L'ensemble de ce processus théorisé en quatre phases peut être observé à la Figure 7.3.

Les réflexions portant sur le processus dans son intégralité s'alignent avec la littérature, qui précise notamment que l'entreprise n'est pas un organisme distinct, mais intégré à une constellation d'organismes et de relations. Elle évolue dans un environnement institutionnel où les règles du jeu doivent être respectées (North, 1990). Des avantages y sont associés puisque les institutions et le changement institutionnel conduisent en général à réduire les coûts de transaction et l'incertitude, à internaliser les externalités et à produire des avantages collectifs offrant des solutions efficaces aux problèmes par l'entremise de formes organisationnelles, un ensemble de routines, ou de règles (Heugens et Lander, 2009; Rutherford, 2001). Ainsi, l'organisation doit également adapter sa gouvernance en fonction de l'intensité des incitatifs, du contrôle administratif et des lois contractuelles qui influent le(s) cadre(s) institutionnel(s) dans le(s)quelle(s) elle évolue (Williamson, 1991).

L'alignement observé va aussi dans le sens de la théorie du changement institutionnel qui mentionne que la logique d'isomorphisme ne s'applique que dans des contextes très institutionnalisés, alors que dans d'autres contextes, les pressions institutionnelles favorisent le changement et peuvent même le stimuler par l'entremise des mécanismes gouvernementaux, réglementaires et professionnels en permettant une diversification des réponses aux pressions institutionnelles (Greenwood et Hinings, 1996). Il est également possible d'observer la nature contradictoire des arrangements institutionnels, qui à la fois conditionnent et stimulent la capacité des agents institutionnels à entrer dans un processus de changement institutionnel, comme le mentionnent Seo et Creed (2002). Cette complémentarité a été constatée dans le cadre des résultats de cette recherche. Cela implique de dépasser une simple lecture statique de la théorie pour adopter une perspective dynamique. En outre, les constats découlant de l'analyse des résultats permettent d'appuyer l'approche selon laquelle, dans l'environnement institutionnel où évolue l'organisation, la gouvernance d'entreprise s'est transformée en un outil pour atteindre à la fois un

avantage compétitif et assurer la conformité aux exigences et aux attentes des parties prenantes (Haron *et al.*, 2022). La gouvernance d'entreprise et la relation de principal-agent à l'intérieur de l'organisation apparaîtrait même comme un élément clé pour expliquer comment l'incertitude stimulant l'entrepreneur institutionnel potentiel se transforme effectivement en stratégie d'entrepreneuriat institutionnel.

Il apparaît pertinent de souligner que certains rapprochements peuvent être établis avec le processus de changement institutionnel proposé par Greenwood *et al.* (2002), tout en présentant des différences notables. Celles-ci tiennent principalement à la dimension d'interrelation entre les trois niveaux étudiés, qui suggère la manière dont les investisseurs institutionnels en immobilier adaptent leur mode de gouvernance pour se positionner dans ce processus de changement.

Au niveau organisationnel, ce processus pourrait s'apparenter à une logique téléologique, dans la mesure où les investisseurs sont engagés dans un apprentissage continu et dans une recherche constante de consensus. Cette dynamique se poursuivrait jusqu'à l'achèvement de l'institutionnalisation du sujet d'intérêt, moment où le processus évolue vers une logique de cycle de vie, dominée par la réglementation et la conformité (Van de Ven *et Poole*, 1995). En parallèle, au niveau méso, on observe plutôt un processus d'évolution, marqué par une sélection environnementale et une compétition entre initiatives, qui conduit à la consolidation de certaines pratiques et à l'abandon d'autres (Van de Ven *et Poole*, 1995).

Après avoir analysé en profondeur la complexité des résultats, il convient d'en simplifier la dynamique afin d'en dégager les faits saillants. Dans l'ensemble, cette partie suggère l'émergence d'une thématique qui, par sa nouveauté, demeure faiblement institutionnalisée. Cela ne signifie toutefois pas qu'elle n'est pas appelée à l'être, bien au contraire. Dans un premier temps, un changement institué est enclenché par le niveau macro, afin de laisser place au changement. Cette dynamique s'inscrit initialement dans une perspective néo-institutionnelle, mais évolue rapidement vers un modèle où l'agence institutionnelle prend une place prépondérante par l'entremise de l'incertitude existant autour de l'enjeu. Les investisseurs institutionnels, concernés par cet enjeu et devant intégrer dans leur gouvernance cette incertitude, réagissent en renforçant leur relation de principal-agent à l'interne autour de la thématique émergente dans le but de disposer des contrôles et des habilitations donnant la flexibilité nécessaire pour la limiter. Cela aurait pour effet de stimuler l'innovation et de leur permettre d'adapter leurs pratiques en conséquence, tout en restant conformes à leurs autres exigences. Une fois formalisée, cette relation interne s'étend vers le champ organisationnel, permettant aux investisseurs d'endosser un rôle

d'entrepreneurs institutionnels, qu'ils exercent individuellement ou de manière collaborative. Cette extension se manifeste au niveau méso, par le déploiement de stratégies d'entrepreneuriat institutionnel se faisant principalement par l'intermédiaire des initiatives, mais cela va de pair avec la relation de principal-agent de l'organisation à l'externe par l'entremise d'organes de gouvernance des organisations, qui désignent certains de leurs membres pour siéger dans les instances de gouvernance des initiatives émergentes. Dès lors, une dualité se manifeste : alors que d'un côté, les pressions institutionnelles s'intensifient, de l'autre, les membres des organes de gouvernance des investisseurs disposent de canaux leur permettant d'exprimer leurs positions et d'influencer directement les orientations au plus haut niveau.

Finalement, le processus aboutit à une institutionnalisation des pressions régulatrices, qui semblent inspirées par les dynamiques des initiatives au niveau méso. Les organes de gouvernance des investisseurs institutionnels s'engagent alors dans la mise en œuvre de ces pressions, ce qui leur permet à la fois de formaliser leurs droits de propriété et de renforcer leurs relations de principal-agent externes. Enfin, l'identification d'un nouvel enjeu relancerait le cycle. Ce processus est illustré à la Figure 7.4.

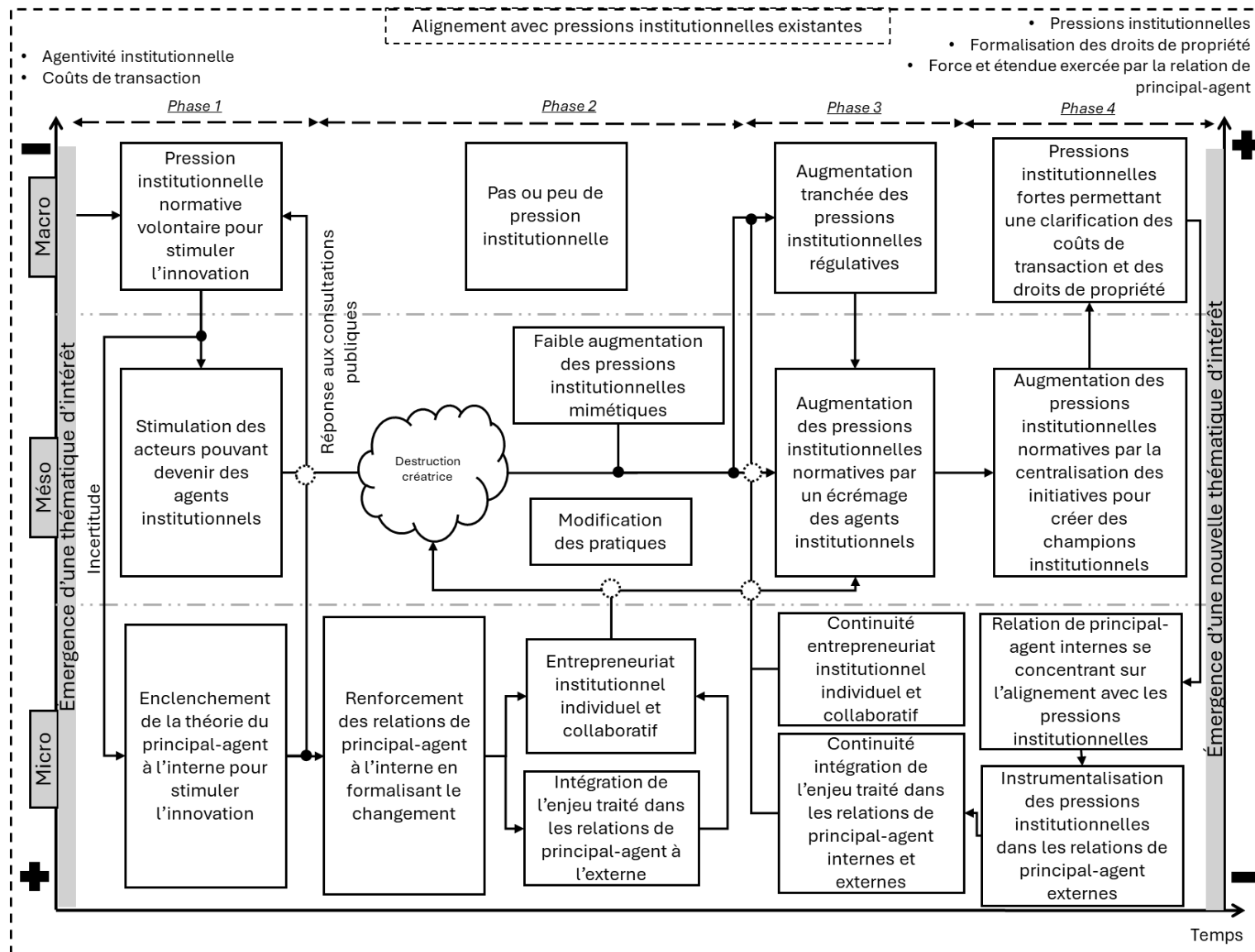


Figure 7.3 : Cartographie visuelle du processus d'innovation des grands propriétaires immobiliers pour adapter leur gouvernance face aux enjeux du changement climatique et de protection de la biodiversité

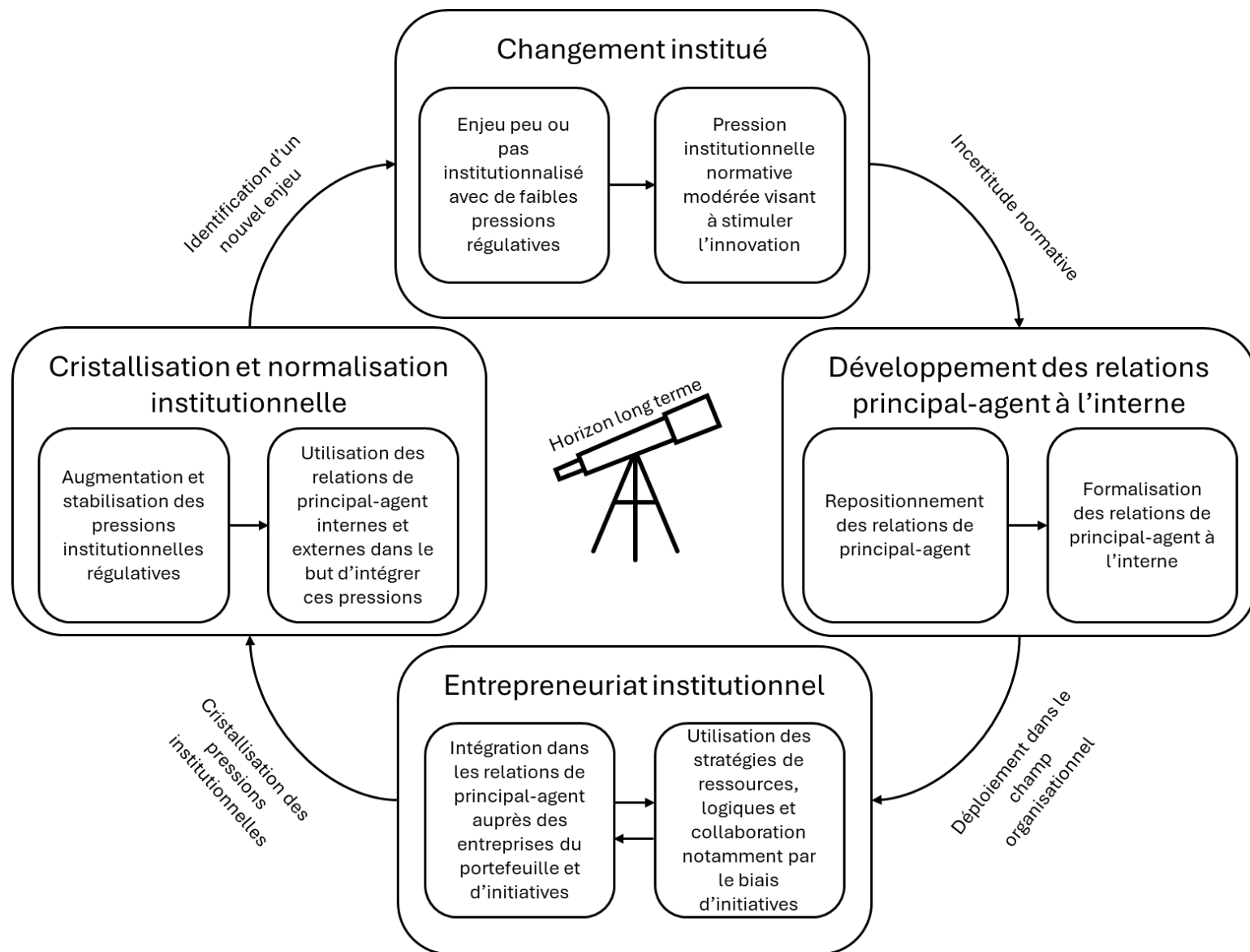


Figure 7.4 : Cartographie visuelle du processus simplifié des innovations des grands propriétaires immobiliers pour adapter leur gouvernance face aux enjeux du changement climatique et de protection de la biodiversité

7.4 Contributions scientifiques, méthodologique et sociale

Après avoir présenté les résultats découlant de cette recherche, il faut maintenant préciser dans quelle mesure ceux-ci apportent une contribution sur le plan théorique et social. Quatre contributions théoriques principales sont identifiées puis une contribution méthodologique et sociale seront présentées.

7.4.1 Contribution aux sciences de l'immobilier

En ce qui a trait à la contribution de cette thèse aux sciences de l'immobilier, il convient tout d'abord de souligner qu'encore peu d'études sur les stratégies d'investissement des grands propriétaires immobiliers s'intéressent à la prise en compte des enjeux émergents liés à la lutte contre les changements climatiques et à la préservation de la biodiversité. Pourtant, ces risques deviennent de plus en plus matériels avec l'avancée des connaissances scientifiques, dans un contexte où l'étau législatif se resserre et où les attentes des parties prenantes s'intensifient (French, 2020; Giglio *et al.*, 2023; Sayce *et al.*, 2022). L'approche souvent strictement financière et quantitative observée dans la littérature mérite donc d'être complétée par une meilleure compréhension de la manière dont les investisseurs gèrent les enjeux ESG, en particulier les risques climatiques (Krueger *et al.*, 2020). Or, la gouvernance des investisseurs immobiliers reste très peu étudiée à cet égard (Robinson et McIntosh, 2022). Cette thèse contribue à pallier ce manque en étudiant directement l'évolution de la gouvernance interne de grands investisseurs en immobilier *leaders* dans un contexte d'incertitude.

De plus, il faut noter que la littérature sur l'investissement immobilier des grands propriétaires d'actifs se concentre surtout sur l'actif en détention directe et sur l'aspect technique du bâtiment durable, ce qui tend à sous-contextualiser le rôle des investisseurs (Christensen, P. H. *et al.*, 2022). Ce constat plaide en faveur d'une approche multiniveau, à laquelle contribue cette thèse. Par ailleurs, si certains travaux ont mis en évidence l'influence structurelle des investisseurs institutionnels et de leurs capitaux sur le risque systémique du marché immobilier (Cvijanovic *et al.*, 2021), ainsi que leur engagement actif dans les entreprises où ils investissent (McNulty et Nordberg, 2016), peu d'études considèrent l'investissement commercial dans sa globalité ou de manière intégrée. Cela souligne la nécessité d'une approche plus globale, telle qu'adoptée dans la présente recherche, en particulier pour analyser les phénomènes émergents qui constituent, selon les éditeurs de revues en sciences de l'immobilier, des contributions importantes au champ (Azasu et Simons, 2018).

En outre, certains auteurs insistent sur la complexité des interactions entre les conditions politiques, économiques, juridiques et immobilières dans les stratégies de décision des investisseurs institutionnels (Aziz *et al.*, 2024). D'autres soulignent aussi l'intérêt d'étudier l'évolution des politiques de gouvernance à travers des recherches longitudinales (Pazarskis *et al.*, 2024). Dans cette perspective, à l'instar de Brooks et McArthur (2019) qui examinent les facteurs de motivation à considérer le développement durable, il importe d'analyser non seulement le « pourquoi », mais aussi « comment » les investisseurs intègrent des pratiques d'investissement durable, en portant attention à leur gouvernance d'entreprise et à leur gestion des enjeux ESG dans une vision globale.

Enfin, la diversité des grands propriétaires immobiliers reste sous-représentée dans les recherches, souvent centrées sur les fiducies de placement immobilier, qui ne constituent pourtant qu'un type particulier d'acteurs aux spécificités propres (Walia *et al.*, 2025; Westermann *et al.*, 2018). Pour répondre à cette lacune, cette thèse s'est intéressée à de grands propriétaires d'actifs sélectionnés selon leur taille et leur envergure internationale (Fligstein, 1991) et à l'importante influence qu'ils exercent dans les processus de changement de ce secteur d'activités. De plus, la conceptualisation théorique mobilisée pour analyser les résultats s'inscrit dans l'appel formulé par Breuer et Nadler (2012) à développer des fondations interdisciplinaires et théoriques plus solides dans le champ de l'immobilier. En réunissant ces dimensions au sein d'une approche longitudinale et multiniveau, cette thèse propose ainsi une lecture intégrée et contextualisée de la gouvernance des grands investisseurs en immobilier face aux enjeux ESG émergents. Ainsi quatre grandes phases sont ressorties, la première consiste en un changement qui serait institué créant ainsi une incertitude menant à la phase suivante. Cette deuxième phase porte sur le développement des relations principal-agent à l'intérieur de l'organisation qui lui permettrait de se déployer dans le champ organisationnel. La troisième phase porte sur l'entrepreneuriat institutionnel qui à travers le temps contribuerait à la cristallisation des pressions institutionnelles. La quatrième phase consiste en une cristallisation et une normalisation institutionnelle avant qu'un nouvel enjeu soit identifié et que le cycle reparte.

7.4.2 Contribution à la relation principal-agent interne chez les grands investisseurs dans leur contexte institutionnel

Cette recherche contribue à la littérature en gouvernance d'entreprise en répondant à un besoin croissant d'intégrer les théories institutionnelles à l'analyse des mécanismes de gouvernance (Naciti *et al.*, 2022). Elle propose, à travers une étude de cas unique, enchâssée et longitudinale, d'examiner la gouvernance

des investisseurs institutionnels, considérés ici comme les unités enchâssées, dans leur contexte méso et macro.

Le niveau macro est appréhendé à travers l'évolution des cadres institutionnels, politiques, légaux et réglementaires affectant l'investissement immobilier dans huit juridictions nationales et une juridiction supranationale, ainsi que les grands centres urbains où se situent leurs actifs. Le niveau méso correspond à l'étude du champ organisationnel structuré autour des enjeux climatiques et de la biodiversité, notamment à travers les initiatives internationales et transnationales.

Cette recherche apporte ainsi une contribution mettant en évidence les dynamiques entre les organisations étudiées et leur environnement institutionnel. Elle se distingue également en s'intéressant à une forme organisationnelle peu étudiée (Kavadis et Thomsen, 2023). En effet, la littérature en gouvernance se concentre principalement sur le rôle de principal des investisseurs institutionnels, alors que leur rôle d'agent est rarement étudié. Ce déséquilibre limite la compréhension globale de leur gouvernance, malgré leur poids considérable. Ces acteurs complexes détiennent environ 41 % de la capitalisation boursière mondiale, avec des taux qui sont souvent bien supérieurs dans les juridictions étudiées, et font partie des plus grands propriétaires immobiliers de la planète (Medina *et al.*, 2022; PERE, 2023).

La contribution sur l'étude de leur gouvernance porte plus spécifiquement sur les mécanismes qu'ils déploient pour intégrer l'enjeu des changements climatiques et de la protection de la biodiversité dans leurs activités, afin de mieux naviguer à travers l'incertitude que ces enjeux génèrent.

Les résultats suggèrent que la relation de principal-agent interne joue un rôle central dans le développement des mécanismes internes d'habilitation et de contrôle leur permettant de développer efficacement leurs capacités organisationnelles et techniques pour l'intégration des enjeux climatiques et de biodiversité. Les investisseurs mettent en place divers mécanismes de gouvernance comme l'élaboration de convictions d'investissement, de comités spécialisés, de désignation de personnel spécifique, de programmes de formation, d'incitatifs de rémunération ou d'objectifs concrets. Ce sont ces différents mécanismes qui leur permettent de structurer l'action organisationnelle face à l'incertitude. Ces mécanismes, soutenus par un « *tone from the top* », favorisent l'intégration progressive de ces enjeux dans les pratiques.

7.4.3 Contribution à l'entrepreneuriat institutionnel

L'étude contribue également aux théories institutionnelles et plus particulièrement au courant de l'entrepreneuriat institutionnel en soulevant l'enjeu du paradoxe de l'agence encadrée où un acteur central peut être force de changement (Battilana et D'ahunno, 2009; Hardy et Maguire, 2017; Lepoutre et Valente, 2012; Seo et Creed, 2002). Cela se ferait plus particulièrement par l'entremise d'une approche Coasienne de l'entrepreneuriat institutionnel où l'incertitude peut stimuler un entrepreneur institutionnel à le devenir (Dew, 2006; Hardy et Maguire, 2017).

De manière alignée avec la contribution précédente, les résultats de la présente recherche suggèrent que l'incertitude est prise en considération par les organes de gouvernance qui, en tant que principaux, mettent en place des mécanismes de contrôle et d'habilitation permettant aux agents de réaliser des innovations managériales visant à développer leurs capacités organisationnelles et techniques. Lorsque les acteurs déploient leurs stratégies d'entrepreneuriat institutionnel (ressources, logiques et relations) les résultats suggèrent que ce sont ces capacités qu'ils utilisent. Certains exemples peuvent être cités comme la transformation des ODD en objectif d'investissement par APG à l'interne puis en collaboration, Investissements RPC sur les *stress test* climatiques ou encore l'un des experts en entrevue mentionnant qu'ils avaient développé un outil à l'interne qu'il essaie de diffuser via des initiatives notamment. Ainsi, le déploiement des relations de principal-agent à l'interne par des mécanismes de gouvernance d'entreprise semble être une condition non négligeable à la transformation des investisseurs institutionnels pour passer d'une perspective néo-institutionnelle, où le souci principal est l'adaptation aux pressions, vers un rôle effectif d'entrepreneur institutionnel cherchant à influencer le champ organisationnel s'étant formé autour de l'enjeu d'intérêt.

Cette recherche permet ainsi de s'aligner avec le constat selon lequel, dans l'environnement institutionnel où évolue l'organisation, la gouvernance d'entreprise s'est transformée en un outil servant à la fois à obtenir un avantage compétitif et à assurer la conformité (Haron et al., 2022), tout en y apportant une lecture plus dynamique et contextualisée.

Par ailleurs, les différentes stratégies d'entrepreneuriat institutionnel des investisseurs institutionnels sont bien présentes dans les résultats. À travers la totalité des investisseurs étudiés, on observe la stratégie par ressources politique ou encore financière à l'image de la présence de certains investisseurs sur des organes gouvernementaux comme la CAFD au Canada, comme l'élaboration de baux verts nationaux au Pays-Bas,

ou encore le contact direct avec les élus aux États-Unis, les stratégies de logique en mentionnant de manière continue que la rentabilité va de pair avec la considération des enjeux ESG, et les stratégies de relation par l'entremise de participation à diverses initiatives telles que le CA100+ ou le NA100, voire la création d'initiatives à part entière comme CDPQ et Investissements RPC avec ILN ou encore APG avec GRESB. D'autres initiatives de cette stratégie de relation sont plus éphémères mais pas moins importantes comme les acteurs nord-américains qui écrivent une lettre au G7 et au G20 pour les exhorter d'agir ou encore la pétition de APG pour s'assurer que les normes ESRS soient adoptées.

Cette double approche semble cohérente, dans la mesure où la délégation de décisions permet d'habiliter les engagements externes qui ne peuvent être crédibles autrement (Sengul *et al.*, 2012). En outre, la présence de ce lien entre théorie de l'agence et entrepreneuriat institutionnel peut être considérée comme étant alignée avec l'appel de Ritzer (1992) qui incite les métathéories, comme la théorie institutionnelle, à s'intéresser davantage aux *middle-range theories* que Cartwright (2020) définit comme une théorie « claire, précise et qui constitue un seul type de théorie pouvant être utilisée pour expliquer de manière partielle une gamme de phénomènes différents, sans toutefois prétendre être en mesure d'expliquer tous les phénomènes sociaux. ». La théorie de l'agence peut être caractérisée comme telle.

Les résultats de cette recherche suggèrent ainsi que l'organisation adapte sa gouvernance en fonction de son contexte institutionnel, aussi bien pour exercer un rôle d'entrepreneur institutionnel lorsqu'elle cherche à influencer les règles du jeu, que pour répondre aux pressions institutionnelles dans une logique de conformité.

7.4.4 Contribution à l'articulation de la théorie de l'agence et de l'entrepreneuriat institutionnel

Enfin, cette recherche met en évidence une possible articulation entre la théorie de l'agence et l'entrepreneuriat institutionnel, suggérant une forme de réconciliation entre ces deux cadres théoriques.

L'entrepreneuriat institutionnel désigne les entrepreneurs institutionnels comme des acteurs (individus ou organisations) mobilisant des ressources pour créer ou transformer de nouvelles institutions. Tel que mentionné dans la contribution précédente, trois stratégies sont généralement identifiées : ressources, logiques et relations (Hardy et Maguire, 2017). Les résultats de cette recherche suggèrent la présence de relation d'agence dans les données à travers le déploiement de chacune de ces trois stratégies.

Ainsi, les stratégies liées aux ressources désignent l'usage de ressources de nature politiques, financières, organisationnelles, matérielles, culturelles, ou encore cognitives afin de les utiliser comme levier envers les autres acteurs (Hardy et Maguire, 2017). Dans ce cadre, la théorie de l'agence apparaît particulièrement pertinente : les investisseurs institutionnels exercent une influence directe sur les entreprises de leur portefeuille, notamment par leurs décisions d'allocation du capital, leurs analyses ESG ou encore leurs pratiques de vote. Cette logique s'étend également à la sélection et à l'évaluation de leurs gestionnaires externes, par exemple à travers le suivi de leurs pratiques ESG.

La deuxième stratégie, mobilisant les logiques, s'opère par des interventions, dans la sphère discursive ou d'idéation, simultanément à la construction et la communication de logiques ou raisons pour lesquelles les autres acteurs devraient appuyer le projet d'institutionnalisation (Hardy et Maguire, 2017). Ici encore, un lien avec la théorie de l'agence peut être établi, notamment à travers les communications publiques des investisseurs. Les rapports annuels, les convictions d'investissement ou les documents d'attentes adressés aux entreprises constituent des signaux visant à orienter les comportements des acteurs du marché, en mettant en avant l'importance des enjeux climatiques pour la performance long terme.

Enfin, la stratégie de réseau vise à établir de nouveaux liens inter-acteurs pour amener le changement par l'action collective (Garud *et al.*, 2002; Lawrence *et al.*, 2002; Wijen et Ansari, 2007). Elles se traduisent par la participation à des collaborations, des coalitions ou encore des alliances (Hardy et Maguire, 2017). Dans ce contexte, la théorie de l'agence se manifeste lorsque des représentants des investisseurs siègent dans les organes de gouvernance de ces initiatives, établissant ainsi des relations d'agence au-delà des frontières organisationnelles.

Dans cette perspective d'entrepreneuriat institutionnel, l'un des apports majeurs de cette recherche réside dans la mise en évidence de l'extension des mécanismes de la théorie de l'agence à l'extérieur des frontières organisationnelles. Cette lecture du lien entrepreneuriat institutionnel et théorie de l'agence semble particulièrement bien adaptée aux investisseurs institutionnels, dont l'activité repose intrinsèquement sur l'établissement et la gestion de relations d'agence.

Ainsi, les mécanismes classiques de gouvernance, tels que les incitatifs, le suivi des objectifs, les politiques internes ou les structures de gouvernance, ne se limitent pas à un usage interne, mais sont également mobilisés pour influencer l'environnement institutionnel. Ces mécanismes permettent aux investisseurs à la fois de s'adapter aux pressions existantes et de contribuer à leur transformation.

Il convient toutefois de souligner que cette dynamique s'inscrit dans un cadre institutionnel préexistant. Dans le cas étudié, centré sur les enjeux climatiques et de biodiversité, l'introduction de nouvelles thématiques ne remet pas en cause les fondements existants, mais nécessite plutôt un alignement avec des cadres déjà institutionnalisés. Cette logique rejoint notamment la pyramide de la RSE (Carroll, Archie B, 1991; Carroll, Archie B., 2016), où l'intégration de nouvelles responsabilités s'inscrit dans une hiérarchie de priorités.

En définitive, la gouvernance d'entreprise apparaît comme un mécanisme d'équilibre, permettant aux organisations de naviguer entre deux logiques : une logique de conformité sur les enjeux institutionnalisés et une logique de transformation sur les enjeux émergents. Cette tension dynamique illustre le rôle central de la gouvernance dans l'évolution du champ organisationnel.

Au vu de tous ces éléments de contributions théorique, le lien de la théorie de la gouvernance, et plus particulièrement de la théorie de l'agence, avec les théories institutionnelles pourrait être illustré à l'aide de la Figure 7.5.

7.4.5 Contribution méthodologique

Bien que la recherche qualitative multiniveau ait une riche tradition, elle est rarement étiquetée et conduite de manière explicitement multiniveau, si bien qu'il est difficile de trouver dans la littérature des guides méthodologiques concrets pour mener ce type de recherche (Köhler, 2024). Cette thèse contribue ainsi méthodologiquement en proposant un dispositif qualitatif longitudinal explicitement structuré à trois niveaux d'analyse imbriqués (macro, méso et micro), appliqué dans un contexte international couvrant neuf juridictions sur une période de près d'une décennie (2015-2023). En mobilisant simultanément des données institutionnelles, sectorielles et organisationnelles sur cette période, cette recherche offre ainsi une fenêtre d'observation peu commune sur l'évolution des pratiques de gouvernance face à des enjeux émergents. De plus, les données d'archives sont considérées comme étant sous-utilisées alors qu'il s'agit de données particulièrement pertinentes (Das *et al.*, 2018; Ivanov, 2017).

Ce faisant, elle s'inscrit dans la lignée des études de cas enchâssées longitudinales reconnues comme particulièrement adaptées à l'étude des dynamiques multiniveau et des processus de changement institutionnel (Micelotta *et al.*, 2017). Par ailleurs, l'intégration d'entrevues confirmatoires auprès

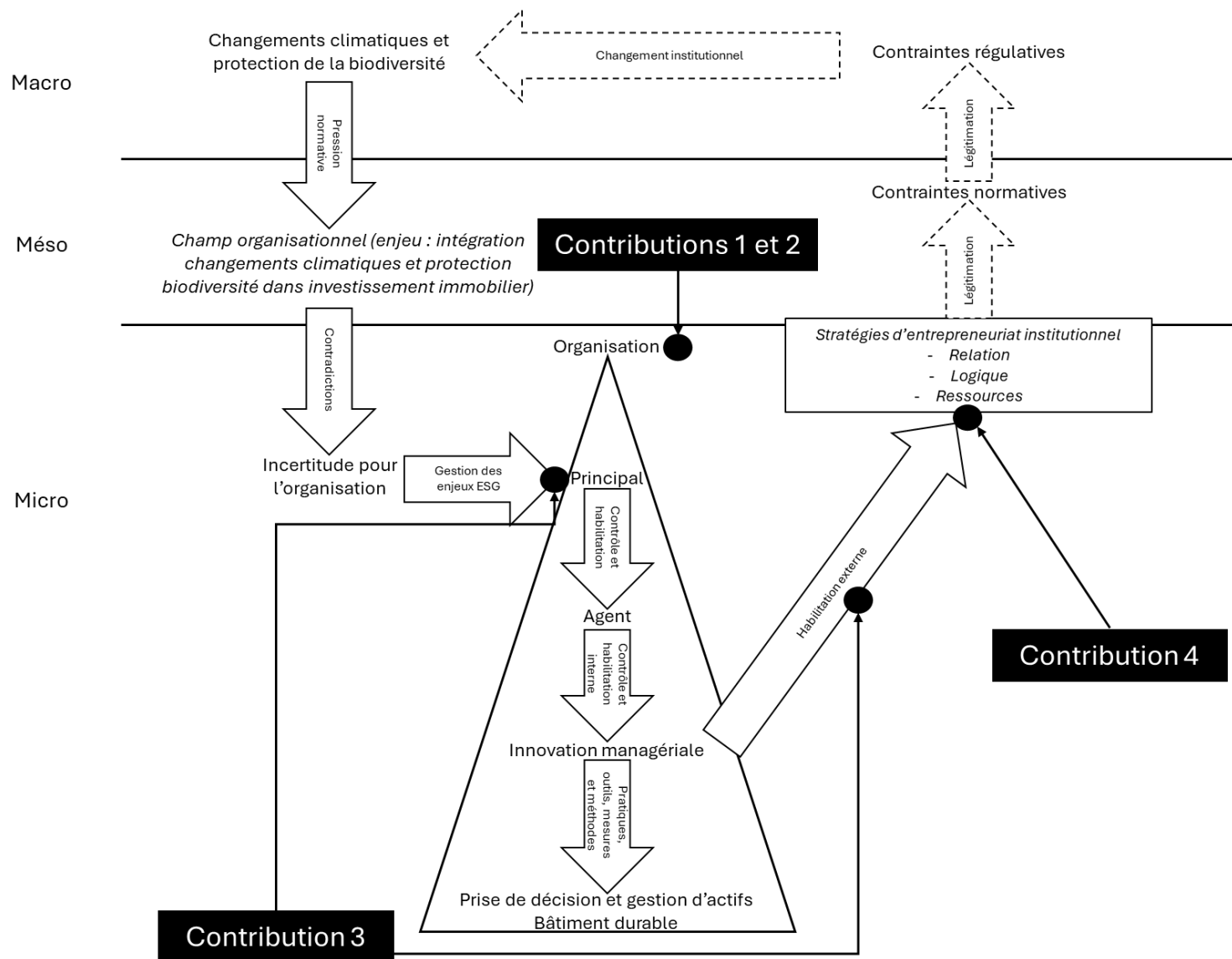


Figure 7.5 : Positionnement des contributions théoriques sur le cadre conceptuel et théorique de la thèse

d'experts du secteur et de stages de recherche chez un grand investisseur en immobilier permet de trianguler les données issues des archives et de renforcer la crédibilité des interprétations proposées, conformément aux critères de qualité de la recherche qualitative (Guba, 1981; Guba et Lincoln, 1994; Lincoln et Guba, 1985). Cette triangulation entre données documentaires longitudinales et données primaires contribue à pallier les limites inhérentes à l'analyse d'archives, notamment en ce qui concerne l'accès aux logiques d'action et aux arbitrages des décideurs — répondant ainsi à l'appel de Micelotta *et al.* (2017) en faveur de sources de données hétérogènes pour conduire des études de cas approfondies.

7.4.6 Contribution sociale

En matière de contribution sociale, cette recherche s'inscrit dans un contexte marqué par un intérêt croissant des investisseurs pour les enjeux de durabilité et de résilience en immobilier, une tendance de plus en plus documentée dans la littérature académique (Brooks et McArthur, 2019). Elle contribue à approfondir les connaissances en se concentrant spécifiquement sur les enjeux liés aux changements climatiques et à la biodiversité, dont l'urgence sociale et environnementale ne cesse de croître.

Les résultats de cette recherche offrent également des éléments de compréhension utiles pour les acteurs du secteur immobilier, en éclairant la période de transformation dans laquelle ils évoluent et les ajustements nécessaires de leur mode de gouvernance. Plus spécifiquement, pour les investisseurs, ils permettent d'identifier les différentes étapes à travers lesquelles les mécanismes de gouvernance peuvent évoluer dans le temps, ouvrant la possibilité de se positionner, lorsque le contexte s'y prête, comme des agents de changement.

Au-delà des investisseurs eux-mêmes, les résultats présentent une utilité pour d'autres acteurs du secteur. Pour les gestionnaires d'actifs immobiliers, comprendre comment les grands investisseurs institutionnels font évoluer leurs exigences ESG permet d'anticiper les attentes futures et d'adapter leurs pratiques en conséquence. Pour les conseils d'administration, les mécanismes identifiés dans cette recherche, tels que la création de comités spécialisés, les programmes de formation, les incitatifs de rémunération ou encore l'établissement d'objectifs concrets, offrent des exemples concrets et documentés d'intégration des enjeux ESG dans la gouvernance. Enfin, pour la société civile, les résultats illustrent comment les grands investisseurs institutionnels peuvent devenir des vecteurs de diffusion de normes ESG à travers leurs portefeuilles, contribuant ainsi à transformer les pratiques des entreprises dans lesquelles ils investissent.

De manière moins importante, car cette thèse touche principalement aux grands investisseurs en immobilier, les résultats pourraient aussi servir aux institutions au niveau macro. Cette utilité se traduit par une illustration de la manière de stimuler le changement chez les grands investisseurs en immobilier par l'entremise d'un changement institué. En particulier, les résultats suggèrent qu'une pression institutionnelle initialement modérée, laissant place à l'expérimentation et à l'innovation, peut s'avérer plus efficace qu'une réglementation contraignante d'emblée, une perspective potentiellement utile pour les décideurs publics cherchant à accélérer la transition climatique dans le secteur immobilier.

En bref, cette thèse contribue principalement au concept de gouvernance d'entreprise et plus particulièrement à la théorie de l'agence, en la replaçant dans un contexte institutionnel dynamique dialoguant entre la théorie néo-institutionnelle et l'entrepreneuriat institutionnel dans une dynamique de changement institutionnel. Les contributions portent aussi sur les théories institutionnelles et les liens que l'entrepreneuriat institutionnel entretient avec la gouvernance d'entreprise. Ces intégrations permettent de contribuer à certains questionnements observés dans la littérature des sciences de la gestion en immobilier afin d'aider également les professionnels à mieux comprendre les changements qui les entourent.

CONCLUSION GÉNÉRALE

L'objectif de cette thèse était de mieux comprendre comment les grands investisseurs en immobilier innovent pour adapter leurs modes de gouvernance et de gestion des risques ESG aux enjeux liés à la lutte contre les changements climatiques et à la protection de la biodiversité.

Pour ce faire, les théories de la gouvernance d'entreprise, plus particulièrement la théorie de l'agence, ont été combinées à la théorie néo-institutionnelle et à l'entrepreneuriat institutionnel, dans une perspective de changement institutionnel. Les concepts de relation principal-agent, d'incertitude et d'entrepreneur institutionnel ont été mobilisés et articulés avec d'autres notions, afin de rendre compte de la complexité observée. Cette approche permet de mieux comprendre l'interaction entre les modes de gouvernance des investisseurs institutionnels et les contextes institutionnels variés dans lesquels ils opèrent, répondant ainsi aux critiques adressées à la théorie de l'agence quant à sa sous contextualisation.

Sur le plan méthodologique, la recherche repose sur une étude de cas unique, enchâssée et longitudinale couvrant la période 2015 à 2023. Elle porte sur six grands investisseurs en immobilier d'envergure mondiale, reconnus pour leur *leadership*. L'analyse mobilise plusieurs méthodes qualitatives, notamment, les stratégies narratives, la cartographie visuelle et l'analyse documentaire. Le corpus comprend des documents institutionnels, sectoriels et corporatifs totalisant plusieurs milliers de pages. Ce dispositif a été enrichi par des stages de recherche ainsi que par deux entrevues semi-dirigées à visée confirmatoire. L'ensemble renforce la crédibilité de la recherche par la triangulation de données, l'engagement prolongé, et la validation des résultats.

L'analyse s'appuie sur une approche multiniveau articulée autour de trois niveaux : le niveau macro (cadre institutionnel, politique, légal et règlementaire), le niveau méso (organisation du secteur immobilier) et le niveau micro (pratiques et innovations des investisseurs). Ces niveaux correspondent aux sous-questions de recherche et permettent d'articuler l'étude du contexte et des unités enchâssées analysées.

Les résultats suggèrent un processus caractérisé par une dynamique d'interdépendance entre ces trois niveaux. Dans ce cadre, la gouvernance d'entreprise, notamment à travers la théorie de l'agence, permet aux organisations de naviguer entre une posture de conformité aux pressions institutionnelles et une

posture plus active d'entrepreneur institutionnel. Cette dernière leur permet de contribuer à la construction et à l'institutionnalisation de nouvelles pratiques.

Ces deux postures peuvent coexister et varier selon les enjeux considérés. Les investisseurs institutionnels en immobilier ne se limitent donc pas à internaliser les pressions institutionnelles, ils participent également à leur diffusion et à leur mise en œuvre au sein du champ organisationnel.

L'analyse permet également de suggérer un cycle de changement en quatre étapes :

1. l'initiation du changement institutionnel par un changement institué, qui permet de passer d'un enjeu représentant un environnement peu ou pas institutionnalisé faisant l'objet d'une pression institutionnelle normative en vue de stimuler l'innovation;
2. l'incertitude générée par la phase précédente déclenche la deuxième phase, dans laquelle le développement de relations de principal-agent à l'interne des investisseurs institutionnels est entrepris. Celles-ci permettent aux grands investisseurs en immobilier de positionner les relations de principal-agent à l'interne pour passer à la formalisation des relations de ces dernières afin de déployer des mécanismes de gouvernance leur permettant de faire face à l'incertitude dans le cadre de leurs activités;
3. les innovations développées chez les investisseurs institutionnels à l'interne sont ensuite, si l'investisseur le souhaite, déployées dans le champ organisationnel ce qui mène à la phase d'entrepreneuriat institutionnel. Cette phase permet aux investisseurs institutionnels d'appliquer des stratégies d'entrepreneuriat institutionnel (ressource, logique et réseau) tout en exerçant leur relation de principal-agent à l'extérieur des frontières organisationnelles auprès des entreprises ainsi qu'auprès des initiatives internationales et transnationales. Ce déploiement se répercute sur une cristallisation des pressions institutionnelles, lesquelles s'inspirent ou intègrent directement les initiatives internationales et transnationales ayant eu du succès;
4. enfin, la cristallisation des pressions institutionnelles débouche sur une cristallisation et une normalisation institutionnelle où la gouvernance d'entreprise adopte une réponse à ces pressions. Cela se traduit par l'entremise de l'augmentation et de la stabilisation des pressions institutionnelles ainsi que l'usage des relations de principal-agent par les grands investisseurs en immobilier pour intégrer ces pressions. Par l'identification d'un nouvel enjeu majeur, le processus cyclique recommence.

Sur le plan théorique, ces résultats suggèrent que la gouvernance d'entreprise constitue un levier permettant aux organisations de passer d'une posture de conformité (telle que décrite par la théorie néo-institutionnelle), à une posture délibérée d'agent de changement institutionnel sur certains enjeux. Cette agentivité s'appuie sur des tactiques de coopération entre acteurs afin d'accroître son efficacité. Enfin, le processus s'accompagne d'une dynamique de diffusion des pressions institutionnelles, puisque les grands investisseurs répercutent leurs pratiques, qu'elles soient volontaires ou imposées, sur les entreprises dans lesquelles ils détiennent des capitaux, contribuant ainsi à transformer l'ensemble du champ organisationnel.

Limites

Cette étude comporte plusieurs limites.

Tout d'abord, sur le plan macro, l'analyse s'est concentrée uniquement sur des économies majeures, caractérisées par une forte protection des droits de propriété et marquées par la présence de marchés de capitaux et de droits de propriété privés qui sont en capacité de faire respecter la loi. Aussi, les juridictions retenues sont essentiellement étudiées à l'échelle nationale ou supranationale, même si certaines villes ont été intégrées afin d'offrir un éclairage plus localisé.

Au niveau méso, la principale limite tient au fait que l'attention a été portée sur les initiatives internationales et transnationales. Par conséquent, les initiatives strictement locales, sauf lorsqu'elles ont évolué vers une envergure transnationale, ont été exclues de l'analyse.

Sur le plan micro, une limite notable réside dans le choix de n'étudier qu'une catégorie d'investisseur, soit les investisseurs institutionnels. Seulement six de ces investisseurs institutionnels ont été étudiés, tous venant de pays industrialisés, lesquels sont, de surcroît, des *leaders* dans les thématiques étudiées.

Enfin, pour la recherche dans son ensemble, elle s'est appuyée essentiellement sur des documents formels, soit des sources secondaires, à l'exception des deux entrevues réalisées et de l'observation participante. Plus largement, la méthodologie adoptée s'inscrit dans une temporalité restreinte, allant de 2015 à 2023, et s'est concentrée sur deux thématiques précises : les changements climatiques et la protection de la biodiversité. Ces limites s'expliquent principalement par l'ampleur de la collecte et de l'analyse de données que ce type de travail exige, un processus long et exigeant, ce qui justifie la nécessité de poursuivre les recherches sur ce sujet.

Pistes de recherche

En parallèle de ces limites, plusieurs pistes de recherche apparaissent particulièrement prometteuses. Au niveau macro, il apparaît pertinent de s'intéresser à des économies émergentes avec des contextes différents de droit de propriété et des marchés de capitaux moins importants. Il semble aussi pertinent d'adopter une approche plus locale en étudiant les contextes étatiques ou provinciaux. Ce resserrement sur l'approche locale devrait également être appliqué au niveau méso, en s'éloignant des initiatives transnationales pour observer comment le changement se produit à plus petite échelle. Au niveau micro, une piste de recherche consiste à étudier d'autres types d'investisseurs, tels que les assureurs ou les banques, ainsi que des investisseurs, qu'ils soient leaders ou non, opérant dans la même juridiction ou dans d'autres contextes.

Méthodologiquement, l'intégration de l'étude de documents informels, tels que des communications internes ou encore des entrevues de personnes exerçant aux trois niveaux d'analyse, offrirait une compréhension plus fine des perceptions et représentations des acteurs impliqués. L'extension de la période d'analyse au-delà de 2023 constituerait une avenue intéressante, compte tenu du dynamisme observé dans ces domaines. Une approche plus historique, permettant de remonter plus loin dans le temps pourrait également être intéressante. Les niveaux d'analyse pourraient également être élargis, pour mieux comprendre ce qui se passe au niveau humain. Enfin, cette approche pourrait être appliquée à d'autres enjeux, notamment sociaux, tels que la diversité, l'équité et l'inclusion, afin d'élargir la portée des résultats. Ces processus pourraient être vérifiés par l'entremise de l'émergence d'autres risques, comme le risque de la nature pour lequel le développement est plus récent et n'a pas autant de données que pour les changements climatiques. L'intelligence artificielle pourrait aussi être utilisée pour mener des études de nature plus quantitatives afin de tester empiriquement le processus. Les avenues de recherche proposées permettraient notamment de corroborer ou d'infirmer le processus ayant émergé dans cette étude en l'appliquant à divers environnements et divers acteurs.

Pour finaliser cette conclusion et cette thèse, seules quelques théories ont été mobilisées dans le cadre de cette étude. Avec les avenues de recherche mentionnées précédemment, d'autres approches pourraient être intégrées, telles que l'analyse des coalitions, l'analyse des ressources, l'analyse de la culture, l'apprentissage organisationnel ou encore la prise de décision.

En définitive, cette thèse illustre que la gouvernance d'entreprise, loin d'être un simple outil de conformité, constitue un levier stratégique permettant aux grands investisseurs en immobilier de jouer un rôle actif dans la transformation des pratiques face aux grands défis environnementaux de notre époque.

ANNEXE A

TABLEAU DÉTAILLÉ DE SÉLECTION DES JURIDICTIONS ET DES VILLES DU CONTEXTE MACRO

Ce tableau part du lieu d’incorporation des unités enchâssées sélectionnés, puis illustre un processus de sélection dégressif par critères de gauche à droite. Ainsi, tous les pays sont classés selon leur positionnement dans le classement en matière de règle de droit, ensuite sa présence dans les classements mondiaux des marchés immobiliers, puis leur positionnement dans le ND-Gain Country Index. Par la suite, les juridictions nationales et supranationales étudiées sont présentées et les quatre villes ayant le plus grand PIB dans chacune d’entre elles sont identifiées, seules celles qui sont membres du C40 sont conservées pour les fins d’analyse. Les juridictions et villes éliminées à un stade du processus, ne nécessitent plus l’attribution des critères suivants (zones grisées).

Lieu d'incorporation	Pays d'intérêt spécifique des investisseurs sélectionnés (selon les profils d'investisseur PERE)	Positionnement dans le classement de règle de droit (WBG, 2023b)	Classement dans les marchés immobiliers mondiaux (MSCI, 2022)	Positionnement dans le Climate ND-Gain Country Index scores (University of Notre Dame, 2023)	Juridiction nationale / supranationale étudiée	Les 4 villes ayant le plus grand PIB par juridiction étudiées (Australian Government, 2023b; Eurostat, 2023; Kenan Institute of Private Enterprise, 2023; Office for National Statistics, 2023; StatCan, 2022; Stats NZ, 2023; Wikipedia, 2023) ³⁵	Villes membres du C40 (C40Cities, 2023)	Villes étudiées
Québec	Canada	16 ^e place	7 ^e place	14 ^e place	Canada	1- Toronto	Oui	Toronto
Canada						2- Montréal	Oui	Montréal
						3- Vancouver	Oui	Vancouver
						4- Calgary	Non	
Californie	États-Unis	25 ^e place	1 ^{ère} place	17 ^e place	États-Unis	1- New York	Oui	New York
État de New York						2- Los Angeles	Oui	Los Angeles
						3- San Francisco	Oui	San Francisco
						4- Washington DC	Oui	Washington DC
Norvège		5 ^e place	19 ^e place	1 ^e place	Norvège	1- Oslo	Oui	Oslo
						2- Bergen	Non	
						3- Trondheim	Non	
						4- Stavanger	Non	
Pays-Bas		15 ^e place	12 ^e place	18 ^e place	Union européenne	1- Paris	Oui	Paris
						2- Madrid	Oui	Madrid

³⁵ Les villes du Japon ont été déterminé en observant les préfectures par leur PIB et en désignant leur ville principale sur une page Wikipédia reprenant les chiffres des statistiques nationales du Japon écrite en japonais.

	France	32 ^e place	6 ^e place	16 ^e place		3- Berlin	Oui	Berlin
	Allemagne	18 ^e place	5 ^e place	9 ^e place		4- Dublin	Non	
	Australie	20 ^e place	8 ^e place	12 ^e place	Australie	1- Sydney	Oui	Sydney
						2- Melbourne	Oui	Melbourne
						3- Perth	Non	
						4- Brisbane	Non	
	Royaume-Uni	24 ^e place	3 ^e place	10 ^e place	Royaume-Uni	1- Londres	Oui	Londres
						2- Manchester	Non	
						3- Birmingham	Non	
						4- Leeds	Non	
	Nouvelle-Zélande	8 ^e place	31 ^e place	8 ^e place	Nouvelle-Zélande	1- Auckland	Oui	Auckland
						2- Wellington	Non	
						3- Waikato	Non	
						4- Canterbury	Non	
	Japon	17 ^e place	2 ^e place	19 ^e place	Japon	1- Tokyo	Oui	Tokyo
						2- Osaka	Non	
						3- Nagoya	Non	
						4- Yokohama	Oui	Yokohama
	Singapour	3 ^e place	16 ^e place	5 ^e place	Singapour	1- Singapour	Oui	Singapour
	Hong-Kong	27 ^e place	9 ^e place	N/A				
	Brésil	121 ^e place						
	Chine	101 ^e place						
	Inde	96 ^e place						

ANNEXE B

TABLEAU DE SYNTHÈSE DES INITIATIVES INTERNATIONALES ET TRANSNATIONALES ÉTUDIÉES DANS CONTEXTE MÉSO

Ce tableau établit une liste des initiatives étudiées dans le cadre de la sous-question 2 en présentant pour chacune d'entre elles la période à laquelle elle appartient, son année de création, une description synthétique. Aussi, pour chaque période identifiée dans le chapitre 5, le nombre d'initiatives visant l'ESG en général, visant le climat et visant la biodiversité sont présentés avant le nombre total d'initiatives confondues pour la période.

Période	Année création	Initiative	Description	Classification	Nombre initiatives visant l'ESG en général	Nombre initiatives visant le climat	Nombre initiatives visant la biodiversité	Nombre d'initiatives dans la période
Avant 2015	1907	BOMA International	Initiative visant à représenter les acteurs de l'immobilier	ESG général	16	5	0	22
	1910	BOMA Canada	Initiative visant à représenter l'industrie canadienne de l'immobilier commercial	ESG général				
	1943	International Organization for Standardization (ISO)	Initiative visant à créer des normes internationales comportant les meilleures pratiques en matière de production de biens et de processus de gestion	ESG général				
	1979	Pension Real Estate Association (PREA)	Initiative visant à représenter et soutenir les fonds de pension et investisseurs institutionnels actifs dans l'immobilier commercial	ESG général				
	1989	Coalition for Environmentally Responsible Economies (Ceres)	Élaboration d'un code de conduite environnementale	ESG général				
	1993	United States Green Building Council (USGBC)	Initiative visant à transformer les bâtiments et les communautés pour avancer le bien être humain et environnemental	ESG général				
	1995	World Business Council for Sustainable Development (WBCSD)	Initiative visant à réunir les organisations pour les rendre plus durables	ESG général				
	1997	Global Reporting Initiative (GRI)	Initiative visant à faciliter la transparence et invitant les organisations à prendre la responsabilité de leurs impacts dans un langage commun	ESG général				
	1998	Green House Gas Protocol (GHG Protocol)	Initiative visant à établir des normes pour la comptabilisation des émissions de GES	Climat				

	1998	World Green Building Council (WGBC)	Initiative visant à catalyser les environnements bâtis durables et décarbonés	ESG général				
	1999	European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles (INREV)	Initiative visant à promouvoir les meilleures pratiques et la transparence pour les investisseurs en immobilier non coté en Europe	ESG général				
	1999	European Public Real Estate Association (EPRA)	Initiative visant à aider les investisseurs en immobilier	ESG général				
	2000	Carbon Disclosure Project (CDP)	Référenciel de divulgation sur le changement climatique	Climat				
	2001	Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC)	Initiative de collaboration sur des thématiques en lien avec les changements climatiques entre investisseurs meneurs	Climat				
	2002	Canada Green Building Council (CaGBC)	Initiative visant à encourager les pratiques du bâtiment durable	ESG général				
	2004	Alliance HQE-GBC (HQE)	Initiative visant à rassembler les professionnels pour un cadre de vie durable	ESG général				
	2006	Principes d'investissement responsables (PRI)	Initiative visant à proposer à l'industrie financière une meilleure compréhension des facteurs ESG	ESG général				
	2007	Climate Disclosure Standard Board (CDSB)	Cadre de divulgation permettant l'intégration des informations climatiques et environnementales dans les états financiers	Climat				
	2007	Deutsche Gesellschaft für Nachhaltiges Bauen (DGNB)	Initiative visant à faire du développement durable et de l'action climatique la nouvelle normalité	ESG général				
	2009	Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB)	Initiative permettant aux marchés financiers d'obtenir des informations ESG en immobilier applicables et comparables	ESG général				
	2011	Sustainability Accounting Standards Board (SASB)	Initiative visant à établir des normes pour la gestion des risques et opportunités liés au développement durable	ESG général				
	2012	2° Investing Initiative (D2II)	Initiative visant la création de recherches, d'outils et d'informations politiques pour aider les institutions financières et les régulateurs à accélérer et à s'adapter à la transition bas carbone	Climat				
2015	2015	Initiative Climat International (ICI)	Initiative visant à œuvrer pour atteindre les objectifs de l'accord de Paris	Climat	0	5	0	5

	2015	Paris Agreement Capital Transition Assessment (PACTA)	Mise à disposition gratuite d'un outil de scénario climatique identifiant les CAPEX et actifs industriels financés	Climat				
	2015	Partnership for Carbon Accounting Financials (PCAF)	Initiative facilitant l'évaluation et la divulgation des émissions carbone dans l'industrie financière	Climat				
	2015	Science Based Target initiative (SBTi)	Initiative ayant pour objectif de permettre aux entreprises et aux institutions financières de fixer et suivre leurs objectifs en matière d'émissions de GES	Climat				
	2015	Taskforce on Climate-related Financial Disclosure (TCFD)	Identification des informations nécessaires à la divulgation liés aux risques climatiques	Climat				
2016-2017	2017	Climate Action 100+ (CA 100+)	L'initiative a pour objectif notamment d'évaluer les actions d'entreprises à l'égard de la lutte aux changements climatiques	Climat	0	4	0	4
	2017	Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS)	Initiative identifiant les meilleures pratiques pour contribuer au développement environnemental et à la gestion de risques climatiques dans le système financier	Climat				
	2017	Transition Pathway Initiative (TPI)	Données sur les émissions de GES des grandes entreprises de secteurs émetteurs afin d'évaluer leur transition	Climat				
	2017	WE ARE STILL IN	Initiative visant à réunir des investisseurs, états, villes et organisations pour réaffirmer leur engagement envers l'Accord de Paris malgré le retrait des États-Unis	Climat				
2018-2020	2019	Partnership for Biodiversity Accounting Financials (PBAF)	Initiative visant à contribuer à la normalisation et évaluation des dépendances et des impacts de la biodiversité dans le secteur financier	Biodiversité	1	6	1	8
	2018	Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM)	Initiative visant à évaluer le risque carbone de l'industrie immobilière ainsi que les trajectoires dérivées des émissions de GES	Climat				
	2018	The Investor Agenda (TIA)	Consortium d'investisseurs visant à créer de meilleurs guides pour contrer les changements climatiques et accélérer la transition vers la carboneutralité	Climat				
	2019	Investor Leadership Network (ILN)	Initiative facilitant la collaboration des investisseurs institutionnels vers une économie globale durable et inclusive	ESG général				
	2019	Net Zero Asset Owner Alliance (NZAOA)	Initiative de collaboration des investisseurs institutionnels réalisant la transition de leurs portefeuilles pour devenir carboneutre d'ici 2050	Climat				

	2019	Paris Aligned Asset Owners (PAAO)	Initiative de collaboration entre des investisseurs visant à réaliser une transition de leurs investissements vers des portefeuilles net zéro d'ici 2050	Climat				
	2020	Net Zero Asset Manager Initiative (NZAMI)	Initiative de collaboration des gestionnaires d'actifs s'engageant à atteindre la carboneutralité d'ici 2050 pour maximiser la valeur long terme	Climat				
	2020	Race to Zero (R2Z)	Initiative de collaboration entre acteurs non-étatiques pour réduire les émissions de GES	Climat				
2021-2022	2021	Global Real Estate Engagement Network (GREEN)	Initiative de collaboration d'investisseurs de l'industrie immobilière visant à l'atteinte des objectifs climatiques de l'accord de Paris	Climat	2	3	5	10
	2021	Breakthrough Agenda (BA)	Initiative de collaboration internationale pour rendre les technologies propres et les solutions durables plus abordables, accessibles et attractives	Climat				
	2021	Exploring Natural Capital Opportunities, Risks and Exposure (ENCORE)	Initiative aidant les institutions financières à mieux comprendre les dépendances de l'économie et la nature	Biodiversité				
	2021	Finance for Biodiversity Foundation (FBF)	Initiative visant à soutenir l'action et la collaboration entre les institutions financières	Biodiversité				
	2021	Glasgow Financial Alliance for Net Zero (GFANZ)	Coalition d'alliances financières pour la carboneutralité	Climat				
	2021	International Sustainability Standards Board (ISSB)	Développement de normes résultant en une base globale de divulgation en matière de développement durable	ESG général				
	2021	Nature Action 100 (NA100)	Initiative visant à soutenir une ambition et action plus forte des entreprises à l'égard de la biodiversité et le risque qu'il représente en évaluant les entreprises	Biodiversité				
	2021	Race to Resilience (R2R)	Initiative de stimulation de l'investissement en résilience climatique par les solutions naturelles	Biodiversité				
	2021	Taskforce on Nature-related Financial Disclosure (TNFD)	Initiative visant à fournir aux décideurs d'affaires et de marchés de capitaux une meilleure qualité d'information	Biodiversité				
	2021	Value Reporting Foundation (VRF)	Développant des standards de divulgation intégré combinant performance financière et extra-financière	ESG général				

ANNEXE C

TABLEAU DÉTAILLÉ DE SÉLECTION DES UNITÉS ENCHÂSSÉES (Jusqu'au dernier des six cas sélectionnés)

Ce tableau illustre un processus de sélection dégressif par critères de gauche à droite. Ainsi, tous les propriétaires sont classés par ordre selon la valeur d'actifs immobiliers sous-gestion qu'ils détiennent et sont ensuite scrutés sous différents critères. Le premier est d'observer si l'investisseur fait partie des zones d'intérêts étudiées alors on le conserve et on étudie la caractéristique suivante. Dans le cas contraire, l'investisseur est automatiquement éliminé (zones grisées). Ce processus est réitéré pour chacun des investisseurs restants pour en conserver six qui répondent à tous les critères.

Organisation	Position dans le classement des propriétaires d'actif immobiliers (PERE, 2023)	Pays d'origine (PERE, 2023)	Adhésion aux PRI avant 2010 (PRI, 2026)	Institution active à long terme (UN Trade & Development - Global sustainable finance observatory, 2026)	Perspective long terme (GPTB, 2026)	Accès suffisant aux informations sur la période d'intérêt (2015 – 2023)	Sélection
GIC Private Limited	1	Singapour	Non				
Allianz Group	2	Allemagne	Oui – depuis 2011 (Allianz SE)	Assurance			
California Public Employees' Retirement System	3	États-Unis	Oui – depuis 2006	Fonds de pension public	77% en 2023 Classement 29 ^e /100	Non	
Abu Dhabi Investment Authority	4	Émirats arabes unis	Non				
Qatar Investment Authority	5	Qatar	Non				
California State Teachers' Retirement System	6	États-Unis	Oui – depuis 2008	Fonds de pension public	82% en 2023 Classement 20 ^e /100	Oui	Oui
TIAA	7	États-Unis	Oui – depuis 2018 (filiale Nuveen)				
Swiss Life	8	Suisse	Oui – depuis 2018				
AXA Group	9	France	Oui – depuis 2012	Assurance			
Assicurazioni Generali	10	Italie	Oui – depuis 2011	Assurance			
National Pension Service of Korea	11	Corée du sud	Oui – depuis 2009	Fonds de pension public	N/A		
Caisse de dépôt et placement du Québec	12	Canada	Oui – depuis 2006	Fonds de pension public	88% en 2023 Classement 7 ^e /100	Oui	Oui
CPP Investments	13	Canada	Oui – depuis 2006	Fonds de pension public	84% en 2023 Classement 14 ^e /100	Oui	Oui

Norges Bank Investment Management	14	Norvège	Oui – depuis 2006	Fonds souverain	94% en 2023 Classement 1 ^{er} /100	Oui	Oui
Washington State Investment Board	15	États-Unis	Non				
APG Asset Management	16	Pays Bas	Oui – depuis 2009	Fonds de pension public	87% en 2023 Classement 8 ^e /100	Oui	Oui
Bayerische Versorgungskammer	17	Allemagne	Oui – depuis 2011				
Teacher Retirement System of Texas	18	États-Unis	Non				
China Investment Corporation	19	Chine	Non				
BCI	20	Canada	Oui – depuis 2020				
Mubadala Investment Company	21	Émirats arabes unis	Non				
Japan Post Bank	22	Japon	Oui – depuis 2017				
Temasek	23	Singapour	Non				
New York State Common Retirement Fund	24	États-Unis	Oui – depuis 2006	Fonds de pension public	81% en 2023 Classement 22 ^e /100	Oui	Oui

Il est à noter que le classement *Global Investor 100* publié par PERE (Private Equity Real Estate), qui recense les plus importants allocateurs institutionnels à la classe d’actifs immobilier non coté à l’échelle internationale repose sur les engagements déclarés ou estimés en private real estate, incluant notamment les investissements directs, co-investissements, comptes séparés et participations dans des fonds immobiliers. Il n’intègre généralement pas l’immobilier coté (REITs) ni certaines expositions indirectes, ce qui peut conduire à sous-estimer l’allocation immobilière totale de certains investisseurs souverains ou multi-actifs.

Dans le cadre de cette recherche, les données PERE ont été mobilisées non pas à des fins de classement précis ligne par ligne, mais comme indicateur de positionnement relatif permettant de situer les investisseurs étudiés au sein des principaux allocateurs mondiaux en immobilier. Cette approche vise à renforcer la validité de l’échantillonnage théorique en confirmant le statut de leaders sectoriels des organisations retenues.

ANNEXE D

GUIDES D'ENTREVUE

Guide d'entrevue : Analyse multiniveau de l'adaptation des stratégies de gouvernance et de gestion des risques ESG des grands investisseurs en immobilier aux enjeux climatiques et de biodiversité

<i>Questions générales</i>	<i>Sous-questions</i>	<i>Section de l'enquêteur</i>
1- Quel est le nom de la division et de l'organisation pour laquelle vous travaillez actuellement ?		
2- Quel est votre titre ?		
3- Depuis combien de temps travaillez-vous dans le secteur de l'investissement en immobilier ?		
4- En quoi consiste votre travail (métier, fonction) ?	(4) Décrivez les principaux aspects de votre activité ?	
5- Quelles sont les différentes fonctions que vous avez exercées précédemment ?		
6- Comment des événements internationaux d'envergure, comme la COP21 sur les changements climatiques ou encore la COP15 sur la biodiversité, affectent la gouvernance des grands investisseurs en immobilier ?	(6) A. Diriez-vous qu'une intensification de l'intérêt pour ces thématiques a pris place dans votre organisation ? B. Diriez-vous que cela stimule l'innovation autour de la thématique d'intérêt ?	
7- Comment la gouvernance d'entreprise entame et déploie les changements nécessaires pour intégrer l'enjeu des changements climatiques ou encore de la biodiversité au sein de votre organisation ?	(7) A. Alignement avec mandat légal ? B. Formulation de la volonté d'intégrer la thématique ? C. Innovations à l'interne ? D. Formalisation dans des documents ? E. Développement de ressources dédiées ? F. Élargissement des capacités d'évaluation et suivi ?	
8- Comment la gouvernance d'entreprise se positionne-t-elle pour saisir les différentes opportunités lui permettant de contribuer au changement de son environnement ? Avec quel objectif ?	(8) A. Implication active dans des initiatives transnationales ? B. Cocréation d'initiatives transnationales ? C. Activisme actionnarial ? D. Quelle est la place de la collaboration dans ces actions ? E. Considérez-vous que cela vous permet d'influencer l'établissement des normes ?	
9- Comment évalueriez-vous l'impact des incitatifs (aides) et des mécanismes de contrôle (suivi) mis en place par les juridictions nationales sur l'émergence et la multiplication des initiatives internationales et transnationales ?	(9) A. Est-ce que cela permet d'en diminuer le nombre ? B. Est-ce que seule les plus pertinentes sont conservées ? C. Est-ce que d'autres mécanismes sont impliqués ? D. Adaptent-ils leurs implications en fonction de ces changements ?	
10- Comment la capacité d'agir des investisseurs a-t-elle évolué au fil du temps sur des thématiques telles que le changement climatique, qui bénéficie depuis plusieurs années d'une attention et d'un développement soutenus ?	(10) A. Considérez-vous que l'environnement est moins propice à l'innovation car plus institutionnalisé ?	
11- Comment les ressources déployées par votre organisation pour se conformer à la réglementation ont-elles évolué sur des thématiques telles que le changement climatique, qui fait l'objet d'une attention et d'un développement soutenus depuis plusieurs années ?	(11) A. Considérez-vous que ces ressources sont de plus en plus importantes à travers le temps ?	

12- Comment décririez-vous le rythme d'intégration des enjeux liés aux changements climatiques par rapport à ceux relatifs à la protection de la biodiversité, tant au sein de l'organisation que dans l'environnement institutionnel dans lequel elle évolue ?	(12) A. Considérez-vous qu'un changement plus rapide s'exerce sur la seconde thématique ?	

Toujours demander :

1. Avez-vous quelque chose à ajouter ?
2. Y a-t-il une ou des personnes que nous devrions rencontrer pour avoir des informations supplémentaires ? (leaders, experts, visionnaires, innovateurs en optimisation et valorisation du bâtiment durable)

Lexique :

- Lutte contre les changements climatiques : Par ce terme, il est entendu toutes les mesures d'adaptation et d'atténuation permettant de faire face aux changements climatiques.
- Protection de la biodiversité : Par ce terme, il est entendu toutes les mesures permettant de limiter la perte de biodiversité et même de la stimuler.

Interview Guide: Multilevel Analysis of the Adaptation of Governance and ESG Risk Management Strategies of Major Real Estate Investors to Climate and Biodiversity Challenges

<u>General Questions</u>	<u>Sub-questions</u>	<u>Investigator Section</u>
13- What is the name of the division and organization you currently work for?		
14- What is your title?		
15- How long have you been working in the real estate investment sector?		
16- What does your work involve (role, function)?	(4) Describe the main aspects of your activity?	
17- What different roles have you previously held?		
18- How do major international events such as COP21 on climate change or COP15 on biodiversity impact the governance of major real estate investors?	(6) A. Would you say there has been a growing interest in these topics within your organization? B. Would you say this stimulates innovation around the topic of interest?	
19- How does corporate governance initiate and implement the necessary changes to integrate climate change or biodiversity issues within the organization?	(7) A. Alignment with legal mandate? B. Expression of the willingness to integrate the topic? C. Internal innovations? D. Formalization in documents? E. Development of dedicated resources? F. Expansion of evaluation and monitoring capabilities?	

20-	How does corporate governance position itself to seize opportunities to contribute to changes in its environment? With what objective?	(8) A. Active involvement in transnational initiatives? B. Co-creation of transnational initiatives? C. Shareholder activism? D. What is the role of collaboration in these actions? E. Do you consider that this enables you to influence the establishment of standards?	
21-	How would you evaluate the impact of incentives (support) and control mechanisms (monitoring) implemented by national jurisdictions on the emergence and proliferation of international and transnational initiatives?	(9) A. Does it help reduce their number? B. Are only the most relevant ones retained? C. Are other factors involved? D. Do they adapt their involvement according to these changes?	
22-	How is the ability of investors to act evolving over time on issues such as climate change, which has been the subject of sustained attention and development for several years?	(10) A. Do you consider the environment to be less conducive to innovation because it is more institutionalized?	
23-	How are the resources required for regulatory compliance evolving over time on issues such as climate change, which has been the subject of sustained attention and development for several years?	(11) A. Do you consider these resources to be increasingly significant over time?	
24-	How would you describe the pace of change between integrating climate change and integrating biodiversity protection within the organization and in its operating environment?	(12) A. Do you consider that change is happening faster on the latter topic?	

Always ask:

1. Do you have anything to add?
2. Are there any individuals we should meet for additional information (leaders, experts, visionaries, innovators in sustainable building optimization and enhancement)?

Glossary:

Climate Change Mitigation: Refers to all adaptation and mitigation measures aimed at addressing climate change.

Biodiversity Protection: Refers to all measures aimed at limiting biodiversity loss and even enhancing it.

ANNEXE E

TABLEAU DU NOMBRE DE MESURES STRUCTURANTES PAR ANNÉE ET PAR JURIDICTION

Ce tableau vise à illustrer le nombre de mesures structurantes que les juridictions ont établies pour chacune des années étudiées. Sont considérées comme structurantes les mesures ayant force contraignante et portée significative : lois nationales, réglementations contraignantes à l'échelle nationale ou européenne, création d'institutions permanentes (GEFD, CAFD, GFIT, FSOC), mécanismes de tarification carbone, obligations de divulgation avec force légale, plans nationaux dotés de budgets substantiels (>1 milliard) et réformes majeures des codes de construction.

Année	Juridiction	Nombre de mesures	Nom des mesures structurantes	Total
2015	Australie	1	Obligation divulgation risques matériels (bourse)	4
	Japon	2	Loi amélioration consommation énergétique bâtiments / Code gouvernance corporatif (Tokyo Stock Exchange)	
	Royaume-Uni	1	MEES (Minimum Energy Efficiency Standard)	
2016	Canada	1	Approche pancanadienne tarification carbone	3
	Norvège	1	Codes construction + Interdiction chauffage fossile 2020	
	États-Unis	1	Bulletin interprétatif fonds pension ESG (DOL)	
2017	Australie	1	Document FSC - Gouvernance ESG gestionnaires actifs	5
	Canada	1	Fonds économie faibles émissions carbone (2 milliards \$CA)	
	Singapour	1	Réglementation surfaces végétalisées (40% remplacement)	
	Union européenne	2	Divulgation obligatoire information ESG marchés / Amendement directive droits actionnaires	
2018	Canada	1	Création GEFD (Groupe experts finance durable)	7
	Japon	2	Plans durabilité bâtiments (construction bois) / Lignes directrices divulgation environnementale MOEJ	
	Royaume-Uni	1	Code gouvernance entreprise (vision long terme)	
	Singapour	2	Code gouvernance corporatif MAS / Carbon Pricing Act (5\$ SG/tonne)	
	Union européenne	1	Directive performance énergétique bâtiments (7 éléments)	
2019	Australie	1	Lignes directrices gouvernance 4e édition	11
	Canada	2	Loi tarification pollution GES / Rapport GEFD (15 recommandations)	

	Japon	1	Promotion énergies renouvelables + Financements	
	Royaume-Uni	2	Climate Change Act - Amendment 100% réduction 2050 / Règles prudentielles assureurs/banques + FCA	
	Singapour	1	Création GFIT (Green Finance Industry Taskforce)	
	Union européenne	2	SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) / Fonds pension - Divulgaration ESG	
	États-Unis	2	NY Climate Leadership and Community Protection Act / LL 97 NYC - Limites émissions GES bâtiments	
2020	Canada	1	Mise à jour plan climatique - Subventions rénovation (2,6 milliards \$CA)	16
	Japon	2	Carboneutralité 2050 + Green Growth Strategy / PRI investisseurs institutionnels	
	Norvège	1	Stratégie climatique et énergétique Oslo	
	Nouvelle-Zélande	1	Loi planification urbaine	
	Royaume-Uni	2	UK ETS (Système échange droits émissions) / TCFD FCA - Divulgaration obligatoire	
	Singapour	3	Lignes directrices gestion risque environnemental - Gestionnaires / Lignes directrices gestion risque environnemental - Banques / Lignes directrices gestion risque environnemental - Assureurs	
	Union européenne	4	Vague rénovation réglementaire européenne / Système européen échange quotas émission (bâtiments) / Taxinomie européenne / Stratégie biodiversité 2030	
	États-Unis	2	Modification bulletin pension (anti-ESG) / Règle SEC divulgation environnementale	
2021	Australie	1	Guide pratiques prudentielles risques climatiques APRA	18
	Canada	2	Création CAFD (Conseil action finance durable) / Loi cibles nationales réduction - Carboneutralité 2050	
	Japon	2	Green Growth Strategy - Mise à jour (net zéro 2030/2050) / Code gouvernance actualisé - TCFD obligatoire	
	Norvège	1	Code norvégien gouvernance corporative	
	Nouvelle-Zélande	1	Financial Market Conduct Act - Divulgaration climat	
	Royaume-Uni	2	Heat and Buildings Strategy / Net Biodiversity Gain (10% habitats)	
	Singapour	2	Proposition taxinomie environnementale GFIT / Plan vert 2030 + Singapore Green Building Master plan	
	Union européenne	3	Stratégie adaptation 'Bâtir Europe résiliente' / Gestionnaires fonds alternatifs - Durabilité / Directive assurances - Dimension durable	
	États-Unis	4	Réintégration Accord de Paris / FSOC - Rapport risques climatiques système financier / Climate and ESG Task Force SEC / Bipartisan Infrastructure Law (1 200 milliards \$US)	
2022	Australie	2	Code national construction / Climate-Related Financial Disclosure - Consultation	19
	Canada	2	Engagement divulgation TCFD obligatoire / Mandat CAFD - Taxinomie verte	
	Japon	3	Normes conservation énergétique obligatoires 2025 / Protection 30% terres/océans (COP15) / Divulgaration facteurs ESG entreprises publiques	
	Nouvelle-Zélande	2	Normes divulgation XRB / Building Act - Amendements (évaluation énergétique + déchets)	
	Royaume-Uni	2	Rapport Building to net zero (ACV obligatoire) / TCFD obligatoire entreprises 500€M revenus	

	Singapour	1	Taxinomie environnementale v2 - Peaufinée	
	Union européenne	2	CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) / Paquet protection Nature (biodiversité)	
	États-Unis	5	Marketing Rule SEC / Investment Company Act - Catégories environnement/climat / National Building Performance Standards Coalition / Inflation Reduction Act (370 milliards \$US) / Proposition divulgation GES SEC	
2023	Australie	1	Consultation stratégie finance - Label produits	21
	Canada	3	Loi protection environnement - Divulgation GES / Règlement 51-120 AMF - Divulgation continue / Recommandations CAFD/CCNID - Alignement ISSB	
	Japon	2	Divulgation fiducies placement ESG / Mesures gros pollueurs (3000 tonnes GES/an)	
	Norvège	1	Divulgation impacts environnementaux obligatoire	
	Nouvelle-Zélande	3	Building Act - Cotes performance énergétique / Loi adaptation climatique / Loi environnement naturel et bâti	
	Royaume-Uni	2	Stratégie finance verte / SDR (Sustainability Disclosure Requirement)	
	Singapour	2	Code gouvernance amendé / Guide divulgation développement durable bourse	
	Union européenne	3	Standards EFRAG pour divulgation CSRD / Mécanisme ajustement carbone frontières / Réglementation notation ESG	
	États-Unis	4	Amendment Investment Company Act - Noms fonds / BGFRS - Principes gestion risques climatiques / Californie SB-253 - Divulgation GES portée 1,2,3 / Californie SB-261 - TCFD obligatoire	
Total	104			

ANNEXE F

CERTIFICAT D'ÉTHIQUE ET AVIS FINAL DE CONFORMITÉ



CIEREH-Legacy-modification

Titre du protocole : **Comment optimiser les impacts du bâtiment durable en gestion, évaluation et investissement d'actifs immobiliers ? Étude de différentes catégories d'actifs : immeubles commerciaux, immeubles institutionnels et immeubles à logements abordables**

Numéro(s) de projet : **2020-2983, 3856**

Formulaire : **FCIE-M-PRI-Legacy-26795**

Identifiant Nagano : **3856**

Date de dépôt initial du formulaire : **2025-08-26**

Chercheur principal (au CER Éval) : **Andrée De Serres**

Date de dépôt final du formulaire : **2025-08-26**

Date d'approbation du projet par le CER : **2019-12-04**

Statut du formulaire : **Formulaire approuvé**

Résumé des modifications

1. **Veuillez décrire sommairement les modifications que vous souhaitez apporter au projet de recherche**

Dépôt du guide d'entrevue en anglais, des formulaires de consentement en français et en anglais ainsi que de la lettre d'invitation en français et en anglais. Ces entrevues seront réalisées par l'étudiant Sylla Maldini dans le cadre de sa thèse de doctorat. Elles ont pour but de confirmer ou d'informer les résultats obtenus dans l'analyse des rapports annuels de 6 investisseurs institutionnels en immobilier.

Description de la demande

1. **Veuillez indiquer le titre complet du projet de recherche.**

Comment optimiser les impacts du bâtiment durable en gestion, évaluation et investissement d'actifs immobiliers ? Étude de différentes catégories d'actifs : immeubles commerciaux, immeubles institutionnels et immeubles à logements abordables

AVIS FINAL DE CONFORMITÉ

No. de certificat : 2020-2983

Date : 16 mars 2026

Nom de l'étudiant.e : Sylla Maldini (MALS17069505)

Titre du projet : Analyse multiniveau de l'adaptation des stratégies de gouvernance et de gestion des risques ESG des grands investisseurs en immobilier aux enjeux climatiques et de biodiversité

Programme d'étude : Doctorat en administration - 3451

Unité de rattachement : Département de stratégie, responsabilité sociale et environnementale

Direction de recherche : Andrée De Serres

OBJET : Avis final de conformité - doctorat

Selon les informations qui nous ont été fournies par la direction de recherche, le Comité institutionnel d'éthique de la recherche avec des êtres humains (CIEREH) confirme que **Sylla Maldini** a réalisé son doctorat sous la direction de Andrée De Serres conformément aux normes et politiques éthiques en vigueur, en tant que membre de l'équipe de recherche pour le projet couvert par le certificat d'éthique no. 2020-2983.

Merci de bien vouloir inclure le présent document et du certificat d'éthique susmentionné en annexe de votre travail de recherche.

Les membres du CIEREH vous félicitent pour la réalisation de votre recherche et vous offrent leurs meilleurs vœux pour la suite de vos activités.



Éric Dion, Ph.D.

Professeur, Département d'éducation et formation spécialisées

Président du CIEREH

Louis-Philippe Auger

Coordonnateur du CIEREH

Pour: Éric Dion
 Professeur
 Président du CIEREH

Signé le 2026-03-16 à 12:17

ANNEXE G

DÉCLARATION D'USAGE DE L'IAG

Il convient de mentionner les usages de l'intelligence artificielle générative (IAG) dans le cadre de cette thèse. Cet usage s'est fait de deux manières.

Tout d'abord, tel qu'indiqué dans les précisions méthodologiques du chapitre 6, il a été décidé de s'aider modérément de l'intelligence artificielle, et plus particulière de l'outil ChatGPT4, strictement pour la dimension descriptive et préliminaire des sept grandes thématiques. Ainsi, les codes initiaux présents dans chacune de ces sept grandes thématiques classifiées par années ont été scriptés dans un logiciel qui a permis par la suite de décrire de manière synthétique le contenu. La description fournie permettait de reprendre les grandes lignes des codages focalisés ou par pattern pour chacune des thématiques. En outre, chacune des descriptions proposées par le logiciel a fait l'objet d'une révision et d'une réécriture attentive. Cette intervention contrôlée et purement descriptive de l'intelligence artificielle a permis de passer plus de temps sur l'analyse des résultats.

Le deuxième usage a porté sur l'aide à la réécriture de certains des paragraphes de la thèse où ce même outil a été utilisé afin de réviser la syntaxe et l'orthographe.

Ainsi, j'ai utilisé les outils de l'IAG de façon prudente et modérée au niveau de la forme pour améliorer la fluidité du texte et en aucun cas l'analyse de son contenu.

Déclaration d'usage de l'IAG PhD en administration ESG UQAM :

Je confirme qu'une déclaration appropriée est incluse dans mes livrables pour assurer que mes contributions personnelles sont clairement identifiées par rapport à celles d'outils d'IAG.

Prénom et nom : Sylla Maldini

Date : 23 mars 2026

Signature :



BIBLIOGRAPHIE

- 2DII. (2021). *Climate Impact Management System for Financial Institutions*. <https://2degrees-investing.org/resource/climate-impact-management-system-for-financial-institutions/#:~:text=The%20Climate%20Impact%20Management%20System%20builds%20on%20existing%20standards%20and,Fls%20in%20setting%20up%20evidence%2D>
- 2DII. (2024). *Who we are*. <https://2degrees-investing.org/about-us/>
- A. J. Blinken. (2021). *The United States Officially Rejoins the Paris Agreement*. Dans U. S. D. o. State (dir.).
- Abbott, A. (1990). A primer on sequence methods. *Organization science*, 1(4), 375-392.
- Abera, Y. A. (2024). Sustainable building materials: A comprehensive study on eco-friendly alternatives for construction. *Composites and Advanced Materials*, 33, 26349833241255957.
- Abrahamson, E. (1991). Managerial Fads and Fashions: The Diffusion and Rejection of Innovations. *Academy of Management review*, 16, 586-612.
- Accounting and Corporate Regulatory Authority. (2023). *Turning Climate Ambition into Action in Singapore - Recommendations by the Sustainability Reporting Advisory Committee*.
- ACVM. (2010). *Avis 51-333 du personnel des ACVM Indications en matière d'information environnementale 27 octobre 2010*
- ACVM. (2018). *51-354 du personnel des ACVM Rapport relatif au projet concernant l'information fournie sur le changement climatique*.
- ACVM. (2019). *Avis 51-358 du personnel des ACVM Information sur les risques liés au changement climatique*.
- Information des fonds d'investissement au sujet des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance. (2022a). <https://fcnb.ca/sites/default/files/2022-01/2022-01-19-CSAN-81-334-F.pdf>
- ACVM. (2022b). *Les risques liés aux changements climatiques : le point sur les mesures mises en place par les institutions financières* [Rapport]. https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/grand_public/publications/professionnels/rapport-changements-climatiques_fr.pdf
- ACVM. (2024). *Présentation des ACVM*. <https://www.autorites-valeurs-mobilières.ca/survol/>
- Adams, C. A., Druckman, P. B. et Picot, R. C. (2020). Sustainable development goals disclosure (SDGD) recommendations. ACCA: London, UK.
- Adelstein, R. (2013). Firms as persons. *Papers in Political Economy*, 65(2), 161-182.
- Advancing Net Zero, WGB, Ramboll et C40Cities. (2019). *Bringing embodied carbon upfront - Coordinated action for the building and construction sector to tackle embodied carbon*. https://worldgbc.s3.eu-west-2.amazonaws.com/wp-content/uploads/2022/09/22123951/WorldGBC_Bringing_Embodied_Carbon_Upfront.pdf
- Agar, M. H. (1986). *Speaking of ethnography* (vol. 2). Sage.
- Agency for Natural Resources and Energy. (2021). *Strategic Energy Plan*.
- Aguiar, L. et Bandy, A. (2022). *Recent ESG Litigation and Regulatory Developments Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.
- Aguilera, R. V., Aragón-Correa, J. A., Marano, V. et Tashman, P. A. (2021). The corporate governance of environmental sustainability: A review and proposal for more integrated research. *Journal of Management*, 47(6), 1468-1497.
- Aguilera, R. V., Filatotchev, I., Gospel, H. et Jackson, G. (2008). An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarities. *Organization science*, 19(3), 475-492.

- Aguilera, R. V. et Jackson, G. (2010). Comparative and International Corporate Governance. *Academy of Management Annals*, 4(1), 485-556. <https://doi.org/10.5465/19416520.2010.495525>
- Aiken, M. T., Bacharach, S. B. et French, J. L. (1980). Organizational Structure, Work Process, and Proposal Making in Administrative Bureaucracies. *Academy of management journal*, 23, 631-652.
- Ajayi, S. O., Oyedele, L. O., Jaiyeoba, B., Kadiri, K. et David, S. A. (2016). Are sustainable buildings healthy? An investigation of lifecycle relationship between building sustainability and its environmental health impacts. *World Journal of Science, Technology and Sustainable Development*, 13(3), 190-204.
- Akahane, T., Yokoi, K. et Fujiki, T. (2021). *Overview of the Revised Act on the Promotion of Global Warming Countermeasures and its Practical Impact*.
- Akram, M. W., Mohd Zublie, M. F., Hasanuzzaman, M. et Rahim, N. A. (2022). Global Prospects, Advance Technologies and Policies of Energy-Saving and Sustainable Building Systems: A Review. *Sustainability (Switzerland)*, 14(3), 1316. <https://www.mdpi.com/2071-1050/14/3/1316>
- Alchian, A. A. et Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American economic review*, 62(5), 777-795.
- Aldolaim, S., Aldossary, L. A., Almomin, I. A. et Haitham, A. A. (2025). The lived experiences of pediatric nursing students following high-fidelity simulations and problem-based learning sessions. *BMC nursing*, 24(1), 1066.
- Aldrich, H. E. (2001). Who wants to be an evolutionary theorist? Remarks on the occasion of the year 2000 OMT distinguished scholarly career award presentation. *Journal of Management Inquiry*, 10(2), 115-127.
- Alexakis, K., Komninou, S., Kokkinakos, P. et Askounis, D. (2025). Climate-Sensitive Building Renovation Strategies: A Review of Retrofit Interventions Across Climatic and Building Typologies. *Sustainability (Switzerland)*, 17(18), 8187. <https://www.mdpi.com/2071-1050/17/18/8187>
- Alliance HQE-GBC France. (2018). *L'ÉCONOMIE CIRCULAIRE, TREMPLIN DU BÂTIMENT DURABLE POUR TOUS* <https://www.hqegbc.org/wp-content/uploads/2018/01/CadreEcoCircuBat-web-ok.pdf>
- Alliance HQE-GBC France. (2019a). *BÂTIMENTS NEUFS ET RENOVÉS AU REGARD DE L'ÉCONOMIE CIRCULAIRE - PREMIÈRES OBSERVATIONS*. https://www.hqegbc.org/wp-content/uploads/2020/12/BrochureTestHQEPerformance_EC-1.pdf
- Alliance HQE-GBC France. (2019b). *BÂTIMENTS RÉNOVÉS AU REGARD DE E+C- ET DE L'ÉCONOMIE CIRCULAIRE - PREMIÈRES OBSERVATIONS*. <https://www.hqegbc.org/wp-content/uploads/2019/01/20190131-Premieres-observations-Batiments-renoves-au-regard-de-EC-et-de-leconomie-circulaire.pdf>
- Alliance HQE-GBC France. (2019c). *Pour évaluer la performance environnementale des bâtiments rénovés et comparer leurs niveaux avec E+C-*. https://www.hqegbc.org/wp-content/uploads/2022/04/20181115_Guide_ACV_Batiment_Renovation_AddendumEC-.pdf
- Alliance HQE-GBC France. (2021a). *HQE SUSTAINABLE PLANNING - For the creation of sustainable territories*. <https://www.hqegbc.org/wp-content/uploads/2024/02/DEMARCHE-AMENAGEMENT-EN-5.pdf>
- Alliance HQE-GBC France. (2021b). *RÉSILIENCE ET ADAPTATION AU CHANGEMENT CLIMATIQUE - Pour un environnement bâti qui réponde aux enjeux d'aujourd'hui et de demain*. <https://www.hqegbc.org/wp-content/uploads/2022/02/HQE-Resilience-HDOK3.pdf>
- Alliance HQE-GBC France. (2022a). *Guide sur la richesse de l'ACV - Pourquoi et comment prendre en compte d'autres impacts que le changement climatique ?*. <https://www.hqegbc.org/wp-content/uploads/2022/09/HQE-GuideACV-EXE2-WEB-page.pdf>
- Alliance HQE-GBC France. (2022b). *PROGRAMME D'INNOVATION COLLABORATIVE NZC RÉNOVATION - Carnet des leviers bas-carbone pour la rénovation*. <https://www.hqegbc.org/wp-content/uploads/2022/01/NZC-Phase-3-LEVIERS-V06012022-1.pdf>

- Alliance HQE-GBC France. (2022c). *PROGRAMME D'INNOVATION COLLABORATIVE NZC RÉNOVATION - Optimisation et scénario NZC des cas génériques retenus*. <https://www.hqegbc.org/wp-content/uploads/2022/01/NZC-Phase-3-OPTIMISATIONS-V06012022.pdf>
- Alliance HQE-GBC France. (2024). *Missions et outils*. <https://www.hqegbc.org/qui-sommes-nous-alliance-hqe-gbc/missions-et-outils-alliance-hqe-gbc/>
- Alohan, E. O. et Oyetunji, A. K. (2021). Hindrance and Benefits to Green Building Implementation: Evidence from Benin City, Nigeria. *Real Estate Management and Valuation*, 29, 65 - 76.
- Altman, B. W. (1998, Jun 1998). Dissertation abstract: Corporate Community Relations in the 1990s: A Study in Transformation. *Business and Society*, 37(2), 221-227. <https://www.proquest.com/scholarly-journals/dissertation-abstract-corporate-community/docview/199383111/se-2?accountid=14719>
- Amel-Zadeh, A. et Serafeim, G. (2018, 2018/07/01). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
- Ametefe, F. K., Brenni, P. A. et Viruly, F. (2023). Sustainable real estate investment and finance in developing economies: challenges and opportunities. *Sustainable and Responsible Investment in Developing Markets*, 262-285.
- Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue (V-1.1, r. 24). (2023). <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilières/51-102/2023-06-09/2023juin09-51-102-vofficielle-fr.pdf>
- Amsellem, A., Baffoy, M.-L., Batsch, L., Burckel, D., Charpentier, L., Heurteux, B., Id Brik, J., de Kerangal, C., Le Diouron, T., Perrin, X., Picard, D., Ould Brahim, A., Toussaint, J. et Turcas, G. (2021). Chapitre 2. Les acteurs de l'immobilier. Dans *Management de l'immobilier* (p. 43-90). Vuibert. <https://doi.org/10.3917/vuib.burck.2021.01.0043>.
- Anderson, J. E., Wulffhorst, G. et Lang, W. (2015). Expanding the use of life-cycle assessment to capture induced impacts in the built environment. *Building and Environment*, 94, 403-416.
- Angus-Leppan, T., Metcalf, L. et Benn, S. (2010, 05/01). Leadership Styles and CSR Practice: An Examination of Sensemaking, Institutional Drivers and CSR Leadership. *Journal of Business Ethics*, 93, 189-213. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0221-y>
- Angwin, D. N. (2007). Agency theory perspective. Dans *Advanced Strategic Management. A Multi Perspective Approach*. Palgrave MacMillan.
- Antrop, M. (2000). Changing patterns in the urbanized countryside of Western Europe. *Landscape ecology*, 15(3), 257-270.
- APG. (2017a). *APG Annual Report 2017*. <https://apg.nl/en/about-apg/corporate-governance/>
- APG. (2017b). *Responsible Investment Report*. <https://apg.nl/media/nufdqvto/responsible-investment-report-2017.pdf>
- APG. (2020a). *APG Annual Report 2020*. <https://apg.nl/en/about-apg/corporate-governance/>
- APG. (2020b). *Responsible Investment Report*. <https://assetmanagement.apg.nl/responsible-investing/>
- APG. (2023). *APG Annual Report 2023*. <https://apg.nl/en/about-apg/corporate-governance/>
- Aragón-Correa, J. A., Marcus, A. A. et Vogel, D. (2020). The effects of mandatory and voluntary regulatory pressures on firms' environmental strategies: A review and recommendations for future research. *Academy of Management Annals*, 14(1), 339-365.
- Ardiani, N. A., Mohammadpourkarbasi, H. et Sharples, S. (2026). A Systematic Review of Multi-Objective Optimisation Building Energy Retrofit, with a Focus on Hot-Humid Climate Regions. *Energies*, 19(1), 122. <https://www.mdpi.com/1996-1073/19/1/122>
- Arndt, M. et Bigelow, B. (2000). Presenting Structural Innovation in an Institutional Environment: Hospitals' Use of Impression Management. *Administrative science quarterly*, 45, 494 - 522.

- Arun, M. et Gopan, G. (2025). Effects of natural light on improving the lighting and energy efficiency of buildings: toward low energy consumption and CO2 emission. *International Journal of Low-Carbon Technologies*, 20, 1047-1056. <https://doi.org/10.1093/ijlct/ctaf057>
- ASCI. (2018). AUSTRALIAN ASSET OWNER STEWARDSHIP CODE. https://acsi.org.au/wp-content/uploads/2020/01/AAOSC-The_Code.pdf
- Asher, C. C., Mahoney, J. M. et Mahoney, J. T. (2005). Towards a property rights foundation for a stakeholder theory of the firm. *Journal of Management & Governance*, 9(1), 5-32.
- Ashforth, B. E. et Gibbs, B. W. (1990). The double-edge of organizational legitimation. *Organization science*, 1(2), 177-194.
- Assylbekov, D., Nadeem, A., Hossain, M. A., Akhanova, G. et Khalfan, M. M. A. (2021). Factors Influencing Green Building Development in Kazakhstan. *Buildings*.
- ASX Corporate Governance Council of Institutional Investors. (2014). *Corporate Governance Principles and Recommendations*. <https://www.asx.com.au/documents/asx-compliance/cgc-principles-and-recommendations-3rd-edn.pdf>
- ASX Corporate Governance Council of Institutional Investors. (2019). *Corporate Governance Principles and Recommendations*. <https://www.asx.com.au/documents/asx-compliance/cgc-principles-and-recommendations-fourth-edn.pdf>
- Atkinson, P. A. et Coffey, A. (1997). Analysing documentary realities. Dans D. Silverman (dir.), *Qualitative Research: Theory, Method, and Practice*. London: SAGE Publications Ltd.
- Auckland Council. (2020). *Te Tāruke-ā-Tāwhiri: Auckland's Climate Plan*.
- Australian Building Codes Board. (2022). *National Construction Code*. <https://ncc.abcb.gov.au/>
- Australian Government. (2022a). *Annual Climate Change Statement 2022 - The first Annual Climate Change Statement to Parliament as required by the Climate Change Act 2022*. Dans E. Department of CLimate Change, the Environment and Water (dir.).
- Australian Government. (2022b). *Climate-related financial disclosure*. Dans T. Treasury (dir.).
- Australian Government. (2023a). *Climate-related financial disclosure* Dans T. Treasury (dir.).
- Australian Government. (2023b). *Experimental Gross Regional Product estimates*. <https://www.infrastructure.gov.au/sites/default/files/documents/bcarr-experimental-gross-regional-product-estimates-final.pdf>
- Australian Government. (2023c). *Sustainable Finance Strategy - Consultation paper*.
- Australian Government. (2025). *Trajectory for Low Energy Buildings*. <https://www.dcccew.gov.au/energy/energy-efficiency/buildings/trajectory-low-energy-buildings>
- Australian Prudential Regulation Authority. (2021). *Prudential practice guide - CPG 229 climate change financial risks*.
- Australian Securities & Investments Commission. (2019a). *Regulatory guide 228 - prospectuses: Effective disclosure for retail investors*.
- Australian Securities & Investments Commission. (2019b). *Regulatory guide 247 - effective disclosure in an operating and financial review*.
- Règlement 51-107 sur l'information liée aux questions climatiques. (2021). <https://lautorite.qc.ca/professionnels/reglementation-et-obligations/valeurs-mobilières/5-obligations-permanentes-des-emetteurs-et-des-inities-51-101-a-58-201/51-107-information-liee-aux-questions-climatiques>
- Ayuntamiento de Madrid. (2022). *Roadmap of climate neutrality by 2050*.
- Azasu, S. et Simons, R. A. (2018). What constitutes a research contribution in real estate related fields? A survey of journal editors. *Journal of Real Estate Literature*, 26(2), 263-290.
- Aziz, F., Adnan, Y. M., Baharum, Z. A. et Foudzy, N. M. (2024). CRITICAL REVIEW ON INSTITUTIONAL REAL ESTATE INVESTMENT DECISION-MAKING MODELS. *Journal of Surveying, Construction and Property*, 15(1), 15-28.

- Azote for Stockholm Resilience Centre et Stockholm University. (2016). *The SDGs wedding cake*.
- Badlam, J., D'Emidio, T., Dunn, R., Kumar, A. et O'Rourke, S. (2021). *The US Bipartisan Infrastructure Law: Breaking it down McKinsey & Company*.
- Badlam, J., Dunn, R., Kumar, A., Mehta, N. et O'Rourke, S. S. (2022). *Navigating the complexity of the Bipartisan Infrastructure Law McKinsey & Company*
- Baharetha, S., Al-Hammad, A. et Alshuwaikhat, H. (2013). Towards a unified set of sustainable building materials criteria. Dans *ICSDEC 2012: Developing the Frontier of Sustainable Design, Engineering, and Construction* (p. 732-740).
- Banda, M. et Mwange, A. (2023). Corporate Governance: A Theoretical Review. *Corporate Governance*, 15(16).
- Banister, D. (2008). The sustainable mobility paradigm. *Transport policy*, 15(2), 73-80.
- Banister, D. et Hickman, R. (2006). How to design a more sustainable and fairer built environment: transport and communications. (p. 276-291). IEE Proceedings-Intelligent Transport Systems, IET.
- Enhancing banks' and insurers' approaches to managing the financial risks from climate change. (2019). <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/supervisory-statement/2019/ss319.pdf?la=en&hash=7BA9824BAC5FB313F42C00889D4E3A6104881C44>
- Bardswick, K. (2023). *Recommandations du Conseil d'action en matière de finance durable (CAFD) au gouvernement du Canada sur l'amélioration des divulgations liées aux changements climatiques au Canada*. <https://www.canada.ca/content/dam/fin/programs-programmes/fsp-psf/SFAC-Disclosure-FR.pdf>
- Barman, E. (2018). Doing Well by Doing Good: A Comparative Analysis of ESG Standards for Responsible Investment. *Advances in Strategic Management*.
- Barzel, Y. (1982). Measurement cost and the organization of markets. *The journal of Law and Economics*, 25(1), 27-48.
- Battilana, J. (2006). Agency and institutions: The enabling role of individuals' social position. *Organization*, 13(5), 653-676.
- Battilana, J. et D'ahunno, T. (2009). Institutional work and the paradox of embedded agency. *Institutional work: Actors and agency in institutional studies of organizations*, 31, 58.
- Baum, A. et Hartzell, D. (2012). *Global property investment : strategies, structures, decisions*. Wiley-Blackwell. <http://site.ebrary.com/id/10509831>
- BDO. (2023). *Inflation Reduction Act: Costs and Benefits for Real Estate & Construction*. Dans BDO (dir.).
- Bebchuk, L. A., Cohen, A. et Hirst, S. (2017). The agency problems of institutional investors. *Journal of economic perspectives*, 31(3), 89-112.
- Beckert, J. (1999). Agency, Entrepreneurs, and Institutional Change. The Role of Strategic Choice and Institutionalized Practices in Organizations. *Organization studies*, 20(5), 777-799. <https://doi.org/10.1177/0170840699205004>
- Belghitar, Y., Clark, E. et Deshmukh, N. (2014). Does it pay to be ethical? Evidence from the FTSE4Good. *Journal of Banking and Finance*, 47, 54-62.
- Belidan, M. A. et Baghdad, H. (2024). Navigating materiality in sustainability reporting: A scoping review of single and double materiality approaches. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*.
- Bell, E. et Thorpe, R. (2013). *A very short, fairly interesting and reasonably cheap book about management research*. Sage.
- Benbasat, I., Goldstein, D. K. et Mead, M. (1987). The case research strategy in studies of information systems. *MIS quarterly*, 369-386.
- Benson, K. L. et Humphrey, J. E. (2008). Socially Responsible Investment Funds: Investor Reaction to Current and Past Returns. *Journal of Banking and Finance*, 32, 1850-1859.
- Berger, P. L. et Luckmann, T. (1966). *The social construction of reality : a treatise in the sociology of knowledge*. Doubleday.

- Bergeron, P. et Robitaille, É. (2013). *Accessibilité géographique aux commerces alimentaires au Québec: analyse de situation et perspectives d'interventions*.
- Berle, A. et Means, G. (1932). Private property and the modern corporation. *New York: Mac-millan*.
- Berlin. (2018). *BEK 2030 - Berlin Energy and Climate Protection Programme 2030*.
- Berliner Klimaschutz- und Energiewendegesetz - EWG Bln Vom 22. März 2016*. (2021). <https://gesetze.berlin.de/bsbe/document/jlr-EWendGBEV2IVZ>
- Principles for Climate-Related Financial Risk Management for Large Financial Institutions. (2023). <https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/srletters/SR2309.pdf>
- Biden, J. R. (2022). Executive Order 14072—Strengthening the Nation's Forests, Communities, and Local Economies. <https://www.presidency.ucsb.edu/documents/executive-order-14072-strengthening-the-nations-forests-communities-and-local-economies>
- Birkinshaw, J., Hamel, G. et Mol, M. J. (2008). Management innovation. *Academy of Management review*, 33(4), 825-845.
- Blair, M. (1995). Ownership and Control, the Brookings institution. *Washington, DC*, 35-51.
- Blair, M. M. (2005). Closing the Theory Gap: How the Economic Theory of Property Rights Can Help Bring “Stakeholders” Back into Theories of the Firm. *Journal of Management & Governance*, 9(1), 33-39. <https://doi.org/10.1007/s10997-005-1566-y>
- Blalock, H. M. (1972). *Social Statistics: 2d Ed*. McGraw-Hill.
- Blesia, J. U., Wild, S., Dixon, K. et Lord, B. R. (2021, 2021). Corporate community relations and development: engagement with indigenous peoples. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 12(4), 811-845. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/SAMPJ-10-2018-0278>
- Bloomberg Professional Services. (2023). *ESG disclosure linked to enhanced risk-reward in Singapore*.
- Bloor, D. (1991). *Knowledge and social imagery*. University of Chicago Press.
- Blumberg, A. E. et Feigl, H. (1931). Logical positivism. *The Journal of Philosophy*, 28(11), 281-296.
- Bolton, P., Despres, M., Da Silva, L. A. P., Samama, F. et Svartzman, R. (2020). The green swan. *BIS Books*.
- BOMA BEST. (2012). *BOMA BEST Application Guide - BOMA Building Environmental Standards Version 2*. <https://www.boma.bc.ca/media/14854/BOMA-BEST-V2-Application-Guide-FULL1.pdf>
- BOMA BEST. (2016). *GUIDE D’ACCOMPAGNEMENT BOMA BEST® POUR IMMEUBLES ÉCORESPONSABLES 3.0*. https://www.boma-quebec.org/boma/data/files/bibliotheque_virtuelle/guide-daccompagnement-boma-best-3_0-web.pdf
- BOMA BEST. (2024). *BOMA BEST Durable*. <https://fr.bomabestfieldguide.org/batiments-durables/>
- BOMA Canada. (2019a). *Guide d’apiculture urbaine 2019*. https://fr.bomacanada.ca/wp-content/uploads/2023/05/Alve_ole_Guide_d_apiculture_urbaine_BOMA_Canada_2019_French.pdf
- BOMA Canada. (2019b). *Is your building ready?* https://fr.bomacanada.ca/wp-content/uploads/2023/04/BOMA_Resilience_Brief_Eng_v5-2.pdf
- BOMA Canada. (2022). *L’économie circulaire dans l’immobilier commercial - Accent : L’approvisionnement circulaire*. https://fr.bomacanada.ca/wp-content/uploads/2023/05/BOMA_CircularEconomy_2021-FR-20210714.pdf
- BOMA Canada. (2023a). *Cultivating Change: Urban Farming in Commercial Real Estate*. <https://fr.bomacanada.ca/wp-content/uploads/2023/04/BOMA-Guide-MicroHabitat.pdf>
- BOMA Canada. (2023b). *RESILIENCE IN THE COMMERCIAL REAL ESTATE INDUSTRY PROTECTING VALUE FOR AN UNCERTAIN FUTURE*. https://fr.bomacanada.ca/wp-content/uploads/2023/04/ResilienceInTheCommercialRealEstateIndustry_EN_220713_small.pdf
- BOMA Canada. (2024). *About BOMA Canada*. <https://fr.bomacanada.ca/apercu/>
- BOMA Canada et flo. (2021). *Electric Vehicle Infrastructure Guide*. https://fr.bomacanada.ca/wp-content/uploads/2023/04/BOMA_EVI-Guideline.pdf

- BOMA International. (2013). Instructions for BOMA 360 Performance Program® Online Application. https://web.archive.org/web/20150513221414mp/http://www.boma.org/awards/360-program/Documents/BOMA_360_Instructions_Effective%20%20July%202013.pdf
- BOMA International. (2015). BOMA Energy Performance Contracting Model [BEPC]. <https://web.archive.org/web/20160426230626/http://boma.org/SiteCollectionDocuments/BEPC/BOMAbepcOverview.pdf>
- BOMA International. (2019). *Instructions for BOMA 360 Performance Program® Online Application*. https://www.boma.org/BOMA/Recognition-Awards/BOMA_360_Performance.aspx
- BOMA International. (2020). *Climate Policies : Carbon Reduction and the Targeting of Building Emissions* https://www.boma.org/BOMA/Advocacy/State_and_Local_Issues.aspx
- BOMA International. (2024a). *About BOMA*. <https://www.boma.org/BOMA/About-BOMA/BOMA/About-BOMA/Home.aspx?hkey=fb8af4e9-758e-4153-870a-6094beb03efb>
- BOMA International. (2024b). *The BOMA 360 Performance Program*. https://www.boma.org/BOMA/Recognition-Awards/BOMA_360_Performance.aspx
- BOMA International et Steven Winter Associates. (2023). *Electrification in commercial buildings*. https://www.boma.org/BOMA/Advocacy/State_and_Local_Issues.aspx
- Borromeo, M. R. E., Cabug-os, R. S., Maranan, T. M. C. et Yambao, F. M. P. (2025). Exploring the Role of Sustainable Real Estate Development as Long-Term Business Strategy: Challenges and Opportunities. *GAS Journal of Economics and Business Management (GASJEBM)*, 2(1), 38-44.
- Bowen, G. A. (2009). Document Analysis as a Qualitative Research Method. *Qualitative Research Journal*, 9(2), 27-40. <https://doi.org/10.3316/qri0902027>
- Boxenbaum, E. et Battilana, J. (2005). Importation as innovation: Transposing managerial practices across fields. *Strategic Organization*, 3(4), 355-383.
- Brammer, S., Jackson, G. et Matten, D. (2012). Corporate social responsibility and institutional theory: New perspectives on private governance. *Socio-economic review*, 10(1), 3-28.
- Braun, V. et Clarke, V. (2022). *Thematic analysis : a practical guide*. SAGE.
- Breakthrough Agenda. (2024). *BREAKTHROUGH AGENDA*. <https://breakthroughagenda.org/#targets>
- Breuer, W. et Nadler, C. (2012). Real estate and real estate finance as a research field—an international overview. Dans W. Breuer et C. Nadler (dir.), *Real Estate Finance* (p. 5-52). Gabler Verlag. https://doi.org/10.1007/978-3-8349-3864-0_2.
- Brickley, J. A., Lease, R. C. et Smith, C. W. (1988, 1988/01/01/). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90047-5](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90047-5)
- BRICS. (2023). *XV BRICS Summit Johannesburg II Declaration - BRICS and Africa: Partnership for Mutually Accelerated Growth, Sustainable Development and Inclusive Multilateralism*. Sandton, Gauteng, Afrique du Sud.
- Bromley, P. et Powell, W. W. (2012). From Smoke and Mirrors to Walking the Talk: Decoupling in the Contemporary World. *The Academy of Management Annals*, 6, 483-530.
- Brooks, M. et McArthur, J. (2019). Drivers of investment in commercial real estate sustainability: 2006–2018. *Journal of Sustainable Real Estate*, 11(1), 130-155.
- Brounen, D. et Eichholtz, P. M. (2003). Property, common stock, and property shares. *The journal of portfolio management*, 29(5), 129-137.
- Brown, A. D. (1998). Narrative, Politics and Legitimacy in an IT Implimentation. *Journal of management studies*, 35, 35-58.
- Bruner. (1973). Going beyond the information given. *Beyond the information given*, 143-175.
- Bruner, J. (1986). *Actual Minds, Possible Worlds*. Harvard University Press. <http://www.jstor.org/stable/j.ctv26070s7>
- Bruner, J. (1990). *Acts of meaning*. Harvard university press.

- BSIF. (2023). *Gestion des risques climatiques*. <https://www.osfi-bsif.gc.ca/fr/consignes/repertoire-consignes/gestion-risques-climatiques>
- Building and Construction Authority. (2021). *Green Mark 2021*. https://www1.bca.gov.sg/docs/default-source/docs-corp-buildsg/sustainability/20211028_certification-standard_r1-1.pdf
- Building and Construction Authority. (2025). *Green Mark Certification Scheme*. <https://www1.bca.gov.sg/buildsg/sustainability/green-mark-certification-scheme>
- Building and Construction Authority et Singapore Green Building Council. (2022). *Singapor Green Building Masterplan*. https://www1.bca.gov.sg/docs/default-source/docs-corp-buildsg/sustainability/20220726_singapore-green-building-masterplan-booklet.pdf?sfvrsn=151fba03_8
- Burrell, G. et Morgan, G. (1979). Sociological paradigms and organizational analysis. *Elements of the sociology of corporate life*.
- Burton, S. (2012). *Handbook of sustainable refurbishment: housing*. Routledge.
- Bushee, B. J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 73(3), 305-333. <http://www.jstor.org.proxy.bibliotheques.uqam.ca/stable/248542>
- Butera, S., Christensen, T. H. et Astrup, T. F. (2015). Life cycle assessment of construction and demolition waste management. *Waste Management*, 44, 196-205. <https://doi.org/10.1016/j.wasman.2015.07.011>
- Buysse, K. et Verbeke, A. (2003). Proactive environmental strategies: A stakeholder management perspective. *Strategic management journal*, 24(5), 453-470.
- C40Cities. (2023). *Our Cities*. <https://www.c40.org/cities/>
- CA 100+. (2021a). *Climate Action 100+ Net-Zero Company Benchmark - Updates for the March 2022 Benchmark Assessments, October 2021*. <https://www.climateaction100.org/wp-content/uploads/2022/03/Benchmark-v1.1-summary-pack-Oct21.pdf>
- CA 100+. (2021b). *Climate Action 100+ Net-Zero Company Benchmark v1.1: March 2022*. https://www.climateaction100.org/wp-content/uploads/2021/11/CA100-CTI_CAP-Accounting-and-Audit-Indicator-methodology-Nov-21.pdf
- CA 100+. (2021c). *Climate Action 100+ Net Zero Company Benchmark*. <https://www.climateaction100.org/wp-content/uploads/2021/03/CA100-Disclosure-Indicators-assessment-methodology-March-2021.pdf>
- CA 100+. (2022). *Climate Action 100+ Net Zero Company Benchmark v1.2: October 2022*. <https://www.climateaction100.org/wp-content/uploads/2021/10/V1.1-Disclosure-Framework-assessment-methodology-Oct21.pdf>
- CA 100+. (2024). *ABOUT CLIMATE ACTION 100+*. <https://www.climateaction100.org/about/>
- Cabeza, L. F., Rincón, L., Vilariño, V., Pérez, G. et Castell, A. (2014). Life cycle assessment (LCA) and life cycle energy analysis (LCEA) of buildings and the building sector: A review. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 29, 394-416.
- Cabinet Secretariat, Ministry of Economy, T. a. I., , Cabinet Office, Financial Services Agency, Ministry of Internal Affairs and Communications, Ministry of Foreign Affairs, Ministry of Education, C., Sports, Science and, Technology, Ministry of Agriculture, F. a. F., , Ministry of Land, I., Transport and Tourism,, et Ministry of the Environment of Japan. (2020). *Green Growth Strategy Through Achieving Carbon Neutrality in 2050*.
- Cabinet Secretariat, Ministry of Economy Trade and Industry, Cabinet Office, Financial Services Agency, Ministry of Internal Affairs and Communications, Ministry of Foreign Affairs, Ministry of Education Culture Sports Science and Technology, Ministry of Agriculture Forestry and Fisheries, Ministry of Land Infrastructure, T. a. T. et Ministry of the Environment. (2021). *Green Growth Strategy Through Achieving Carbon Neutrality in 2050*.

- https://www.meti.go.jp/english/policy/energy_environment/global_warming/ggs2050/pdf/ggs_full_en1013.pdf
- CAGBC. (2016). *Les bâtiments comme solutions au changement climatique*. [https://portal.cagbc.org/cagbcdocs/2016_Les B%C3%A2timents Comme Solutions au Changement 3.pdf](https://portal.cagbc.org/cagbcdocs/2016_Les_B%C3%A2timents_Comme_Solutions_au_Changement_3.pdf)
- CAGBC. (2017). *A roadmap for retrofits in Canada : charting a path forward for large buildings*. [https://portal.cagbc.org/cagbcdocs/advocacy/CaGBC Roadmap for Retrofits in Canada 2017 EN web.pdf](https://portal.cagbc.org/cagbcdocs/advocacy/CaGBC_Roadmap_for_Retrofits_in_Canada_2017_EN_web.pdf)
- CAGBC. (2019). *TRADING UP - Equipping Ontario Trades with the Skills of the Future*. [https://portal.cagbc.org/cagbcdocs/advocacy/CaGBC Trading Up Skills Analysis Report 2019.pdf](https://portal.cagbc.org/cagbcdocs/advocacy/CaGBC_Trading_Up_Skills_Analysis_Report_2019.pdf)
- CAGBC. (2020a). *ACCELERATING TO ZERO - Upskilling for Engineers, Architects, and Renewable Energy Specialists*. [https://portal.cagbc.org/cagbcdocs/advocacy/CAGBC Accelerating To Zero Carbon Skills Gap Report.pdf](https://portal.cagbc.org/cagbcdocs/advocacy/CAGBC_Accelerating_To_Zero_Carbon_Skills_Gap_Report.pdf)
- CAGBC. (2020b). *CANADA'S GREEN BUILDING ENGINE - Market Impact and Opportunities in a Critical Decade*. [https://portal.cagbc.org/cagbcdocs/advocacy/CaGBC CanadasGreenBuildingEngine EN.pdf](https://portal.cagbc.org/cagbcdocs/advocacy/CaGBC_CanadasGreenBuildingEngine_EN.pdf)
- CAGBC. (2021). *Décarbonation des grands bâtiments du Canada : Rapport sommaire*. [https://portal.cagbc.org/cagbcdocs/advocacy/2021 CaGBC Decarbonization-Retrofit-Costing-Study 2DEC21 FR.pdf](https://portal.cagbc.org/cagbcdocs/advocacy/2021_CaGBC_Decarbonization-Retrofit-Costing-Study_2DEC21_FR.pdf)
- CAGBC. (2023). *Building Our Future - A Low-Carbon Training Strategy for the Trades*. https://www.cagbc.org/wp-content/uploads/2024/03/Building-our-Future_A-Low-Carbon-Training-Strategy-for-the-Trades.pdf
- CAGBC. (2024a). *Ce que nous faisons*. Récupéré le 23/01/2024 de <https://www.cagbc.org/fr/>
- CAGBC. (2024b). *Défi Divulgateur*. <https://www.cagbc.org/fr/notre-travail/initiatives/defi-divulgateur/>
- Calcs. (2023). *National Construction Code 2022: What You Need to Know*. <https://calcs.com/blog/ncc-2022>
- Calhoun, C. (1993). *Habitus, field, and capital: The question of historical specificity*. *Bourdieu: critical perspectives*, 1(1).
- AB-32 *Air pollution: greenhouse gases: California Global Warming Solutions Act of 2006*. (2006). https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billTextClient.xhtml?bill_id=200520060AB32
- SB-100 *California Renewables Portfolio Standard Program: emissions of greenhouse gases*. (2018). https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billNavClient.xhtml?bill_id=201720180SB100
- SB-253 *Climate Corporate Data Accountability Act*. (2023a). https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billNavClient.xhtml?bill_id=202320240SB253
- California legislature. (2023b). *SB-261 Greenhouse gases: climate-related financial risk*. https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billNavClient.xhtml?bill_id=202320240SB261
- CalSTRS. (2017a). *Annual Comprehensive Financial Report*. <https://web.archive.org/web/20181201120732/https://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/cafr2017.pdf>
- CalSTRS. (2017b). *Sustainability Report*. <https://web.archive.org/web/20181201113917/https://www.calstrs.com/report/2016-17-sustainability-report>
- CalSTRS. (2020a). *Annual Comprehensive Financial Report*. <https://web.archive.org/web/20210301020331/https://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/cafr2020.pdf?1608578677>
- CalSTRS. (2020b). *Sustainability Report*. <https://www.calstrs.com/files/0da5eb4a9/sustainability-report-2020.pdf>

- CalSTRS. (2023a). *Annual Comprehensive Financial Report*.
<https://www.calstrs.com/files/c92dd4f59/ACFR2022-23.pdf>
- CalSTRS. (2023b). *Sustainability Report*.
<https://www.calstrs.com/files/faad3ab32/SustainabilityReport2022-23.pdf>
- Capital Markets Modernization Taskforce. (2021). *Capital Markets Modernization Taskforce - Final report*.
<https://files.ontario.ca/books/mof-capital-markets-modernization-taskforce-final-report-en-2021-01-22-v2.pdf>
- Caravaggio, N., Caravella, S., Ishizaka, A. et Resce, G. (2019). Beyond CO2: A multi-criteria analysis of air pollution in Europe. *Journal of Cleaner Production*, 219, 576-586.
- Cardoni, A. et Kiseleva, E. (2023). *Sustainable governance : concept, metrics and contexts*. Springer.
<https://doi.org/10.1007/978-3-031-37492-0>
- Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business horizons*, 34(4), 39-48.
- Carroll, A. B. (2016, 2016/07/05). Carroll's pyramid of CSR: taking another look. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 1(1), 3. <https://doi.org/10.1186/s40991-016-0004-6>
- Cartier, V. (2021). *Divulgation obligatoire d'information relative au climat: êtes-vous prêt?*
- Cartwright, N. (2020). Middle-range theory. *Theoria: An International Journal for Theory, History and Foundations of Science*, 35(3), 269-323.
- Cathcart, J., Henn, M., Hopkins, G. et Schantz, M. (2020). *Unlocking Hidden Value in Class B/C Office Buildings: Best Practices for Pursuing Low-Cost, High-Impact Energy Efficiency and Green Leasing Strategies*. www.boma.org/classbcenergyefficiency
- CBD. (2022). "Kunming-Montreal Global Biodiversity Framework.
- CCAC. (2025). Norway. <https://www.ccacoalition.org/partners/norway>
- CDP. (2020). *CDP pioneers new temperature rating of companies for investors*.
<https://www.cdp.net/en/articles/investor/cdp-new-temperature-rating-for-investors>
- CDP. (2024a). *CDP Matchmaker advances the implementation of climate-resilient projects*.
<https://www.cdp.net/en/cities/sustainable-infrastructure/matchmaker>
- CDP. (2024b). *Celebrating 20 years of CDP*. <https://www.cdp.net/en/info/about-us/20th-anniversary#34e2d1989a1dbf75cd631596133ee5ee>
- CDP. (2024c). *Climetrics*. <https://www.cdp.net/en/investor/climetrics>
- CDP, CDSB, GRI, IR et SASB. (2020). *Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting : Summary of alignment discussions among leading sustainability and integrated reporting organisations CDP, CDSB, GRI, IIRC and SASB* [Statement of Intent].
<https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2023/01/Statement-of-Intent-to-Work-Together-Towards-Comprehensive-Corporate-Reporting.pdf>
- CDP et WWF. (2024). *The CDP-WWF Temperature Rating methodology*.
<https://www.cdp.net/en/investor/temperature-ratings/cdp-wwf-temperature-ratings-methodology>
- CDPQ. (2017a). *2017 Annual Report*.
https://www.lacaisse.com/sites/default/files/medias/pdf/en/ra/ra2017_rapport_annuel_en.pdf
- CDPQ. (2017b). *2017 Stewardship Investing*.
https://www.lacaisse.com/sites/default/files/medias/pdf/en/ra/id2017_rapport_investissement_durable_en.pdf
- CDPQ. (2020a). *2020 Annual Report*.
https://www.lacaisse.com/sites/default/files/medias/pdf/en/ra/ra2020_rapport_annuel_en.pdf
- CDPQ. (2020b). *2020 Stewardship Investing*.
https://www.lacaisse.com/sites/default/files/medias/pdf/en/rid2020_rapport_investissement_durable_en.pdf

- CDPQ. (2023a). 2023 Annual Report. https://www.lacaisse.com/sites/default/files/medias/pdf/en/ra/2023_cdpq_annual_report.pdf
- CDPQ. (2023b). 2023 Stewardship Investing. https://www.lacaisse.com/sites/default/files/medias/pdf/en/2023_cdpq_sustainable_investing_report.pdf
- CDSB. (2018). Looking back at 10 years of CDSB. <https://www.cdsb.net/blog-news/cdsb-framework/796/looking-back-10-years-cdsb>
- CDSB. (2020a). Accounting for climate Integrating climate-related matters into financial reporting. https://www.cdsb.net/sites/default/files/cdsb_climateaccountingguidance_s_110121.pdf
- CDSB. (2020b). Application Guidance for climate-related disclosure. https://www.cdsb.net/sites/default/files/climateguidancedoublepage_disclaimer.pdf
- CDSB. (2021a). CDSB Framework - Application guidance for biodiversity-related disclosures. https://www.cdsb.net/sites/default/files/biodiversity-application-guidance-single_disclaimer.pdf
- CDSB. (2021b). CDSB Framework - Application guidance for water-related disclosures. https://cdn.cdp.net/cdp-production/comfy/cms/files/files/000/005/523/original/cdsb_waterguidance_double170819.pdf
- CDSB. (2022). Building the TCFD Knowledge Hub.
- CDSB et CDP. (2018). First Steps - Corporate climate and environmental disclosure under the EU Non-Financial Reporting Directive. https://www.cdsb.net/sites/default/files/cdsb_nfrd_first_steps_2018.pdf
- CDSB et SASB. (2019). TCFD Implementation Guide - Using SASB Standards and the CDSB Framework to Enhance Climate-Related Financial Disclosures in Mainstream Reporting. https://www.cdsb.net/sites/default/files/sasb_cdsb-tcf-d-implementation-guide-a4-size-cdsb.pdf
- CE. (2019). COMMUNICATION DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU CONSEIL EUROPÉEN, AU CONSEIL, AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN ET AU COMITÉ DES RÉGIONS Le pacte vert pour l'Europe : Commission Européenne.
- CE. (2020a). Communication de la commission au parlement européen, au conseil, au comité économique et social européen et au comité des régions — stratégie de l'ue en faveur de la biodiversité à l'horizon 2030 ramener la nature dans nos vies. Bruxelles : Commission Européenne.
- CE. (2020b). Communication de la commission au parlement européen, au conseil, au comité économique et social européen et au comité des régions - Une vague de rénovations pour l'europe: Verdir nos bâtiments, créer des emplois, améliorer la qualité de vie. Bruxelles : Commission Européenne.
- Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1255 of 21 April 2021 amending Delegated Regulation (EU) No 231/2013 as regards the sustainability risks and sustainability factors to be taken into account by Alternative Investment Fund Managers (Text with EEA relevance). (2021a). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv%3AOJ.L_.2021.277.01.0011.01.ENG&toc=OJ%3AL%3A2021%3A277%3ATOC
- CE. (2021b). Communication de la commission au parlement européen, au conseil, au comité économique et social européen et au comité des régions — bâtir une europe résiliente – la nouvelle stratégie de l'union européenne pour l'adaptation au changement climatique. Bruxelles : Commission Européenne.
- Règlement délégué (UE) 2019/981 de la Commission du 8 mars 2019 modifiant le règlement délégué (UE) 2015/35 complétant la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (solvabilité II) (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE.). (2021c). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX%3A32019R0981>

- Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937. (2022a). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0071>
- CE. (2022b). *Proposal for a regulation of the european parliament and of the council on nature restoration*. Bruxelles : Commission Européenne.
- Commission Delegated Regulation (EU) 2023/2772 of 31 July 2023 supplementing Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council as regards sustainability reporting standards. (2023). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:32023R2772>
- CE. (2024). *Report on the monitoring of climate-related risk to financial stability*. https://finance.ec.europa.eu/publications/report-monitoring-climate-related-risk-financial-stability_en
- CE. (2025). *Waste Framework Directive*. Commission Européenne. https://environment.ec.europa.eu/topics/waste-and-recycling/waste-framework-directive_en
- Ceres. (2024a). Ceres Accelerator for Sustainable Capital Markets. <https://www.ceres.org/accelerator>
- Ceres. (2024b). *Learn about our mission, our history, and more*. <https://www.ceres.org/about>
- Ceres. (2024c). *Valuing Water Finance Initiative*. <https://www.ceres.org/water/valuing-water-finance-initiative>
- Chalmers, A. F. (1999). *What is this thing called science?*. St. Lucia : Univ. of Queensland Press.
- Chamasemani, N. F., Kelishadi, M., Mostafaei, H., Najvani, M. A. D. et Mashayekhi, M. (2024). Environmental Impacts of Reinforced Concrete Buildings: Comparing Common and Sustainable Materials: A Case Study. *Construction Materials*, 4(1), 1-15. <https://www.mdpi.com/2673-7108/4/1/1>
- Chandler, A. D. (1969). *Strategy and structure : chapters in the history of the industrial enterprise*. M.I.T. Press.
- Charpentier, L., Delaire, C., Heno, G., Delaire, C., Charpentier, L., Mahboub, A. et Ould Brahim, A. (2021). Chapitre 12. L'immobilier, support d'investissement. Dans *Management de l'immobilier* (p. 437-463). Vuibert. <https://doi.org/10.3917/vuib.burck.2021.01.0437>.
- Charreaux, G. (1997). *Le gouvernement des entreprises: Corporate Governance: théories et faits*.
- Charreaux, G. et Desbrières, P. (1998). Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale. *Finance contrôle stratégie*, 1(2), 57-88.
- Chen, L., Darko, A., Adegoriola, M. I., Chan, A. P. C., Yang, Y. et Tetteh, M. O. (2024). Challenges to energy retrofitting of existing office buildings in high-rise high-density cities: The case of Hong Kong. *Energy and Buildings*.
- Chen, M., von Behren, R. et Mussalli, G. (2021). The unreasonable attractiveness of more ESG data. *Available at SSRN 3881366*.
- Cheng, X., Wang, H. et Wang, X. (2022). Common institutional ownership and corporate social responsibility. *Journal of Banking & Finance*, 136, N.PAG-N.PAG. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106218>
- Chiang, K. C., Wachtel, G. J. et Zhou, X. (2019). Corporate social responsibility and growth opportunity: The case of real estate investment trusts. *Journal of Business Ethics*, 155(2), 463-478.
- Christensen, H. B., Hail, L. et Leuz, C. (2021, 2021/09/01). Mandatory CSR and sustainability reporting: economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 1176-1248. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609-5>
- Christensen, P. H., Robinson, S. et Simons, R. (2022). Institutional investor motivation, processes, and expectations for sustainable building investment. *Building Research & Information*, 50(3), 276-290. <https://doi.org/10.1080/09613218.2021.1908878>

- Christensen, P. H., Robinson, S. J. et Simons, R. A. (2018). The influence of energy considerations on decision making by institutional real estate owners in the US. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 94, 275-284.
- Chuang, L.-M. et Lee, Y.-P. (2023). Toward Sustainable Development: The Causes and Consequences of Organizational Innovation. *Sustainability (Switzerland)*, 15(10), 8017. <https://www.mdpi.com/2071-1050/15/10/8017>
- Chun, G. H., Sa-Aadu, J. et Shilling, J. D. (2004, 2004/11/01). The Role of Real Estate in an Institutional Investor's Portfolio Revisited. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 29(3), 295-320. <https://doi.org/10.1023/B:REAL.0000036675.46796.21>
- Ciesielska, M. et Jemielniak, D. (2018). Qualitative methodologies in organization studies.
- CISL. (2019a). *Physical risk framework: Understanding the impact of climate change on real estate lending and investment portfolios*. <https://www.cisl.cam.ac.uk/resources/sustainable-finance-publications/physical-risk-framework-understanding-the-impact-of-climate-change-on-real-estate-lending-and-investment-portfolios>
- CISL. (2019b). *Transition risk framework - Managing the impacts of the low carbon transition on infrastructure investments* <https://www.cisl.cam.ac.uk/system/files/documents/cisl-climate-wise-transition-risk-framework-report.pdf>
- CISL. (2022). *Climate Tango: Principles for integrating physical and transition climate-risk assessment with sectoral examples*. <https://www.cisl.cam.ac.uk/resources/publications/climate-tango-principles-integrating-physical-and-transition-climate-risk>
- The Charter. (2022). https://codelibrary.amlegal.com/codes/san_francisco/latest/sf_environment/0-0-0-577
- City of Los Angeles. (2019). *GEEN NEW DEAL PLAN*. <https://plan.mayor.lacity.gov/las-green-new-deal/targets>
- City of Melbourne. (2018). *Climate Change Mitigation Strategy To 2050*
- City of Melbourne. (2022). *Building towards zero carbon target*. <https://www.melbourne.vic.gov.au/news-and-media/Pages/Building-towards-zero-carbon-target.aspx>
- City of Oslo. (2020). *Climate Strategy for Oslo towards 2030*
- City of Sydney. (2021a). *Environmental Strategy 2021 - 2025*.
- City of Sydney. (2021b). *Greening Sydney Strategy*.
- City of Yokohama. (2018). *Yokohama City Action Plan for Global Warming Countermeasures*. https://www.city.yokohama.lg.jp/lang/overseas/climatechange/contents/zcy/actionplan.files/0003_20200731.pdf
- Clark, G. L. et Monk, A. H. B. (2017). *Institutional investors in global markets*. Oxford University Press.
- Clarke, A. E. (2005). *Situational Analysis: Grounded Theory After the Postmodern Turn*. SAGE Publications. <https://books.google.ca/books?id=juxbjObVVBwC>
- Clarke, T. (2021). *Corporate governance : a survey*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/9781108966719>
- Clement, V., Rigaud, K. K., de Sherbinin, A., Jones, B., Adamo, S., Schewe, J., Sadiq, N. et Shabahat, E. (2021). *Groundswell part 2: Acting on internal climate migration*.
- Climate Change Act. (2008). <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2008/27?view=plain>
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm [Article]. *Economica*, 4(16), 386-405. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>
- Coddington, J. S., Roosth, R. G., Troutman, W. L. et Beeton, R. (2023). ESG factors remain relevant to ERISA fiduciaries after Biden vetoes resolution targeting ERISA investing rule. *Norton Rose Fulbright*. <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/publications/86c565e6/esg-factors-remain-relevant-to-erisa-fiduciaries-after-biden-vetoes-resolution>

- Commonwealth of Australia. (2019). *Australia's Strategy for Nature 2019-2030 - Australia's national biodiversity strategy and action plan*.
- Conseil d'action en matière de finance durable. (2022). Rapport sur la feuille de route de la taxonomie Mobiliser la finance pour une croissance durable en définissant les investissements verts et les investissements de transition. <https://www.canada.ca/content/dam/fin/publications/sfac-camfd/2022/09/2022-09-fra.pdf>
- Conseil d'action en matière de finance durable. (2023). *Septième réunion plénière*.
- Cortazzi, M. (1994). Narrative analysis. *Language Teaching*, 27(3), 157-170. <https://doi.org/10.1017/S026144480007801>
- COSO et WBCSD. (2018). *Enterprise Risk Management - Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks*. https://docs.wbcsd.org/2018/02/COSO_WBCSD_ESGERM.pdf
- Council of Institutional Investors. (2023). *Policies on Corporate Governance*. https://www.cii.org/corp_gov_policies
- Covaleski, M. A. et Dirsmith, M. W. (1988). An Institutional Perspective on the Rise, Social Transformation, and Fall of a University Budget Category. *Administrative science quarterly*, 33(4), 562-587. <https://doi.org/10.2307/2392644>
- Cowell Clarke. (2022). *National Construction Code 2022 – New edition coming soon*.
- Coyne, I. T. (1997). Sampling in qualitative research. Purposeful and theoretical sampling; merging or clear boundaries? *Journal of advanced nursing*, 26(3), 623-630.
- CPPIB. (2017a). *2017 Report on Sustainable Investing*. <https://www.cppinvestments.com/wp-content/uploads/2024/06/SI-Report-2017-EN.pdf>
- CPPIB. (2017b). *INVESTING FOR OUR CONTRIBUTORS & BENEFICIARIES*. https://www.cppinvestments.com/wp-content/uploads/2019/09/2017_Annual_Report.pdf
- CPPIB. (2020a). *2020 Annual Report*. <https://www.cppinvestments.com/wp-content/uploads/2020/05/cpp-investments-annual-report-2020-en.pdf>
- CPPIB. (2020b). *2020 Report on Sustainable Investing*. <https://www.cppinvestments.com/wp-content/uploads/2024/06/SI-Report-2020-EN.pdf>
- CPPIB. (2023a). *2023 Report on Sustainable Investing*. <https://www.cppinvestments.com/wp-content/uploads/2023/12/SI-Report-2023-EN.pdf>
- CPPIB. (2023b). *Annual Report 2023*. https://www.cppinvestments.com/wp-content/uploads/2023/10/CPP-Investments_F2023-Annual-Report.pdf
- Creed, W. D., Scully, M. A. et Austin, J. R. (2002). Clothes make the person? The tailoring of legitimating accounts and the social construction of identity. *Organization science*, 13(5), 475-496.
- CRREM. (2024). *CRREM Phase II*. <https://www.crrem.org/about-crrem-phase-ii/>
- CRREM, EPRA, HINES et UNEP FI. (2023). *Embodied Carbon of Retrofits - Ensuring the ecological payback of energetic retrofits*. https://www.epra.com/application/files/4416/9582/6042/Report_Embodied_carbon_vs_operational_savings_Sep23.pdf
- Cunha, F. A. F. d. S., Meira, E. et Orsato, R. J. (2021). Sustainable finance and investment: Review and research agenda. *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 3821-3838. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/bse.2842>
- Cvijanovic, D., Milcheva, S. et Van de Minne, A. (2021). Impact of institutional investors on real estate risk. *Available at SSRN 3942539*.
- Czarniawska, B. (2004). *Narratives in social science research*. Sage.
- da Silva Costa, T. M. T. T. M. (2023). Analysis of the contribution of building rehabilitation to the achievement of SDG 11. *Journal of Building Pathology and Rehabilitation*, 8(2).

- Dacin, M. T., Goodstein, J. et Scott, W. R. (2002). Institutional Theory and Institutional Change: Introduction to the Special Research Forum. *Academy of management journal*, 45(1), 45 - 56. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2002.6283388>
- Daft, R. L. et Becker, S. W. (1978). The innovative organization: Innovation adoption in school organizations.
- Damanpour, F. (1987). The Adoption of Technological, Administrative, and Ancillary Innovations: Impact of Organizational Factors. *Journal of Management*, 13, 675 - 688.
- Damanpour, F. (1988). Innovation Type, Radicalness, and the Adoption Process. *Communication Research*, 15, 545 - 567.
- Damanpour, F. (1991). Organizational Innovation: A Meta-Analysis of Effects of Determinants and Moderators. *The Academy of Management Journal*, 34(3), 555-590. <https://doi.org/10.2307/256406>
- Damanpour, F. (2014). Footnotes to Research on Management Innovation. *Organization studies*, 35(9), 1265-1285. <https://doi.org/10.1177/0170840614539312>
- Damanpour, F. et Aravind, D. (2012). Managerial Innovation: Conceptions, Processes and Antecedents. *Management and Organization Review*, 8, 423 - 454.
- Damanpour, F. et Evan, W. M. (1984). Organizational innovation and performance: The problem of "organizational lag." *Administrative science quarterly*, 29, 392.
- Danner-Schröder, A., Mahringer, C., Sele, K., Jarzabkowski, P., Rouleau, L., Feldman, M., Pentland, B., Huysman, M., Sergeeva, A. V., Gherardi, S., Sutcliffe, K. M. et Gehman, J. (2025). Tackling Grand Challenges: Insights and Contributions From Practice Theories. *Journal of Management Inquiry*, 34(2), 143-166. <https://doi.org/10.1177/10564926241292262>
- Das, R., Jain, K. K. et Mishra, S. K. (2018). Archival research: a neglected method in organization studies. *Benchmarking: An International Journal*, 25(1), 138-155. <https://doi.org/10.1108/bij-08-2016-0123>
- Dasso, J. et Woodward, L. (1980). Real estate education: past, present and future—the search for a discipline. *Real Estate Economics*, 8(4), 404-416.
- Davis, G. F. (1991). Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network. *Administrative science quarterly*, 583-613.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D. et Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management review*, 22(1), 20-47.
- Dawson, P. (1994). *Organizational Change: A Processual Approach* (vol. 18).
- de Lima Filho, J. A., Vieira, R. J. A. G., de Souza, C. A. M., Ferreira, F. F. et de Oliveira, V. M. (2021, 2021/02/15/). Effects of habitat fragmentation on biodiversity patterns of ecosystems with resource competition. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 564, 125497. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.physa.2020.125497>
- De Serres, A. (2005). Une analyse comparative: des stratégies d'intervention en matière de gouvernance éet de responsabilité sociale des entreprises aux États-Unis, au Royaume-Uni et en France. *Revue des Sciences de Gestion*.
- De Serres, A. et Maldini, S. (2025). L'intégration des impacts sociaux, économiques et environnementaux dans la gestion des enjeux ESG des propriétaires et investisseurs en immobilier commercial. Dans H. e. B. H. Khemakhem, S. (dir.), *Le futur est ESG* (p. 79-106).
- De Serres, A., Sicotte, H., Dongmo, N., Duchesne, E. et Gagnon, S. (2018). Comment implanter la gestion de l'énergie dans les immeubles.
- de Zwaan, L., Brimble, M. et Stewart, J. (2015, 2015). Member perceptions of ESG investing through superannuation. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 6(1), 79-102. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/SAMPJ-03-2014-0017>
- Deakin, S., Gindis, D. et Hodgson, G. M. (2021). What is a firm? A reply to Jean-Philippe Robé. *Journal of Institutional Economics*, 17(5), 861-871.

- Deakin, S., Gindis, D. et Hodgson, G. M. (2022). A further reply to Jean-Philippe Robé on the firm. *Journal of Institutional Economics*, 18(4), 703-706. <https://doi.org/10.1017/S1744137422000042>
- Deakin, S., Gindis, D., Hodgson, G. M., Huang, K. et Pistor, K. (2017). Legal institutionalism: Capitalism and the constitutive role of law. *Journal of Comparative Economics*, 45(1), 188-200.
- Deephouse, D. L., Bundy, J., Tost, L. P. et Suchman, M. C. (2017). Organizational legitimacy: Six key questions. *The Sage handbook of organizational institutionalism*, 4(2), 27-54.
- Delmas, M. A. et Montes-Sancho, M. J. (2011). US state policies for renewable energy: Context and effectiveness. *Energy Policy*, 39(5), 2273-2288.
- Deloitte. (2010). *Avis 51-333 du personnel des ACVM : Indications en matière d'information environnementale En quoi est-ce important ? Quelles en sont les conséquences ?* <https://www.iasplus.com/en/binary/ca/1011csastaffnotice51-333fr.pdf>
- Delubac, A. (2023). SBTi (Science-based Targets Initiative) : ce qu'il faut savoir. <https://greenly.earth/fr-fr/blog/guide-entreprise/sbti-science-based-targets-initiative-ce-qu'il-faut-savoir>
- Department for Business and Trade. (2023). *UK Sustainability Reporting Standards*. <https://www.gov.uk/guidance/uk-sustainability-disclosure-standards>
- Department for Business, E. I. S. et The Rt Hon Chris Skidmore MP. (2019). *UK becomes first major economy to pass net zero emissions law*. GOV.UK.
- Department for Business, E. I. S. et The Rt Hon Kwasi Kwarteng MP. (2021). *Plans unveiled to decarbonise UK power system by 2035*. <https://www.gov.uk/government/news/plans-unveiled-to-decarbonise-uk-power-system-by-2035>
- Mobilising green investment: 2023 green finance strategy. (2023). <https://www.gov.uk/government/publications/green-finance-strategy/mobilising-green-investment-2023-green-finance-strategy>
- The Energy Efficiency (Private Rented Property) (England and Wales) Regulations 2015. (2015). <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2015/962/made>
- Dew, N. (2006). Institutional entrepreneurship: A Coasian perspective. *The International Journal of Entrepreneurship and Innovation*, 7(1), 13-22.
- Dewar, R. E. et Dutton, J. E. (1986). The Adoption of Radical and Incremental Innovations: An Empirical Analysis. *Management Science*, 32, 1422-1433.
- Dey, I. (1993). *Qualitative data analysis : a user-friendly guide for social scientists*. New York, NY : Routledge.
- DGNB. (2018). *Life Cycle Assessments - a guide on using the LCA*. https://issuu.com/dgnb1/docs/180320_dgnb_lca_guide_en
- DGNB. (2019). *Circular Economy - Closing loops meand being fit for the future*. https://issuu.com/dgnb1/docs/dgnb_report_circular_economy-en_issue_einzelseiten
- DGNB. (2020a). *Climate positive: now!* https://issuu.com/dgnb1/docs/dgnb_brochure_climate_positive_en_issue
- DGNB. (2020b). *CO2 accounting tool for the application of the "Framework for carbon neutral buildings and sites" published by DGNB and the DGNB System for Buildings In Use, Version 2020*.
- DGNB. (2022). *GUIDE TO CLIMATE POSITIVE BUILDING STOCK*. <https://issuu.com/dgnb1/docs/dgnb-guide-to-climate-positive-building-stock>
- DGNB. (2024). *ABOUT DGNB*. <https://www.dgnb.de/en/dgnb/about-dgnb>
- Dhuoki, R. M. S. B., Karaaslan, M., Kareem, I. M. et Ahmed, A. M. (2024). Assessing Radon Exhalation Rates from Building Tiles: Implications for Sustainability and Indoor Air Quality. *Engineering, Technology & Applied Science Research*.
- diBEK Berlin. (2023). *Field of Action : Buildings*. https://dibek.berlin.de/?lang=en#caption_c2c10
- DiMaggio, P. J. (1988). Interest and agency in institutional theory. Dans L. G. Zucker (dir.), *Institutional Patterns and Organizations: Culture and Environment* (p. 3-21).

- DiMaggio, P. J. et Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American sociological review*, 147-160.
- Direction générale de la stabilité financière, d. s. f. e. d. l. u. d. m. d. c. (2023). *Train de mesures sur la finance durable*. https://finance.ec.europa.eu/publications/sustainable-finance-package-2023_en?prefLang=fr&etrans=fr
- Code of the District of Columbia. (2023). <https://code.dccouncil.gov/us/dc/council/code/titles/6/chapters/14A>
- Dixit, A. K. (1998). *The making of economic policy: A transaction-cost politics perspective*. MIT press.
- DNV et WBCSD. (2021). *Improving stakeholder governance - Aligning corporate purpose and the business model*. <https://www.wbcd.org/contentwbc/download/13158/193108/1>
- Dobbin, F. (2010). *Thomas B. Lawrence, Roy Suddaby, and Bernard Leca, eds.: Institutional work: Actors and agency in institutional studies of organizations* : SAGE Publications Sage CA: Los Angeles, CA.
- DOL. (2016). *Interpretive Bulletin Relating to the Exercise of Shareholder Rights and Written Statements of Investment Policy, Including Proxy Voting Policies or Guidelines*.
- Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights. (2020a). <https://www.federalregister.gov/documents/2020/12/16/2020-27465/fiduciary-duties-regarding-proxy-voting-and-shareholder-rights>
- Financial Factors in Selecting Plan Investments. (2020b). <https://www.federalregister.gov/documents/2020/11/13/2020-24515/financial-factors-in-selecting-plan-investments>
- Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights. (2023). <https://www.federalregister.gov/documents/2022/12/01/2022-25783/prudence-and-loyalty-in-selecting-plan-investments-and-exercising-shareholder-rights>
- DOL. (2024). *Employee Retirement Income Security Act (ERISA)*. <https://www.dol.gov/general/topic/retirement/erisa#:~:text=The%20Employee%20Retirement%20Income%20Security,for%20individuals%20in%20these%20plans>.
- Donaldson, T. et Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management review*, 20(1), 65-91. <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/amr.1995.9503271992>
- Donnelly, J. et Wellmeyer, P. (2023). *Guest Post: SEC Steps up Enforcement on ESG Reporting with Climate Disclosure Rules Looming*. Dans M. Segal (dir.). UCI Paul Merage School of Business.
- Drennan, M. P. et Kelly, H. F. (2011). Measuring urban agglomeration economies with office rents. *Journal of Economic Geography*, 11(3), 481.
- Dridi, A. (2017). Analyse du processus d'émergence et de développement des indicateurs du bâtiment durable: le cas du Québec.
- Dunham, L., Freeman, R. E. et Liedtka, J. (2006). Enhancing stakeholder practice: A particularized exploration of community. *Business Ethics Quarterly*, 16(1), 23-42.
- Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L. et Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693-714.
- Eccles et Viviers. (2011). The Origins and Meanings of Names Describing Investment Practices that Integrate a Consideration of ESG Issues in the Academic Literature. *Journal of Business Ethics*, 104(3), 389-402. <http://www.jstor.org.proxy.bibliotheques.ugam.ca/stable/41476095>
- Eccles, R. (2023). *The Curious Case Of The Complex Contortions Concerning ESG In The State Of Alaska* *Forbes*.
- Eccles, R. G., Lee, L.-E. et Strohle, J. C. (2020). The social origins of ESG: An analysis of Innovest and KLD. *Organization & Environment*, 33(4), 575-596.

- Economidou, M., Atanasiu, B., Despret, C., Maio, J., Nolte, I. et Rapf, O. (2011). *Europe's buildings under the microscope-A country-by-country review of the energy performance of buildings*, viewed Feb, 2015.
- EFRAG. (2021). *Proposals for a relevant and dynamic EU sustainability reporting standard-setting* (European Financial Reporting Advisory Group, éd.) [Rapport]. https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-03/210308-report-efrag-sustainability-reporting-standard-setting_en.pdf
- Eichholtz, P., Kok, N. et Quigley, J. M. (2010). Doing well by doing good? Green office buildings. *American Economic Review*, 100(5), 2492-2509.
- Eisenhardt, K. M. (1989a). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management review*, 14(1), 57-74.
- Eisenhardt, K. M. (1989b). Building theories from case study research. *Academy of Management review*, 14(4), 532-550.
- Eisenhardt, K. M. et Graebner, M. E. (2007). Theory building from cases: Opportunities and challenges. *Academy of management journal*, 50(1), 25-32.
- ENCORE. (2024). About. <https://encorenature.org/en/about/about-encore>
- The Basic Act for Establishing a Sound Material-Cycle Society (Act No.110 of 2000) . (2000). <https://www.env.go.jp/recycle/low-e.html>
- Environnement et Changement climatique Canada. (2020). *Un environnement sain et une économie saine - Le plan climatique renforcé du canada pour créer des emplois et soutenir la population, les communautés et la planète*. <https://www.canada.ca/fr/services/environnement/meteo/changementsclimatiques/plan-climatique/survol-plan-climatique/environnement-sain-economie-saine.html>
- Environnement et Changement climatique Canada. (2023). *Vers une stratégie canadienne 2030 pour la biodiversité*.
- Environnement et Changements climatiques Canada. (2021). *Mesures climatiques du canada pour un environnement sain et une économie saine*. <https://www.canada.ca/fr/services/environnement/meteo/changementsclimatiques/plan-climatique/survol-plan-climatique/mesures-environnement-sain-economie-saine.html>
- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for Automatic Commercial Ice Makers. (2015a). <https://www.federalregister.gov/documents/2015/01/28/2015-00326/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-automatic-commercial-ice-makers>
- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for General Service Fluorescent Lamps and Incandescent Reflector Lamps. (2015b). <https://www.federalregister.gov/documents/2015/01/26/2015-00317/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-general-service-fluorescent-lamps-and>
- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for Packaged Terminal Air Conditioners and Packaged Terminal Heat Pumps. (2015c). <https://www.federalregister.gov/documents/2015/07/21/2015-16897/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-packaged-terminal-air-conditioners-and>
- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for Dehumidifiers. (2016a). <https://www.federalregister.gov/documents/2016/06/13/2016-12881/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-dehumidifiers>
- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for Refrigerated Bottled or Canned Beverage Vending Machines. (2016b). <https://www.federalregister.gov/documents/2016/01/08/2015-33074/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-refrigerated-bottled-or-canned>

- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for Residential Boilers. (2016c). <https://www.federalregister.gov/documents/2016/01/15/2016-00025/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-residential-boilers>
- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for Residential Dishwashers. (2016d). <https://www.federalregister.gov/documents/2016/12/13/2016-29328/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-residential-dishwashers>
- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for Ceiling Fans. (2017a). <https://www.federalregister.gov/documents/2017/01/19/2017-00474/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-ceiling-fans>
- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for Dedicated-Purpose Pool Pumps. (2017b). <https://www.federalregister.gov/documents/2017/01/18/2016-31666/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-dedicated-purpose-pool-pumps>
- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for Residential Central Air Conditioners and Heat Pumps. (2017c). <https://www.federalregister.gov/documents/2017/01/06/2016-29992/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-residential-central-air-conditioners>
- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for Walk-In Cooler and Freezer Refrigeration Systems. (2017d). <https://www.federalregister.gov/documents/2017/07/10/2017-14079/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-walk-in-cooler-and-freezer>
- Energy Conservation Program: Test Procedures for Central Air Conditioners and Heat Pumps. (2017e). <https://www.federalregister.gov/documents/2017/01/05/2016-30004/energy-conservation-program-test-procedures-for-central-air-conditioners-and-heat-pumps>
- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for General Service Incandescent Lamps. (2019). <https://www.federalregister.gov/documents/2019/12/27/2019-27515/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-general-service-incandescent-lamps>
- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for Air Compressors. (2020a). <https://www.federalregister.gov/documents/2020/01/10/2019-26355/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-air-compressors>
- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for Commercial Packaged Boilers. (2020b). <https://www.federalregister.gov/documents/2020/01/10/2019-26356/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-commercial-packaged-boilers>
- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for Portable Air Conditioners. (2020c). <https://www.federalregister.gov/documents/2020/01/10/2019-26350/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-portable-air-conditioners>
- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for Uninterruptible Power Supplies. (2020d). <https://www.federalregister.gov/documents/2020/01/10/2019-26354/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-uninterruptible-power-supplies>
- Energy Conservation Program for Appliance Standards: Energy Conservation Standards for Residential Furnaces and Commercial Water Heaters. (2021a). <https://www.federalregister.gov/documents/2021/01/15/2020-28956/energy-conservation-program-for-appliance-standards-energy-conservation-standards-for-residential>
- Energy Conservation Program: Energy Conservation Standards for Direct Heating Equipment. (2021b). <https://www.federalregister.gov/documents/2021/11/23/2021-25537/energy-conservation-program-energy-conservation-standards-for-direct-heating-equipment>
- Eppler, M. J. et Burkhard, R. A. (2007). Visual representations in knowledge management: framework and cases. *Journal of knowledge management*.

- EPRA. (2011). *Best Practices Recommendations on Sustainability Reporting*. https://www.epra.com/media/EPRA_BPR_2011_Sustainability.pdf
- EPRA. (2014). *Best Practices Recommendations on Sustainability Reporting*. https://prd-v1.epra.com/application/files/6615/0649/9488/EPRA_sBPR_Guidelines_2014.pdf
- EPRA. (2017). *EPRA Sustainability Best Practices Recommendations Guidelines*. https://www.epra.com/application/files/9616/8485/2640/EPRA_sBPR_Guidelines_2017_modified_1684852449604.pdf
- EPRA. (2022a). *Global Real Estate Total Market Table*. https://prodapp.epra.com/media/EPRA_Total_Markets_Table_-_Q3-2022_1666172770848.pdf
- EPRA. (2022b). *How to manage your net zero targets with CRREM - GUIDELINES*. https://www.epra.com/application/files/1816/6238/0026/CRREM_Guidelines_2022.pdf
- EPRA. (2023). *EU Taxonomy Alignment in Listed Real Estate*. https://www.epra.com/application/files/2417/0172/1969/EPRA_EU_Taxonomy_Guide_Update_December_2023.pdf
- Ettlie, J. E., Bridges, W. P. et O'keefe, R. D. (1984). Organization Strategy and Structural Differences for Radical Versus Incremental Innovation. *Management Science*, 30, 682-695.
- EU. (2019). *Guidelines on Non-financial Reporting: Supplement on Reporting Climate-Related Information*. https://ec.europa.eu/finance/docs/policy/190618-climate-related-information-reporting-guidelines_en.pdf
- EU Technical Expert Group on Sustainable Finance. (2020). *Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*. https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-03/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf
- European economic area. (2013). *Subcommittee v on legal and institutional questions - the basic features of the eea agreement*.
- EUROSIF. (2014). *European SRI Study*. <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2022/03/Eurosif-SRI-Study-2014.pdf>
- Eurostat. (2023). *Gross domestic product (GDP) at current market prices by metropolitan region*. https://doi.org/https://doi.org/10.2908/MET_10R_3GDP
- Evan, W. (1966). Organizational lag. *Human organization*, 25(1), 51-53.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F. et Jensen, M. C. (1983a). Agency problems and residual claims. *The journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Fama, E. F. et Jensen, M. C. (1983b). Separation of ownership and control. *The journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fanti, L., Gori, L. et Sodini, M. (2017). Managerial delegation theory revisited. *Managerial and Decision Economics*, 38, 490-512.
- FAO. (2018). *Cap and Trade - A Financial Review of the Decision to Cancel the Cap and Trade Program*. <https://fao-on.org/wp-content/uploads/2024/08/Cap-and-Trade.pdf>
- FBF. (2024). *Finance for Biodiversity Pledge*. https://www.financeforbiodiversity.org/wp-content/uploads/FFBI_Ronde-14_FinanceForBiodiversity_Pledge.pdf
- Proposals to promote shareholder engagement: Feedback to CP19/7 and final rules. (2019). <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-13.pdf>
- Proposals to enhance climate-related disclosures by listed issuers and clarification of existing disclosure obligations. (2020). <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps20-17.pdf>
- Enhancing climate-related disclosures by asset managers, life insurers and FCA-regulated pension providers. (2021). <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-24.pdf>

- Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels. (2023). <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps23-16.pdf>
- Feng, Z., Ge, M. et Meng, Q. (2024). Enhancing Energy Efficiency in Green Buildings through Artificial Intelligence. *Frontiers in Science and Engineering*.
- Feng, Z. et Wu, Z. (2021). ESG disclosure, REIT debt financing and firm value. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 1-35.
- Fereday, J. et Muir-Cochrane, E. (2006). Demonstrating rigor using thematic analysis: A hybrid approach of inductive and deductive coding and theme development. *International Journal of Qualitative Methods*, 5(1), 80-92.
- Fernandes Rodrigues Alves, M., Vasconcelos Ribeiro Galina, S. et Dobelin, S. (2018). Literature on organizational innovation: past and future. *Innovation & Management Review*, 15(1), 2-19. <https://doi.org/10.1108/INMR-01-2018-001>
- Feyerabend, P. K. (1962). Explanation, reduction, and empiricism.
- Fikru, M. G., Karam, F. et Zaki, C. (2025). Solutions for unleashing business innovations: the role of SDG-Aligned strategies. *Applied Economics*, 1-16.
- Finance for Biodiversity Foundation. (2024). *NATURE ACTION 100 ANNOUNCES COMPANIES, START OF INVESTOR ENGAGEMENT PROCESS*. <https://www.financeforbiodiversity.org/nature-action-100-announces-companies-start-of-investor-engagement-process/>
- Financial Reporting Council. (2018). *The UK corporate governance code*. <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.pdf>
- Financial Services Agency. (2022). *Results of public comments on the draft amendments to the "Cabinet Office Ordinance on Disclosure of Corporate Information, etc."*. <https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230131/20230131.html>
- Financial Services Agency. (2023). *Response to the FSA's Consultation on the Proposed Amendment of the Comprehensive Supervisory Guidelines for Financial Instruments Business Operators, etc. regarding ESG Investment Trusts*. <https://www.fsa.go.jp/en/news/2023/20230331/20230331.html>
- Firth, L. B., Schofield, M., White, F. J., Skov, M. W. et Hawkins, S. J. (2014). Biodiversity in intertidal rock pools: Informing engineering criteria for artificial habitat enhancement in the built environment. *Marine Environmental Research*, 102, 122-130.
- Flammer, C. et Bansal, P. (2017). Does a long-term orientation create value? Evidence from a regression discontinuity. *Strategic Management Journal (John Wiley & Sons, Inc.)*, 38(9), 1827-1847. <https://doi.org/10.1002/smj.2629>
- Fligstein, N. (1990). *The transformation of corporate control*. Harvard University Press.
- Fligstein, N. (1991). The structural transformation of American industry: An institutional account of the causes of diversification in the largest firms, 1919-1979. *The new institutionalism in organizational analysis*, 311, 336.
- Fligstein, N. (1997). Social skill and institutional theory. *The American Behavioral Scientist*, 40(4), 397-405.
- Fligstein, N. (2001). Institutional entrepreneurs and cultural frames-The case of the European Union's Single Market Program. *European Societies*, 3(3), 261-287.
- Fligstein, N. et Mara-Drita, I. (1996). How to make a market: Reflections on the attempt to create a single market in the European Union. *American journal of sociology*, 102(1), 1-33.
- Fligstein, N. et McAdam, D. (2012). *A theory of fields*. Oxford University Press.
- Flyvbjerg, B. (2011). Case study. *The Sage handbook of qualitative research*, 4, 301-316.
- Font, X., Guix, M. et Bonilla-Priego, M. J. (2016, 2016/04/01/). Corporate social responsibility in cruising: Using materiality analysis to create shared value. *Tourism Management*, 53, 175-186. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.tourman.2015.10.007>

- Forsström, J., Lahti, P., Pursiheimo, E., Rämä, M., Shemeikka, J., Sipilä, K., Tuominen, P. et Wahlgren, I. (2011). Measuring energy efficiency Indicators and potentials in buildings, communities and energy systems.
- Fořt, J. et Černý, R. (2022, 2022/04/01/). Limited interdisciplinary knowledge transfer as a missing link for sustainable building retrofits in the residential sector. *Journal of Cleaner Production*, 343, 131079. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.131079>
- France Invest et INDEFI. (2022). *Les acteurs du capital-investissement s'engagent dans la lutte contre le changement climatique - INITIATIVE CLIMAT INTERNATIONAL*. https://www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2022/09/France-INVEST-DOSSIER-climat-ok_sans-PRI.pdf
- Franck, R., Jover, G. et Hovorka, F. (2014). *L'efficacité énergétique du bâtiment: optimiser les performances énergétiques, le confort et la valeur des bâtiments tertiaires et industriels*. Eyrolles.
- Frank, L. A. C. et Ghosh, C. (2012, 2012/07/01). Does firm governance affect institutional investment? Evidence from real estate investment trusts. *Applied Financial Economics*, 22(13), 1063-1078. <https://doi.org/10.1080/09603107.2011.639733>
- Freeman, R. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman, 46.
- Freeman, R. E. et Evan, W. M. (1990). Corporate governance: A stakeholder interpretation. *Journal of behavioral economics*, 19(4), 337-359.
- French, N. (2020). Property valuation in UK: climate change targets and the value of UK investment properties – a change in sea level. *Journal of Property Investment & Finance*, 38(5), 471-482. <https://doi.org/10.1108/JPIF-04-2020-0043>
- Freshfields Bruckhaus Deringer. (2021). *A LEGAL FRAMEWORK FOR IMPACT - Sustainability impact in investor decision-making*. <https://www.unpri.org/download?ac=13902>
- Friede, G. (2019). Why don't we see more action? A metasynthesis of the investor impediments to integrate environmental, social, and governance factors. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1260-1282. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/bse.2346>
- Friede, G., Busch, T. et Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), 210-233.
- FSA, METI et MOEJ. (2021). *Basic Guidelines on Climate Transition Finance*.
- FSC et ACSI. (2015). *ESG reporting guide for australian companies*. <https://www.asx.com.au/documents/asx-compliance/acsi-fsc-esg-reporting-guide-final-2015.pdf>
- FSOC. (2021). *Report on Climate-Related Financial Risk*. <https://home.treasury.gov/system/files/261/FSOC-Climate-Report.pdf>
- Fuerst, F. et McAllister, P. (2011, 2011/10/01/). The impact of Energy Performance Certificates on the rental and capital values of commercial property assets. *Energy Policy*, 39(10), 6608-6614. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.enpol.2011.08.005>
- Fuminaga, T. et Nagano, K. (2022). *Japan introduces mandatory esg disclosures for public companies*.
- G7. (2019, 5 juin 2021). *Communiqué des ministres des Finances et des gouverneurs de banques centrales du G7*. <https://www.canada.ca/fr/ministere-finances/programmes/politiques-finances-echanges-internationaux/communiqu-ministres-finances-gouverneurs-banques-centrales-g7.html>
- G7. (2021). *G7 FINANCE MINISTERS & CENTRAL BANK GOVERNORS COMMUNIQUÉ*. https://g7.utoronto.ca/finance/FMCBGs_communique_-_5_June.pdf
- G7. (2023). *G7 Climate, Energy and Environment Ministers' Communiqué*. <http://www.g7.utoronto.ca/environment/2023-000127536.pdf>
- G20. (2023). *G20 Environment and Climate Ministers' Meeting - Outcome Document and Chair's Summary*. Chennai, India.
- Gagnon, Y.-C. (2011). *L'étude de cas comme methode de recherche*, 2e edition. https://catalogue.solent.ac.uk/openurl/44SSU_INST/44SSU_INST:VU1?u.ignore_date_coverage=true&rft.mms_id=9997110677904796

- García, F. C., Bestion, E., Warfield, R. et Yvon-Durocher, G. (2018). Changes in temperature alter the relationship between biodiversity and ecosystem functioning. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, 115, 10989 - 10994.
- Garrido, M. A. B. et Fuentes, I. M. V. (2023). Civil and Procedural Law Through the Sustainable Development Goals (SDGs): A Transversal View. (p. 45-62). International Workshop on cross-cutting topics in legal studies, Springer Nature Switzerland Cham. <https://library.oapen.org/bitstream/handle/20.500.12657/76254/978-3-031-40801-4.pdf?sequence=1#page=51>
- Garud, R., Hardy, C. et Maguire, S. (2013). Institutional entrepreneurship. Dans *Encyclopedia of creativity, invention, innovation and entrepreneurship* (p. 1069-1074). Springer.
- Garud, R., Jain, S. et Kumaraswamy, A. (2002). Institutional entrepreneurship in the sponsorship of common technological standards: The case of Sun Microsystems and Java. *Academy of management journal*, 45(1), 196-214.
- Gashaw, R., Belay, S., Gizat, A., Hailu, S., Rokooei, S. et Matos, J. (2023). Development of an integrative green building rating system for the Ethiopian public building projects using analytic hierarchy process. *Cogent Engineering*, 10(2), 2283324.
- Gehman, J., Glaser, V. L., Eisenhardt, K. M., Gioia, D., Langley, A. et Corley, K. G. (2018). Finding theory–method fit: A comparison of three qualitative approaches to theory building. *Journal of Management Inquiry*, 27(3), 284-300.
- Gendron, C., Lapointe, A. et Turcotte, M.-F. (2004). Responsabilité sociale et régulation de l'entreprise mondialisée
- General Manager of Planning, U. D. a. S. (2022). *Climate Emergency – Bylaw and Policy Updates Applicable to New Buildings*
- General Manager of Planning, U. D. a. S. et General Manager of Engineering Services. (2020). *Climate Emergency Action Plan*.
- Georgantzis, N. C. et Shapiro, H. J. (1993). Viable theoretical forms of synchronous production innovation. *Journal of Operations Management*, 11, 161-183.
- Georgopoulou, E., Sarafidis, Y., Mirasgedis, S., Balaras, C., Gaglia, A. et Lalas, D. (2006). Evaluating the need for economic support policies in promoting greenhouse gas emission reduction measures in the building sector: The case of Greece. *Energy Policy*, 34(15), 2012-2031.
- GFANZ. (2022a). *ENHANCEMENT, CONVERGENCE, AND ADOPTION - Measuring Portfolio Alignment*. <https://assets.bbhub.io/company/sites/63/2022/07/GFANZ-Portfolio-Alignment-Measurement-August2022.pdf>
- GFANZ. (2022b). *Glasgow Financial Alliance for Net Zero*. Récupéré le 23/01/2024 de <https://www.gfanzero.com/>
- GFANZ. (2022c). *RECOMMENDATIONS AND GUIDANCE - Financial Institution Net-zero Transition Plans*. https://assets.bbhub.io/company/sites/63/2022/06/GFANZ_Recommendations-and-Guidance-on-Net-zero-Transition-Plans-for-the-Financial-Sector_June2022.pdf
- GFANZ. (2024). *About us*. <https://www.gfanzero.com/about/>
- GFIT. (2021). *Green Finance Industry Taskforce - Identifying a Green Taxonomy and Relevant Standards for Singapore and ASEAN*.
- GFIT. (2022). *Green Finance Industry Taskforce - Identifying a Green Taxonomy and Relevant Standards for Singapore and ASEAN*.
- GHG Protocol. (2015). *GHG Protocol Scope 2 Guidance - An amendment to the GHG Protocol Corporate Standard* <https://ghgprotocol.org/sites/default/files/2023-03/Scope%20%20Guidance.pdf>
- GHG Protocol. (2024). *About Us*. <https://ghgprotocol.org/about-us>

- Gholamzadehmir, M., Pandolfi, A. M., Del Pero, C., Leonforte, F. et Sdino, L. (2025). Increasing the Market Value of Buildings Through Energy Retrofitting: A Comparison of Actual Retrofit Costs and Perceived Values. *Buildings*, 15(3), 376. <https://www.mdpi.com/2075-5309/15/3/376>
- Giama, E. et Papadopoulos, A. M. (2012). Sustainable building management: overview of certification schemes and standards. *Advances in Building Energy Research*, 6(2), 242-258. <https://doi.org/10.1080/17512549.2012.740905>
- Giddens, A. (1974). *Positivism and sociology*. Heinemann.
- GIEC. (2022a). *Climate Change 2022 Mitigation of Climate Change* (Work Group III, Issue.
- GIEC. (2022b). Summary for Policymakers [Rapport]. Dans *Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change* (P.R. Shukla, J. Skea, R. Slade, A. Al Khourdajie, R. van Diemen, D. McCollum, M. Pathak, S. Some, P. Vyas, R. Fradera, M. Belkacemi, A. Hasija, G. Lisboa, S. Luz, J. Malley. éd.). Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/9781009157926.001>.
- Giere, R. N. (1984). *Understanding scientific reasoning*. Holt, Rinehart, and Winston.
- Giglio, S., Kuchler, T., Stroebel, J. et Zeng, X. (2023). *Biodiversity Risk*.
- Gil-Ozoudeh, I., Iwuanyanwu, O., Okwandu, A. C. et Ike, C. S. (2024). Water conservation strategies in green buildings: Innovations and best practices. *International Journal of Sustainable Building Design and Practice*. Forthcoming.
- Gillan, S. L. et Starks, L. T. (2007). The evolution of shareholder activism in the United States. *Journal of applied corporate finance*, 39-71.
- Gioia, D. A. (2003). Give it Up!: Reflections on the Interpreted World (A Commentary on Meckler and Baillie). *Journal of Management Inquiry*, 12(3), 285-292. <https://doi.org/10.1177/1056492603257725>
- Giwa, A. et Dindi, A. (2017). An investigation of the feasibility of proposed solutions for water sustainability and security in water-stressed environment. *Journal of Cleaner Production*, 165, 721-733.
- Glottman Simpson Group of Companies. (2023). *On Track: Policy and Embodied Carbon*.
- Glynn, M. A. et D'anno, T. (2023). An intellectual history of institutional theory: Looking back to move forward. *Academy of Management Annals*, 17(1), 301-330.
- Godwin, R. K. (2018). Money, technology, and political interests: The direct marketing of politics. Dans *The politics of interests* (p. 308-325). Routledge.
- Gouvernement du Canada. (2015). *Rapport annuel de 2015 à 2016 sur la Loi canadienne sur la protection de l'environnement : chapitre 3*. <https://www.canada.ca/fr/environnement-changement-climatique/services/registre-environnemental-loi-canadienne-protection/publications/rapport-annuel-2015-2016/chapitre-3.html>
- Gouvernement du Canada. (2016). *Approche pancanadienne pour une tarification de la pollution par le carbone*.
- Gouvernement du Canada. (2017). *Fonds pour une économie à faibles émissions de carbone visant à réduire les émissions de gaz à effet de serre et à générer une croissance propre*. https://www.canada.ca/fr/environnement-changement-climatique/nouvelles/2017/06/fonds_pour_une_economie_a_faibles_emiissions_de_carbone_visant_a_reduire.html
- Gouvernement du Canada. (2018). *Groupe d'experts sur la finance durable*. <https://www.canada.ca/fr/environnement-changement-climatique/services/changements-climatiques/groupe-experts-financement-durable.html>
- Gouvernement du Canada. (2019). *Rapport final du groupe d'experts sur la finance durable mobiliser la finance pour une croissance durable*. https://publications.gc.ca/collections/collection_2019/eccc/En4-350-2-2019-fra.pdf
- Loi canadienne sur la responsabilité en matière de carboneutralité. (2021). <https://laws-lois.justice.gc.ca/fra/lois/c-19.3/TexteComple.html>

- Gouvernement du Canada. (2022a). *Budget de 2022 - Un plan pour faire croître notre économie et rendre la vie plus abordable*.
- Gouvernement du Canada. (2022b). *Stratégie fédérale de développement durable 2022 à 2026*.
- Loi canadienne sur la protection de l'environnement (1999). (2023a). <https://laws-lois.justice.gc.ca/fra/lois/c-15.31/>
- Gouvernement du Canada. (2023b). *Stratégie Nationale d'Adaptation du Canada*. <https://www.canada.ca/fr/services/environnement/meteo/changementsclimatiques/plan-climatique/strategie-nationale-adaptation/strategie-complete.html#toc11>
- Gouvernement du Canada. (2025). *Conseil d'action en matière de finance durable*. <https://www.canada.ca/fr/ministere-finances/programmes/politique-secteur-financier/finance-durable/conseil-daction-en-matiere-de-finance-durable.html>
- Gouvernement du Canada, New Foundland Labrador, Prince Edward Island, Nova Scotia, Nouveau Brunswick, Québec, Ontario, Alberta, British Columbia, Yukon, Territoires du Nord-Ouest et Nunavut. (2016). *Cadre pancanadien sur la croissance propre et les changements climatiques - Plan canadien de lutte contre les changements climatiques et de croissance économique* (978-0-660-07024-7).
- Gouvernement du Québec. (2020). *Plan pour une économie verte 2030 - POLITIQUE-CADRE D'ÉLECTRIFICATION ET DE LUTTE CONTRE LES CHANGEMENTS CLIMATIQUES*.
- Loi concernant la transparence et la responsabilité du Canada dans le cadre de ses efforts pour atteindre la carboneutralité en 2050. (2021). <https://www.parl.ca/documentviewer/fr/43-2/projet-loi/C-12/sanction-royal>
- Government of Japan. (2019). *The Long-term Strategy under the Paris Agreement*.
- Gowling WLG. (2023). *Biodiversity net gain – six months to go*.
- GPTB. (2026). *Fund Results 2023*. Récupéré le 10/02/2026 de <https://global-pension-transparency-benchmark.top1000funds.com/global-pension-transparency-benchmark-funds-2023/>
- Graaskamp, J. A. (1976). REDEFINING THE ROLE OF UNIVERSITY EDUCATION IN REAL-ESTATE AND URBAN LAND ECONOMICS. *Real Estate Appraiser and Analyst*, 42(2), 23.
- Gradillas, M., Castro, A. et Salandra, R. (2021). Understanding the adoption of voluntary environmental, social and governance (ESG) standards in the real estate sector.
- Grandori, A. (2005). Neither stakeholder nor shareholder theories': how property right and contract theory can help in getting out of the dilemma. *Journal of Management & Governance*, 9(1), 41.
- Granovetter, M. (1985). Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. *American journal of sociology*, 91(3), 481-510.
- Greater London Authority. (2018). *London Environment Strategy*.
- Greater London Authority. (2021). *The London Plan*.
- GREEN. (2024). ABOUT. <https://green-engagement.org/#about>
- The Greenhouse Gas Emissions Trading Scheme Order. (2020). <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2020/1265/contents/made>
- Greenwood, R. et Hinings, C. R. (1996). Understanding radical organizational change: Bringing together the old and the new institutionalism. *Academy of Management review*, 21(4), 1022-1054.
- Greenwood, R., Oliver, C., Lawrence, T. B. et Meyer, R. E. (2017). *The Sage handbook of organizational institutionalism*. Sage.
- Greenwood, R. et Suddaby, R. (2006). Institutional Entrepreneurship in Mature Fields: The Big Five Accounting Firms. *Academy of management journal*, 49, 27-48.
- Greenwood, R., Suddaby, R. et Hinings, C. R. (2002). Theorizing change: The role of professional associations in the transformation of institutionalized fields. *Academy of management journal*, 45(1), 58-80.

- GRESB. (2022a). *Gain immediate insights into your transition risk*. https://gresb-prd-public.s3.amazonaws.com/2022/Products/TRR_brochure.pdf
- GRESB. (2022b). *Tackle TCFD challenges using your GRESB Assessment data*. https://gresb-prd-public.s3.amazonaws.com/2022/Products/TCFD_brochure.pdf
- GRESB. (2024). *HOME*. <https://www.gresb.com/nl-en/about-us/>
- GRI. (2014). *G4 SECTOR DISCLOSURES - CONSTRUCTION AND REAL ESTATE*. <https://web.archive.org/web/20140828210302/https://www.globalreporting.org/resource/library/GRI-G4-Construction-and-Real-Estate-Sector-Disclosures.pdf>
- GRI. (2016a). *GRI 301 : Materials 2016* <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>
- GRI. (2016b). *GRI 302 : Energy 2016* <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>
- GRI. (2016c). *GRI 304 : Biodiversity 2016* <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>
- GRI. (2016d). *GRI 305 : Emissions 2016* <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>
- GRI. (2016e). *GRI 308 : Supplier Environmental Assessment 2016* <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>
- GRI. (2018). *GRI 303 : Water and Effluents 2018* <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>
- GRI. (2020). *GRI 306 : Waste 2020* <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>
- GRI. (2022). *GRI Sector Program – List of prioritized sectors Revision 3*. <https://www.globalreporting.org/media/mqznr5mz/gri-sector-program-list-of-prioritized-sectors.pdf>
- GRI. (2024). *Our mission and history*. <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>
- Grossman, S. J. et Hart, O. D. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of political economy*, 94(4), 691-719.
- Grundeis, J. (2008). Are managers agents or stewards of their principals? Logic, critique, and reconciliation of two conflicting theories of corporate governance. *Journal für Betriebswirtschaft*, 58(3), 141-166.
- GSFO. (2026). *Asset owner rankings*. UN Trade & Development Récupéré le 10/02/2026 de <https://gsfo.org/assets-owner-rankings>
- Guba, E. G. (1981). Criteria for assessing the trustworthiness of naturalistic inquiries. *Ectj*, 29(2), 75-91.
- Guba, E. G. et Lincoln, Y. S. (1994). Competing paradigms in qualitative research. *Handbook of qualitative research*, 2(163-194), 105.
- Guest, D. E. (2017). Human resource management and employee well-being: towards a new analytic framework [Article]. *Human Resource Management Journal*, 27(1), 22-38. <https://doi.org/10.1111/1748-8583.12139>
- Guler, I., Guillén, M. F. et Macpherson, J. M. (2002). Global competition, institutions, and the diffusion of organizational practices: The international spread of ISO 9000 quality certificates. *Administrative science quarterly*, 47(2), 207-232.
- Gunnell, K., Williams, C. et Murphy, B. (2019). *Design for biodiversity: A technical guide for new and existing buildings*. Routledge.
- Guo, Y.-Y., Teng, M.-X., Zhang, C., Wang, S.-N. et Wei, Y.-M. (2025, 2025/02/01/). Climatic impacts on electricity consumption of urban residential buildings in China. *Advances in Climate Change Research*, 16(1), 25-34. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.accre.2024.12.004>
- Gwala, R. S. et Mashau, P. (2023). Tracing the evolution of agency theory in corporate governance. Dans *Governance as a catalyst for public sector sustainability* (p. 260-285). IGI Global.

- H.J.Res.30 - 118th Congress. (2023). *Providing for congressional disapproval under chapter 8 of title 5, United States Code, of the rule submitted by the Department of Labor relating to "Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights"*.
- Hafez, F. S., Sa'di, B., Safa-Gamal, M., Taufiq-Yap, Y. H., Alrifay, M., Seyedmahmoudian, M., Stojcevski, A., Horan, B. et Mekhilef, S. (2023). Energy Efficiency in Sustainable Buildings: A Systematic Review with Taxonomy, Challenges, Motivations, Methodological Aspects, Recommendations, and Pathways for Future Research. *Energy Strategy Reviews*.
- Haj Youssef, M. S. et Christodoulou, I. (2018). Exploring cultural heterogeneity: the effect of intra-cultural variation on executives' latitude of actions in 18 countries. *International Journal of Cross Cultural Management*, 18(2), 241-263.
- Haj Youssef, M. S. et Teng, D. (2019). Reaffirming the importance of managerial discretion in corporate governance: a comment on Andersen (2017). *Corporate Governance*, 19(2), 240-254. <https://doi.org/10.1108/cg-05-2018-0172>
- Hale, T. (2016). "All Hands on Deck": The Paris Agreement and Nonstate Climate Action. *Global Environmental Politics*, 16(3), 12-22. https://doi.org/10.1162/GLEP_a_00362
- Hällgren, M., Rouleau, L. et De Rond, M. (2018). A matter of life or death: How extreme context research matters for management and organization studies. *Academy of Management Annals*, 12(1), 111-153.
- Hambrick, D. C. et Finkelstein, S. (1987). Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes. *Research in Organizational Behavior*.
- Hamel, G. (2006). *The Why, What, and How of Management Innovation* Harvard Business Review.
- Hardy, C. et Maguire, S. (2017). Institutional entrepreneurship and change in fields. *The Sage handbook of organizational institutionalism*, 2(2), 261.
- Hardy, C. et Phillips, N. (1999). No joking matter: Discursive struggle in the Canadian refugee system. *Organization studies*, 20(1), 1-24.
- Hargadon, A. B. et Douglas, Y. (2001). When Innovations Meet Institutions: Edison and the Design of the Electric Light. *Administrative science quarterly*, 46(3), 476-501. <https://doi.org/10.2307/3094872>
- Harja, M., Gencel, O., Sari, A., Sutcu, M., Erdogmus, E. et Hekimoglu, G. (2022). Production and characterization of natural clay-free green building brick materials using water treatment sludge and oak wood ash. *Archives of Civil and Mechanical Engineering*, 22(2), 79.
- Harnisch, K. J., Kruglak, S. et Lom, A. J. (2022). US SEC proposes new ESG disclosure rules for funds and advisers. *Norton Rose Fulbright* <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/publications/915ef285/us-sec-proposes-new-esg-disclosure-rules-for-funds-and-advisers>
- Haron, H., So, I. G., Gui, A., Sari, S. A., Ramli, N. M. et Jamil, N. N. (2022). THE RELATIONSHIP BETWEEN ISLAMIC CORPORATE GOVERNANCE, HUMAN GOVERNANCE, USAGE OF INFORMATION TECHNOLOGY AND SUSTAINABILITY REPORTING: COMPARISON OF SHARIAH COMPLIANT COMPANIES IN MALAYSIA AND INDONESIA. *International Journal of Business & Society*, 23(3), 1443-1461. <https://doi.org/10.33736/ijbs.5174.2022>
- Project Case Study: Empire State Building. (2009). https://rmi.org/wp-content/uploads/2017/04/Buildings_Retrofit_EmpireStateBuilding_CaseStudy_2009.pdf
- Haveman, H. A. (1993). Follow the leader: Mimetic isomorphism and entry into new markets. *Administrative science quarterly*, 593-627.
- Heiniger, S., Koeniger, W. et Lechner, M. (2025). The heterogeneous response of real estate prices during the Covid-19 pandemic. *Journal of the Royal Statistical Society Series A: Statistics in Society*, 188(3), 819-842.
- Henriques, I. et Sadorsky, P. (1996). The determinants of an environmentally responsive firm: An empirical approach. *Journal of environmental economics and management*, 30(3), 381-395.

- Herr, C., Li, C., Yan, M. et Zhou, Y. (2023). Embracing Local Biodiversity in Sustainable High-Rise Facades in Subtropical China. (p. 43-53). INTERNATIONAL CONFERENCE ON SUSTAINABLE BUILDINGS AND STRUCTURES TOWARDS A CARBON NEUTRAL FUTURE, Springer.
- Hertwich, E., G. et Wood, R. (2018). The growing importance of scope 3 greenhouse gas emissions from industry. *Environmental Research Letters*, 13(10). <https://doi.org/10.1088/1748-9326/aae19a>
- Heugens, P. P. M. A. R. et Lander, M. W. (2009). Structure! agency! (and other quarrels): A meta-analysis of institutional theories of organization [Article]. *Academy of management journal*, 52(1), 61-85. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2009.36461835>
- Hirsch, P. M. et Andrews, J. (1984). Administrators' Response to Performance and Value Challenges : Stance, Symbols and Behavior. Dans T. J. Sergiovanni et J. E. Corbally (dir.), *Leadership and organizational culture* (p. 170-185).
- HM Government. (2020). *The Ten Point Plan for a Green Industrial Revolution - Building back better, supporting green jobs, and accelerating our path to net zero*.
- HM Government. (2021). *Net Zero Strategy: Build Back Greener*.
- Höchstädter, A. K. et Scheck, B. J. (2015). What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132, 449-475.
- Hoepner Andreas, G. F., Majoch Arleta, A. A. et Zhou, X. Y.). Does an Asset Owner's Institutional Setting Influence Its Decision to Sign the Principles for Responsible Investment? *Journal of Business Ethics*, 168(2), 389-414. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04191-y>
- Hoffman, A. J. (1999). Institutional evolution and change: Environmentalism and the US chemical industry. *Academy of management journal*, 42(4), 351-371.
- Holm, P. (1995). The dynamics of institutionalization: Transformation processes in Norwegian fisheries. *Administrative science quarterly*, 40(3), 398.
- Holmstrom, B. et Milgrom, P. (1991). Multitask principal-agent analyses: Incentive contracts, asset ownership, and job design. *JL Econ. & Org.*, 7, 24.
- Honda, K. (2023). *Environmental, Social & Governance Law Japan*.
- House of Commons Environmental Audit Committee. (2022). *Building to net zero: costing carbon in construction*. <https://committees.parliament.uk/publications/22427/documents/165446/default/>
- Inflation Reduction Act of 2023. (2023). <https://www.govinfo.gov/app/details/BILLS-118hr812ih>.
- HQE. (2015). *LE BÂTIMENT DURABLE POUR TOUS*. https://www.hqegbc.org/wp-content/uploads/2015/05/2015-05-Brochure_cadre_de_ref.pdf
- Huang, H., Zhu, K. et Lin, X. (2023). Research on Formulating Energy Benchmarks for Various Types of Existing Residential Buildings from the Perspective of Typology: A Case Study of Chongqing, China. *Buildings*, 13(5), 1346. <https://www.mdpi.com/2075-5309/13/5/1346>
- Huang, R., Zhang, X. et Liu, K. (2024, 2024/02/15/). Assessment of operational carbon emissions for residential buildings comparing different machine learning approaches: A study of 34 cities in China. *Building and Environment*, 250, 111176. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.buildenv.2024.111176>
- Modernizing HUD's Consolidated Planning Process To Narrow the Digital Divide and Increase Resilience to Natural Hazards. (2016). <https://www.federalregister.gov/documents/2016/12/16/2016-30421/modernizing-huds-consolidated-planning-process-to-narrow-the-digital-divide-and-increase-resilience>
- Final Affordability Determination-Energy Efficiency Standards. (2015). <https://www.federalregister.gov/documents/2015/05/06/2015-10380/final-affordability-determination-energy-efficiency-standards>
- Hugues, B. et Morin, A. (2023). *Minimum energy efficiency standards in buildings – update April 2023 Dentons*.

- Huseien, G. F. et Shah, K. W. (2022). A review on 5G technology for smart energy management and smart buildings in Singapore. *Energy and AI*, 7. <https://doi.org/10.1016/j.egyai.2021.100116>
- Hussain, N., Rigoni, U. et Orij, R. P. (2018). Corporate Governance and Sustainability Performance: Analysis of Triple Bottom Line Performance. *Journal of Business Ethics*, 149(2), 411-432. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3099-5>
- iclg. (2025). *Environmental, Social & Governance Law Norway 2025*. <https://iclg.com/practice-areas/environmental-social-and-governance-law/norway#:~:text=The%20main%20ESG%20disclosure%20regulations%20are%20currently%20the%20Accoun%2Dting,well%20as%20corporate%20social%20responsibility.>
- IEA. (2019). *Subsidies for commercial and residential building energy efficiency investments*. <https://www.iea.org/policies/6183-subsidies-for-commercial-and-residential-building-energy-efficiency-investments?country=Japan&qs=japan>
- IEA. (2022a). *G7 members can lead the world in reducing emissions from heavy industry*. <https://www.iea.org/news/g7-members-can-lead-the-world-in-reducing-emissions-from-heavy-industry>
- IEA. (2022b). *Norway 2022 - Energy policy review*. <https://iea.blob.core.windows.net/assets/de28c6a6-8240-41d9-9082-a5dd65d9f3eb/NORWAY2022.pdf>
- IFRS. (2023a). *IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information* <https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s1-general-requirements/#standard>
- IFRS. (2023b). *IFRS S2 Climate-related Disclosures* <https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s2-climate-related-disclosures/>
- IFRS. (2024). *ISSB: Frequently Asked Questions*. <https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/issb-frequently-asked-questions/>
- IGBC. (2021). *Capturing the benefits of building renovation - Generic methodology*. https://worldgbc.org/wp-content/uploads/2022/03/BUILD-UPON-Framework-indicators-methodology_doublepage.pdf
- IGCC, IIGCC, INCR, UNEP FI, PRI et RICS. (2016). *SUSTAINABLE REAL ESTATE INVESTMENT IMPLEMENTING THE PARIS CLIMATE AGREEMENT: AN ACTION FRAMEWORK*. <https://www.unpri.org/download?ac=3006>
- IIGCC. (2021). *NET ZERO INVESTMENT FRAMEWORK 1.5C - IMPLEMENTATION GUIDE*. https://139838633.fs1.hubspotusercontent-eu1.net/hubfs/139838633/Past%20resource%20uploads/Net_Zero_Investment_Framework_Implementation%20Guide_Final.pdf
- IIGCC. (2022). *Net Zero Stewardship Toolkit*. <https://139838633.fs1.hubspotusercontent-eu1.net/hubfs/139838633/Past%20resource%20uploads/IIGCC%20Net%20Zero%20Stewardship%20Toolkit.pdf>
- IIGCC. (2023a). *Enhancing the Quality of Net Zero Benchmarks*. <https://www.iigcc.org/resources>
- IIGCC. (2023b). *Investor Expectations of Corporate Transition Plans: From A to Zero*. https://139838633.fs1.hubspotusercontent-eu1.net/hubfs/139838633/Past%20resource%20uploads/IIGCC_Investor-expectations-of-corporate-transition-plans_Final.pdf
- IIGCC. (2024). *Our history*. <https://www.iigcc.org/our-history>
- ILN. (2019). *TCFD Implementation - Practical Insights and Perspectives from Behind the Scenes for Institutional Investors*. https://investorleadershipnetwork.org/wp-content/uploads/ILN_TCFD-Implementation_final.pdf

- ILN. (2020). *CLIMATE CHANGE MITIGATION AND YOUR PORTFOLIO - Practical tools for investors*. https://investorleadershipnetwork.org/wp-content/uploads/ILN_Climate-Change-Mitigation-and-Your-Portfolio.pdf
- ILN. (2021). *CLIMATE CHANGE PHYSICAL RISK TOOLKIT*. <https://investorleadershipnetwork.org/wp-content/uploads/ILN-Climate-Change-Physical-Risk-Toolkit-v6.pdf>
- ILN. (2022). *THE NET ZERO INVESTOR PLAYBOOK*. https://investorleadershipnetwork.org/wp-content/uploads/ILN-Net-Zero-Investor-Playbook_2022-1.pdf
- ILN. (2024). *ABOUT THE INVESTOR LEADERSHIP NETWORK*. <https://investorleadershipnetwork.org/en/about/>
- Inderst, G. et Stewart, F. (2014). *Institutional investment in infrastructure in emerging markets and developing economies*. World Bank Publications. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2494261
- INREV. (2018). *Due Diligence Questionnaire for Non-Listed Real Estate Investment Vehicles*. <https://www.inrev.org/system/files/2018-11/INREV-DDQ-Non-Listed-Real-Estate-Investment-Vehicles-2018.docx>
- INREV. (2023a). *Falling through the cracks: SFDR's impact on real estate investment*. <https://www.inrev.org/system/files/2023-03/SFDR%27s-impact-on-real-estate-investment.pdf>
- INREV. (2023b). *INREV Due Diligence Questionnaires (DDQ)*. https://www.inrev.org/system/files/2023-03/INREV%20DDQ_2023.docx
- INREV. (2023c). *User manual - SDDS 4.0 - 2023*. <https://www.inrev.org/system/files/2023-10/SDDS%204.0%20User%20Manual%202023.pdf>
- Institute for Building Environment and Energy Conservation. (2016). *Overview of the Act on the Improvement of Energy Consumption Performance of Buildings (Building Energy Efficiency Act)*. <https://www.mlit.go.jp/common/001134876.pdf>
- Ioannou, I. et Serafeim, G. (2012). What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions. *Journal of International Business Studies*, 43(9), 834-864.
- Ionașcu, E., Mironiuc, M., Anghel, I. et Huian, M. C. (2020). The Involvement of Real Estate Companies in Sustainable Development—An Analysis from the SDGs Reporting Perspective. *Sustainability (Switzerland)*, 12(3), 798. <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/3/798>
- IPBES. (2019a). *Global assessment report of the Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services* (Brondizio, E. S., Settele, J., Díaz, S., Ngo, H. T. éd.) [Rapport]. IPBES secretariat. <https://zenodo.org/record/6417333>
- IPBES. (2019b). *Summary for policymakers of the global assessment report on biodiversity and ecosystem services of the Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services*.
- IPE Real Asset. (2022). *Top 150 Real Estate Investors 2022: Full ranking*.
- Irfeey, A. M. M., Alotaibi, B. A., Najim, M. M. M. et Shah, A. A. (2023). Water Valuation in Urban Settings for Sustainable Water Management. *Water*, 15(17), 3105. <https://www.mdpi.com/2073-4441/15/17/3105>
- Irwin, A. et Geschke, A. (2023). A consumption-based analysis of extinction risk in Australia. *Conservation Letters*, 16.
- ISO. (2011). *ISO 28540 : 2011 — Qualité de l'eau — Détermination de 16 hydrocarbures aromatiques polycycliques (HAP) dans l'eau — Méthode par chromatographie en phase gazeuse avec détection par spectrométrie de masse (CG-SM)* <https://www.iso.org/fr/standard/44752.html>
- ISO. (2014a). *ISO 14046 : 2014 — Management environnemental — Empreinte eau — Principes, exigences et lignes directrices* <https://www.iso.org/fr/standard/43263.html>
- ISO. (2014b). *ISO 55000:2014 - Gestion d'actifs — Aperçu général, principes et terminologie* <https://www.iso.org/fr/standard/55088.html>

- ISO. (2014c). *ISO 55001:2014 - Gestion d'actifs — Systèmes de management — Exigences* <https://www.iso.org/fr/standard/55089.html>
- ISO. (2018a). *ISO 31000: 2018 - Management du risque — Lignes directrices* <https://www.iso.org/fr/standard/65694.html>
- ISO. (2018b). *ISO 55002:2018 - Gestion d'actifs — Systèmes de management — Lignes directrices relatives à l'application de l'ISO 55001* <https://www.iso.org/fr/standard/70402.html>
- ISO. (2021a). *ISO 14097:2021 - Gestion des gaz à effet de serre et activités associées — Cadre comprenant les principes et les exigences pour l'évaluation et la déclaration des investissements et des activités de financement au regard du changement climatique* <https://www.iso.org/fr/standard/72433.html>
- ISO. (2021b). *L'engagement de l'ISO en faveur du climat.* <https://www.iso.org/fr/ClimateAction/LondonDeclaration.html>
- ISO. (2022). *ISO 14030-3:2022 - Évaluation de la performance environnementale — Titres de créance verts - Partie 3: Taxinomie* <https://www.iso.org/fr/standard/75559.html>
- ISO. (2024). *Normes.* <https://www.iso.org/fr/standards.html>
- Ivanov, A. O. (2017). Practice theory: a new approach for archival and recordkeeping research. *Records Management Journal*, 27(2), 104-124. <https://doi.org/10.1108/rmj-10-2016-0038>
- Jacobsson, J., Bergin, D., Timpka, T., Nyce, J. M. et Dahlström, Ö. (2018). Injuries in youth track and field are perceived to have multiple-level causes that call for ecological (holistic-developmental) interventions: A national sporting community perceptions and experiences. *Scandinavian Journal of Medicine & Science in Sports*, 28(1), 348-355.
- Jain, H. et Dhupper, R. (2025). Holistic strategies for sustainable buildings and their impacts on soil and environmental health. *Journal of Building Pathology and Rehabilitation*, 11(1). <https://doi.org/10.1007/s41024-025-00688-4>
- Jennen, M. et Verwijmeren, P. (2010). Agglomeration Effects and Financial Performance. *Urban Studies*, 47(12), 2683-2703. <https://doi.org/10.1177/0042098010363495>
- Jensen, M. C. et Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [Article]. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C. et Meckling, W. H. (1994). The nature of man. *Journal of applied corporate finance*, 7(2), 4-19.
- Jia, J., Axelsson, K., Chaudhury, A. et Taylor, E. (2023). A Rapid Review of GHG Accounting Standards. SSRN. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4523132
- Johnson, G. (1987). *Strategic Change and the Management Process*. B. Blackwell. <https://books.google.ca/books?id=mAUbMQAACAAJ>
- Johnson, P. et Duberley, J. (2000). *Understanding management research: An introduction to epistemology*. Sage.
- Johnson, P. et Duberley, J. (2003). Reflexivity in management research. *Journal of management studies*, 40(5), 1279-1303.
- Jorge-Ortiz, A., Braulio-Gonzalo, M. et Bovea, M. D. (2023). Exploring how waste management is being approached in green building rating systems: A case study. *Waste Management & Research*, 41(6), 1121-1133.
- Juntunen, M. et Lehenkari, M. (2021, 2021/02/01). A narrative literature review process for an academic business research thesis. *Studies in Higher Education*, 46(2), 330-342. <https://doi.org/10.1080/03075079.2019.1630813>
- Juravle, C. et Lewis, A. (2008). Identifying impediments to SRI in Europe: a review of the practitioner and academic literature. *Business Ethics: A European Review*, 17, 285-310.

- Kamali, M. et Hewage, K. (2017). Development of performance criteria for sustainability evaluation of modular versus conventional construction methods. *Journal of Cleaner Production*, 142, 3592-3606.
- Kamari, A., Jensen, S., Christensen, M. L., Petersen, S. et Kirkegaard, P. H. (2018). A hybrid decision support system for generation of holistic renovation scenarios—Cases of energy consumption, investment cost, and thermal indoor comfort. *Sustainability (Switzerland)*, 10(4), 1255.
- Kamari, A., Jensen, S., Corrao, R. et Kirkegaard, P. (2017). Towards a holistic methodology in sustainable retrofitting: Theory, Implementation and Applications. (p. 702-708). WSBE 2017 (World Sustainable Built Environment) conference, Hong Kong, China,
- Kamari, A. et Kirkegaard, P. (2019). Development of a rating scale to measuring the KPIs in the generation and evaluation of holistic renovation scenarios. (p. 012043). IOP Conference Series: Earth and Environmental Science, IOP Publishing.
- Kamazani, M. A. et Dixit, M. K. (2023). Multi-objective optimization of embodied and operational energy and carbon emission of a building envelope. *Journal of Cleaner Production*, 428, 139510.
- Kang, N. et Moon, J. (2012). Institutional complementarity between corporate governance and corporate social responsibility: A comparative institutional analysis of three capitalisms. *Socio-economic review*, 10(1), 85-108.
- Kapil, S. et Rawal, V. (2023). Sustainable investment and environmental, social, and governance investing: A bibliometric and systematic literature review. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 32(4), 1429-1451. <https://doi.org/10.1111/beer.12588>
- Karbassi, L. et Pineda, A. C. (2021). 4 charts reveal G7 countries need enhanced corporate climate action Science Based Targets.
- Kareem, I. M. et Ahmed, A. M. (2023). Assessment of 222Radon Concentration and Annual Effective Dose in Drinking Water in Bardarash, Kurdistan Region of Iraq. *Engineering, Technology & Applied Science Research*.
- Karvounidi, M. D., Alexandropoulou, A. P. et Foustieris, A. E. (2024). Towards sustainable hospitality: Enhancing energy efficiency in hotels. *International Research Journal of Economics And Management Studies IRJEMS*, 3(6).
- Kavadis, N. et Thomsen, S. (2023). Sustainable corporate governance: A review of research on long-term corporate ownership and sustainability. *Corporate governance: An international review*, 31(1), 198-226.
- Kawabata, T. (2023, 2023/10/02). Climate finance governance through transnational networks. *Journal of sustainable finance & investment*, 13(4), 1624-1643. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1925522>
- Kay, A. I., Noland, R. B. et DiPetrillo, S. (2014). Residential property valuations near transit stations with transit-oriented development. *Journal of Transport Geography*, 39, 131-140.
- Kedward, K., Ryan-Collins, J. et Chenet, H. (2022, 2023/07/03). Biodiversity loss and climate change interactions: financial stability implications for central banks and financial supervisors. *Climate Policy*, 23(6), 763-781. <https://doi.org/10.1080/14693062.2022.2107475>
- Kemeny, J. G. (1959). A philosopher looks at science.
- Kenan Institute of Private Enterprise. (2023). *Big-City GDP in 2023: Who'll Grow, Who'll Falter and Why*. <https://kenaninstitute.unc.edu/wp-content/uploads/2023/01/american-growth-project-january-01042023r.pdf>
- Kennedy, M. T. et Fiss, P. C. (2009). Institutionalization, framing, and diffusion: The logic of TQM adoption and implementation decisions among US hospitals. *Academy of management journal*, 52(5), 897-918.
- Ketokivi, M. et Mahoney, J. T. (2017). Transaction cost economics as a theory of the firm, management, and governance. Dans *Oxford Research Encyclopedia of Business and Management*.

- Khamisu, M. S. et Paluri, R. A. (2024). Emerging Trends of Environmental Social and Governance (ESG) Disclosure Research. *Cleaner Production Letters*.
- Khamisu, M. S. et Paluri, R. A. (2025). Environmental Social and Governance Materiality Assessment: A Research Agenda. *Business Strategy & Development*, 8(3). <https://doi.org/10.1002/bsd2.70172>
- Kimberly, J. et Evanisko, M. J. (1981). Organizational innovation: the influence of individual, organizational, and contextual factors on hospital adoption of technological and administrative innovations. *Academy of Management journal. Academy of Management*, 24 4, 689-713.
- Kirk, H., Garrard, G. E., Croeser, T., Backstrom, A., Berthon, K., Furlong, C., Hurley, J., Thomas, F. M., Webb, A. et Bekessy, S. A. (2021). Building biodiversity into the urban fabric: A case study in applying Biodiversity Sensitive Urban Design (BSUD). *Urban Forestry & Urban Greening*.
- Kiss, B. M., Visintin, C., Garrard, G. E. et Bekessy, S. A. (2025). Evaluating Biodiversity Criteria in Green Building Rating Schemes: Toward 'Nature Positive' Development. *Sustainable Development*, 33(4), 4884-4895.
- Klein, P. G., Mahoney, J. T., McGahan, A. M. et Pitelis, C. N. (2012). Who is in charge? A property rights perspective on stakeholder governance. *Strategic Organization*, 10(3), 304-315.
- Klem Jr, D. (2025). Bird-window collisions: a critical review. *The Wilson Journal of Ornithology*, 137(4), 501-531.
- Knoke, D. (1985). The political economies of associations. Dans R. G. Baungart et M. M. Baungart (dir.), *Research in Political Sociology* (p. 211-242). JAI Press Incorporated. <https://books.google.ca/books?id=YMODAAAAMAAJ>.
- Kock, C. J., Santaló, J. et Diestre, L. (2012). Corporate governance and the environment: what type of governance creates greener companies? *Journal of management studies*, 49(3), 492-514.
- Köhler, T. (2024). Multilevel qualitative research: Insights from practice. *European Management Journal*, 42(4), 503-514. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2024.03.011>
- Kolakowski, L. (1972). *The alienation of reason*. Anchor Books.
- Kong, W., Luo, H., Yu, Z., Li, Y., Wang, C. et Meng, X. (2024). Economic evaluation of retrofitting existing buildings from a sustainability perspective: global trends and bibliometric analysis. *Environment, Development and Sustainability*, 27, 17451 - 17467.
- Kraatz, M. S. et Zajac, E. J. (1996). Exploring the limits of the new institutionalism: The causes and consequences of illegitimate organizational change. *American sociological review*, 61(5), 812.
- Krajewska, A. et Siewczyńska, M. (2025, 2025). Circular Economy in the Construction Sector in Materials, Processes, and Case Studies: Research Review. *Sustainability (Switzerland)*, 17(15), 7029. <https://doi.org/https://doi.org/10.3390/su17157029>
- Kräkel, M. (2004). Managerial versus entrepreneurial firms: The benefits of separating ownership and control. *Schmalenbach Business Review*, 56(1), 2-19.
- Krenn, M. (2016). Convergence and divergence in corporate governance: An integrative institutional theory perspective. *Management Research Review*.
- Krídlová Burdová, E. et Vilčeková, S. (2014). Building environmental assessment—waste management. *Pollack Periodica*, 9(Supplement-1), 127-139.
- Krueger, P., Sautner, Z. et Starks, L. T. (2020). The importance of climate risks for institutional investors. *The Review of Financial Studies*, 33(3), 1067-1111.
- Kuhn, T. S. (1962). Historical Structure of Scientific Discovery: To the historian discovery is seldom a unit event attributable to some particular man, time, and place. *Science*, 136(3518), 760-764.
- Kuru, A., Oldfield, P., Bonser, S. P. et Fiorito, F. (2019). Biomimetic adaptive building skins: Energy and environmental regulation in buildings. *Energy and Buildings*, 205, 109544.
- Kylili, A., Ilic, M. et Fokaides, P. A. (2017). Whole-building Life Cycle Assessment (LCA) of a passive house of the sub-tropical climatic zone. *Resources, Conservation and Recycling*, 116, 169-177.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. et Vishny, R. W. (1998). Law and finance [Article]. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- La rédaction de Vie-publique.fr. (2023). *Subventions américaines aux industries vertes : quelle réponse européenne ?* <https://www.vie-publique.fr/en-bref/287950-inflation-reduction-act-ira-america-vers-un-equivalent-europeen>
- LADBS. (2023). *The Existing Buildings Energy & Water Efficiency Program*. <https://dbs.lacity.gov/services/green-building-sustainability/ebewe>
- Lake, H. (2019). *Kenney government's first bill to kill Alberta's carbon tax* *Canada's National Observer*.
- Lampel, J. et Meyer, A. D. (2008). Field-configuring events as structuring mechanisms: How conferences, ceremonies, and trade shows constitute new technologies, industries, and markets. *Journal of management studies*, 45(6), 1025-1035.
- Langley, A. (1999). Strategies for theorizing from process data. *Academy of Management review*, 24(4), 691-710.
- Latha, P., Darshana, Y. et Venugopal, V. (2015). Role of building material in thermal comfort in tropical climates—A review. *Journal of Building Engineering*, 3, 104-113.
- Latham & Walkins. (2022). *DOL Final Rule on ESG Factors to Take Effect February 1, 2023* (vol. 3058).
- Latham & Walkins et WBCSD. (2020). *ESG Litigation Roadmap*. <https://www.wbcsd.org/contentwbc/download/10849/160338/1>
- Lave, J. et Wenger, E. (1991). *Situated learning: Legitimate peripheral participation*. Cambridge university press.
- Lawrence, T. B. (1999). Institutional strategy. *Journal of Management*, 25(2), 161-187.
- Lawrence, T. B., Hardy, C. et Phillips, N. (2002). Institutional effects of interorganizational collaboration: The emergence of proto-institutions. *Academy of management journal*, 45(1), 281-290.
- Lawrence, T. B. et Phillips, N. (2004). From Moby Dick to Free Willy: Macro-cultural discourse and institutional entrepreneurship in emerging institutional fields. *Organization*, 11(5), 689-711.
- Lawson, T. (2015). The nature of the firm and peculiarities of the corporation. *Cambridge Journal of Economics*, 39(1), 1-32.
- Leblebici, H., Salancik, G. R., Copay, A. G. et King, T. (1991). Institutional Change and the Transformation of Interorganizational Fields: An Organizational History of the U.S. Radio Broadcasting Industry. *Administrative science quarterly*, 36, 333.
- Lepczyk, C. A., Aronson, M. F., Evans, K. L., Goddard, M. A., Lerman, S. B. et MacIvor, J. S. (2017). Biodiversity in the city: fundamental questions for understanding the ecology of urban green spaces for biodiversity conservation. *BioScience*, 67(9), 799-807.
- Leplin, J. (1984). *Scientific realism* (vol. 323). Univ of California Press.
- Lepoutre, J. M. et Valente, M. (2012). Fools breaking out: The role of symbolic and material immunity in explaining institutional nonconformity. *Academy of management journal*, 55(2), 285-313.
- Levy, B. et Spiller, P. T. (1994). The institutional foundations of regulatory commitment: a comparative analysis of telecommunications regulation. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 10(2), 201-246.
- Levy, D. et Scully, M. (2007). The institutional entrepreneur as modern prince: The strategic face of power in contested fields. *Organization studies*, 28(7), 971-991.
- Levy, D. L., Szejnwald Brown, H. et De Jong, M. (2010). The contested politics of corporate governance: The case of the global reporting initiative. *Business & Society*, 49(1), 88-115.
- Lewellen, K. et Lowry, M. (2021). Does common ownership really increase firm coordination? *Journal of Financial Economics*, 141(1), 322-344. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.008>
- Lewis, A. et Mackenzie, C. (2000). Morals, money, ethical investing and economic psychology. *Human Relations*, 53, 179 - 191.

- Li, G., Ma, X. et Song, Y. (2022). Green Building Efficiency and Influencing Factors of Transportation Infrastructure in China: Based on Three-Stage Super-Efficiency SBM–DEA and Tobit Models. *Buildings*, 12(5), 623. <https://www.mdpi.com/2075-5309/12/5/623>
- Li, T.-T., Wang, K., Sueyoshi, T. et Wang, D. D. (2021). ESG: Research Progress and Future Prospects. *Sustainability (Switzerland)*, 13(21), 11663. <https://www.mdpi.com/2071-1050/13/21/11663>
- Li, Y., Arellano-Espitia, F., Aler, R., Igualada, L. et Corchero, C. (2025, 2025/12/15/). Data-driven methods and their applications to building HVAC energy consumption prediction: A review. *Journal of Building Engineering*, 116, 114612. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jobbe.2025.114612>
- Liang, Y., Pan, Y., Yuan, X., Yang, Y., Fu, L., Li, J., Sun, T., Huang, Z. et Kosonen, R. (2022). Assessment of operational carbon emission reduction of energy conservation measures for commercial buildings: Model development. *Energy and Buildings*.
- Liao, X., Wang, C., Li, B., Li, B. et Du, C. (2025). Professional Barriers in Energy Efficiency Retrofits—A Solution Based on Information Flow Modeling. *Buildings*, 15(2), 280. <https://www.mdpi.com/2075-5309/15/2/280>
- Lin, P. T., Jin, Y., Gao, F., Yang, R. et Lin, Q. (2023). Institutional investors, CSR report readability and the moderating role of ESG performance. *Sage Open*, 13(4), 21582440231208514.
- Lincoln, Y. S. et Guba, E. G. (1985). *Naturalistic inquiry*. sage.
- Liu, C. H., Zheng, C. et Zhu, B. (2026). Does Agglomeration Enhance Property Value? *Management Science*.
- Liusman, E., Ho, D. C. W., Lo, H. C. et Daniel Yet, F. L. (2017, 2017). Office rents, mixed-use developments, and agglomeration economies: a panel data analysis. *Journal of Property Investment & Finance*, 35(5), 455-471. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/JPIF-02-2017-0015>
- Locke, K., Golden-Biddle, K. et Feldman, M. S. (2004). IMAGINATIVE THEORIZING IN INTERPRETIVE ORGANIZATIONAL RESEARCH. (p. B1-B6). *Academy of Management Proceedings*, Academy of Management Briarcliff Manor, NY 10510.
- Lockwood, C. (2009). Building retrofits. *Urban Land*, 6(2009), 48-49.
- London Stock Exchange Group. (2018). Revealing the full picture - Your guide to ESG reporting. http://s3.amazonaws.com/documents.climsystems.com/corporate/insights/ESG_LSE_reporting_January_2018.pdf
- Lopes, H. (2016). Agency theory and social interactions at work. *Review of Social Economy*, 74(4), 349-368. <https://doi.org/10.1080/00346764.2016.1171381>
- López, M. Á. et Razauskas, A. (2023). *L'Espace économique européen (EEE), la Suisse et le Nord*. https://www.europarl.europa.eu/erpl-app-public/factsheets/pdf/fr/FTU_5.5.3.pdf
- Ordinance No. 187208. (2021). https://www.ladbs.org/docs/default-source/publications/ordinances/20-1139_ord_187208.pdf?sfvrsn=6acdc153_9
- Ordinance no. 187714. (2022). https://www.ladbs.org/docs/default-source/publications/ordinances/22-0151_ord_187714_1-23-23.pdf?sfvrsn=bdb0c153_7
- Lounsbury, M. (2001). Institutional sources of practice variation: Staffing college and university recycling programs. *Administrative science quarterly*, 46(1), 29-56.
- Lounsbury, M. (2008, 2008/05/01/). Institutional rationality and practice variation: New directions in the institutional analysis of practice. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4), 349-361. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.aos.2007.04.001>
- Łupieżowiec, M. (2021). Monitoring the Impact of the Large Building Investments on the Neighborhood. *Applied Sciences*, 11(14), 6537. <https://doi.org/10.3390/app11146537>
- M. R. Pompeo. (2019). *On the U.S. Withdrawal from the Paris Agreement*. Dans U. S. D. o. State (dir.).
- Macneil, I. R. (1973). The many futures of contracts. *S. Cal. I. Rev.*, 47, 691.
- Macneil, I. R. (1977). Contracts: adjustment of long-term economic relations under classical, neoclassical, and relational contract law. *Nw. UL Rev.*, 72, 854.

- Maguire, S., Hardy, C. et Lawrence, T. B. (2004). Institutional entrepreneurship in emerging fields: HIV/AIDS treatment advocacy in Canada. *Academy of management journal*, 47(5), 657-679.
- Maguire, S., Phillips, N. et Hardy, C. (2001). When Silence= Death', Keep Talking: Trust, Control and the Discursive Construction of Identity in the Canadian HIV/AIDS Treatment Domain. *Organization studies*, 22(2), 285-310.
- Mahoney, J. M. et Mahoney, J. T. (1993). An empirical investigation of the effect of corporate charter antitakeover amendments on stockholder wealth. *Strategic management journal*, 14(1), 17-31.
- Mair, J. et Martí, I. (2009). Entrepreneurship in and around institutional voids: A case study from Bangladesh. *Journal of Business Venturing*, 24, 419-435.
- Maldini, S. (2019). *LA PERCEPTION DU RÔLE DE L'IMMOBILIER DANS LA CO-CONSTRUCTION DE LA MOBILITÉ DURABLE*
- Mallin, C. A. (2019). *Corporate governance*. Oxford university press.
- Malone, L., Berger, M., Osnato, M., Blake, S. et Holland, E. (2023). Simpson Thacher Discusses the SEC's Climate and ESG Task Force. *Columbia Law School's on corporations and the capital markets*. <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2023/05/17/simpson-thacher-discusses-the-secs-climate-and-esg-task-force/>
- Manganelli, B. (2015). *Real estate investing*. Springer.
- Mansley, M. et Bright, D. (2000). *Socially Responsible Investment: A Guide for Pension Funds*. Informa Law from Routledge.
- Marciniuk-Kluska, A. et Kluska, M. (2025). An Attempt to Assess the Implementation of the Circular Economy in the EU-27 as an Important Element of Sustainable Development. *Sustainability (Switzerland)*, 17(11), 4942. <https://www.mdpi.com/2071-1050/17/11/4942>
- Marcus, A. A. et Fremeth, A. (2009). Strategic direction and management. *Business Management and Environmental Stewardship*, 23(3), 38-55.
- Marino, K. E. (1982). Structural Correlates of Affirmative Action Compliance. *Journal of Management*, 8, 75 - 93.
- Maron, M., Quétier, F., Sarmiento, M., ten Kate, K., Evans, M. C., Bull, J. W., Jones, J. P. G., zu Ermgassen, S. O. S. E., Milner-Gulland, E. J., Brownlie, S., Treweek, J. et von Hase, A. (2023). 'Nature positive' must incorporate, not undermine, the mitigation hierarchy. *Nature Ecology & Evolution*, 8, 14-17.
- Marquis, C., Toffel, M. W. et Zhou, Y. (2016). Scrutiny, Norms, and Selective Disclosure: A Global Study of Greenwashing. *Organizations & Markets: Formal & Informal Structures eJournal*.
- Martin, I. (2025). Quels sont les apports et les limites de l'ESG à un meilleur respect de la dignité humaine par les entreprises ? Dans H. e. B. H. Khemakhem, S. (dir.), *Le futur est ESG* (p. 39-56).
- Martin, J. (1990). 1990" Deconstructing organizational taboos: The suppression of gender conflicts in organizations". *Organization Science* 1: 339-359.
- Martins, L. L., Rindova, V. P. et Greenbaum, B. E. (2015). Unlocking the hidden value of concepts: A cognitive approach to business model innovation. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 9(1), 99-117.
- MAS. (2018). *Code of corporate governance*. https://rulebook.sgx.com/sites/default/files/net_file_store/SGX_Code_of_Corporate_Governance_2018.pdf
- MAS. (2020a). *Guidelines on environmental risk management (asset managers)*.
- MAS. (2020b). *Guidelines on environmental risk management (banks)*.
- MAS. (2020c). *Guidelines on environmental risk management (insurers)*.
- MAS. (2023). *CODE OF CORPORATE GOVERNANCE*.
- MAS. (2024). *Green Finance Industry Taskforce (GFIT)*. <https://www.mas.gov.sg/development/sustainable-finance/green-finance-industry-taskforce>
- Maslesa, E., Jensen, P. A. et Birkved, M. (2018). Indicators for quantifying environmental building performance: A systematic literature review. *Journal of Building Engineering*, 19, 552-560.

- Mason, J. (2002). *Qualitative Researching*. SAGE Publications.
<https://books.google.ca/books?id=gW5su96QHL0C>
- Mathotaarachchi, K. V., Hasan, R. et Mahmood, S. (2024). Advanced Machine Learning Techniques for Predictive Modeling of Property Prices. *Information*, 15(6), 295. <https://www.mdpi.com/2078-2489/15/6/295>
- Matten, D. et Moon, J. (2008). "Implicit" and "Explicit" CSR: A Conceptual Framework for a Comparative Understanding of Corporate Social Responsibility. *The Academy of Management Review*, 33(2), 404-424. <http://www.jstor.org.proxy.bibliotheques.ugam.ca/stable/20159405>
- Mattijssen, T. J. M., Dijkshoorn-Dekker, M. W. C., Kortstee, H. J. M., Polman, N. B. P. et Snep, R. (2023). Nature-inclusive urban development: lessons learned in three real estate projects in Dutch cities. *International Journal of Urban Sustainable Development*, 15(1), 152-171. <https://doi.org/10.1080/19463138.2023.2216654>
- Mayer, C. (2020). Ownership, agency, and trusteeship: an assessment. *Oxford Review of Economic Policy*, 36(2), 223-240. <https://doi.org/10.1093/oxrep/graa006>
- McKelvey, B. (2002). Model-Centered Organization Science Epistemology. Dans (p. 752-780). <https://doi.org/10.1002/9781405164061.ch33>.
- McKinney, M. L. (2002). Urbanization, Biodiversity, and Conservation: The impacts of urbanization on native species are poorly studied, but educating a highly urbanized human population about these impacts can greatly improve species conservation in all ecosystems. *BioScience*, 52(10), 883-890. [https://doi.org/10.1641/0006-3568\(2002\)052\[0883:UBAC\]2.0.CO;2](https://doi.org/10.1641/0006-3568(2002)052[0883:UBAC]2.0.CO;2)
- McNulty, T. et Nordberg, D. (2016). Ownership, activism and engagement: Institutional investors as active owners. *Corporate governance: An international review*, 24(3), 346-358.
- Medina, A., de la Cruz, A. et Tang, Y. (2022). Corporate ownership and concentration.
- Messier Jr, W. F., Martinov-Bennie, N. et Eilfsen, A. (2005). A review and integration of empirical research on materiality: Two decades later. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 24(2), 153-187.
- METI. (2020). *Green Growth Strategy Through Achieving Carbon Neutrality in 2050*. https://www.meti.go.jp/english/policy/energy_environment/global_warming/ggs2050/index.html
- METI. (2021). *Green Growth Strategy Through Achieving Carbon Neutrality in 2050*.
- Meyer, J. W. et Rowan, B. (1977). Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. *American journal of sociology*, 83(2), 340-363.
- Meyer, J. W. et Scott, W. R. (1984). Centralization and the legitimacy problems of local government. Dans J. W. Meyer et W. R. Scott (dir.), *Organizational environments: Ritual and rationality* (p. 199-215).
- Meyers, R. G. (1999). The Beginnings of Pragmatism: Peirce, Wright, James, Royce. Dans R. H. Popkin (dir.), *The Columbia history of Western philosophy*. Columbia University Press.
- Mezzanotte, F. E. (2023). Corporate sustainability reporting: double materiality, impacts, and legal risk. *Journal of Corporate Law Studies*, 23(2), 633-663. <https://doi.org/10.1080/14735970.2024.2319058>
- Micelotta, E., Lounsbury, M. et Greenwood, R. (2017). Pathways of institutional change: An integrative review and research agenda. *Journal of Management*, 43(6), 1885-1910.
- Miles, M. B. et Huberman, A. M. (1994). *Qualitative data analysis: An expanded sourcebook*. sage.
- Miller, K. D. (2008). Simon and Polanyi on rationality and knowledge. *Organization studies*, 29(7), 933-955.
- Ministère de la transition énergétique. (2022). *Le système européen d'échange de quotas d'émission*. [https://www.statistiques.developpement-durable.gouv.fr/edition-numerique/chiffres-cles-du-climat-decembre-2022/22-le-systeme-europeen-dechange-de#:~:text=Le%20syst%C3%A8me%20europ%C3%A9en%20d'%C3%A9change%20de%20quotas%20d'%C3%A9mission%20\(fonctionnement%20\(2021%2D2030\).](https://www.statistiques.developpement-durable.gouv.fr/edition-numerique/chiffres-cles-du-climat-decembre-2022/22-le-systeme-europeen-dechange-de#:~:text=Le%20syst%C3%A8me%20europ%C3%A9en%20d'%C3%A9change%20de%20quotas%20d'%C3%A9mission%20(fonctionnement%20(2021%2D2030).)
- Ministry for the Environment. (2022). *Aotearoa New Zealand's first national adaptation plan*.

- Regarding the Act for Partial Revision of the Act on Improvement of Energy Consumption Performance of Buildings to Contribute to the Realization of a Decarbonized Society. (2022). https://www.mlit.go.jp/jutakukentiku/build/r4kaisei_shoenehou_kijunhou.html#cont2
- Ministry of Economy, T. a. I., ,. (2017). GUIDANCE FOR INTEGRATED CORPORATE DISCLOSURE AND COMPANY-INVESTOR DIALOGUE FOR COLLABORATIVE VALUE CREATION. https://www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate_accounting/pdf/guidance.pdf
- Ministry of Economy Trade and Industry. (2023). *Declaration Form Released for Businesses Agreeing to the Disclosure of Information in the Periodic Report Under the Act Rationalizing Energy Use*. https://www.meti.go.jp/english/press/2023/0303_003.html
- Act on Annual Accounts etc. (Accounting Act). (2023). <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56>
- Ministry of Foreign Affairs. (2021). *What the EEA Agreement covers*. <https://www.regjeringen.no/en/topics/european-policy/eos/agreement/id685024/>
- Ministry of Housing and Urban Development. (2024). *Urban Development Act*. <https://www.hud.govt.nz/our-work/urban-development-act>
- Planning and Building Act (2008). (2008). <https://www.regjeringen.no/en/dokumenter/planning-building-act/id570450/>
- Minter Ellison. (2017). *Australian Stewardship Code launched by Financial Services Council*.
- Misangyi, V. F., Weaver, G. R. et Elms, H. (2008). Ending corruption: The interplay among institutional logics, resources, and institutional entrepreneurs. *Academy of Management review*, 33(3), 750-770.
- Mitnick, B. M. (2012). Delegation of specification: An agency theory of organizations. *Revised version to be included in Barry M. Mitnick, ed., Theory of Agency (Cambridge University Press, Forthcoming)*.
- Mizruchi, M. S. et Fein, L. C. (1999). The Social Construction of Organizational Knowledge: A Study of the Uses of Coercive, Mimetic, and Normative Isomorphism. *Administrative science quarterly*, 44, 653 - 683.
- MOEJ. (2017). *Green Bond Guidelines, 2017*.
- MOEJ. (2018a). *Basic Environment Plan*.
- MOEJ. (2018b). *Environmental Reporting Guidelines 2018*.
- Mohr, L. B. (1982). *Explaining organizational behavior : the limits and possibilities of theory and research*. Jossey-bass Publishers.
- Morano, P., Tajani, F., Di Liddo, F. et Amoruso, P. (2024). A Feasibility Analysis of Energy Retrofit Initiatives Aimed at the Existing Property Assets Decarbonisation. *Sustainability (Switzerland)*.
- Mortimer, N. D., Ashley, A., Moody, C., Rix, J. et Moss, S. (1998). Carbon dioxide savings in the commercial building sector. *Energy Policy*, 26(8), 615-624.
- MSCI. (2022). *Real Estate Market Size 2021/22*. <https://crowdersa.pl/wp-content/uploads/2023/04/MSCI-Real-Estate-Market-Size-Report-2021-22.pdf>
- Müller, D. et Schmitz, P. W. (2016). Transaction costs and the property rights approach to the theory of the firm. *European Economic Review*, 87, 92-107.
- Murtaza, G., Murtaza, B., Niazi, N. K. et Sabir, M. (2014). Soil contaminants: sources, effects, and approaches for remediation. Dans *Improvement of crops in the era of climatic changes* (p. 171-196). Springer.
- Naciti, V., Cesaroni, F. et Pulejo, L. (2022, 2022/03/01). Corporate governance and sustainability: a review of the existing literature. *Journal of management and governance*, 26(1), 55-74. <https://doi.org/10.1007/s10997-020-09554-6>
- Nakamura, S., Peiser, R. et Torto, R. (2018). Are There Investment Premiums for Mixed-Use Properties? *Journal of Real Estate Research*, 40(1), 1-40.
- Nasi, R. (2022). The glasgow leaders' declaration on forests and land use: Significance toward "Net Zero". *Global Change Biology*, 28(6), 1951-1952. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/gcb.16039>

- National BPS Coalition. (2025). *About the National BPS Coalition*. <http://nationalbpscoalition.org/>
- Nature Action 100. (2024a). *Home*. <https://www.natureaction100.org/>
- Nature Action 100. (2024b). *Nature Action 100 Company Benchmark Indicators*. <https://www.natureaction100.org/media/2024/04/Nature-Action-100-Benchmark-Indicators-2024-1.pdf>
- NBIM. (2018a). *Annual report 2017*. <https://www.nbim.no/en/news-and-insights/reports/2017/annual-report-2017/>
- NBIM. (2018b). *Responsible investment 2017*. <https://www.nbim.no/en/news-and-insights/reports/2017/responsible-investment-2017/>
- NBIM. (2021a). *Annual report 2020*. <https://www.nbim.no/en/news-and-insights/reports/2020/annual-report-2020/>
- NBIM. (2021b). *Responsible investment 2020*. <https://www.nbim.no/en/news-and-insights/reports/2020/responsible-investment-2020/>
- NBIM. (2024a). *Annual report 2023*. <https://www.nbim.no/en/news-and-insights/reports/2023/annual-report-2023/>
- NBIM. (2024b). *Responsible investment 2023*. <https://www.nbim.no/en/news-and-insights/reports/2023/responsible-investment-2023/>
- NCREIF et PREA. (2022). *Reporting Standards ESG Key Performance Indicators*.
- A Local Law - to amend the administrative code of the city of new york, in relation to expanding the list of buildings required to be benchmarked for energy and water efficiency. (2016a). https://www.nyc.gov/assets/buildings/local_laws/ll133of2016.pdf
- A Local Law - to amend the administrative code of the city of new york, in relation to the installation of submeters in certain tenant spaces. (2016b). https://www.nyc.gov/assets/buildings/local_laws/ll132of2016.pdf
- A Local Law - to amend the administrative code of the city of new york, in relation to energy efficiency scores and grades for certain buildings. (2018). <https://igpny.com/wp-content/uploads/2019/11/LL33-of-2018-Energy-Efficiency-Grade.pdf>
- A Local Law - to amend the administrative code of the city of new york and the new york city building code, in relation to requiring that the roofs of certain buildings be covered in green roofs or solar photovoltaic electricity generating systems. (2019a). https://www.nyc.gov/assets/buildings/local_laws/ll94of2019.pdf
- A Local Law - to amend the administrative code of the city of new york, in relation to a building energy efficiency grade. (2019b). https://www.nyc.gov/assets/buildings/local_laws/ll95of2019.pdf
- A Local Law - to amend the new york city building code, in relation to requiring that the roofs of certain buildings be partially covered in green roof or solar photovoltaic electricity generating systems. (2019c). https://www.nyc.gov/assets/buildings/local_laws/ll92of2019.pdf
- A Local Law - to amend the new york city charter and the administrative code of the city of new york, in relation to the commitment to achieve certain reductions in greenhouse gas emissions by 2050. (2019d). https://www.nyc.gov/assets/buildings/local_laws/ll97of2019.pdf
- New Zealand Government. (2023). *Proposed Building for Climate Change amendments - Amendment proposes energy performance ratings and waste minimisation plans*. Dans I. E. Ministry of Business (dir.).
- Newell, G. et Marzuki, M. J. (2022). The increasing importance of environmental sustainability in global real estate investment markets. *Journal of Property Investment & Finance*, 40(4), 411-429.
- Newell, G., Nanda, A. et Moss, A. (2023). Improving the benchmarking of ESG in real estate investment. *Journal of Property Investment & Finance*, 41(4), 380-405. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JPIF-10-2021-0084/full/html>

- NGFS. (2019). *A call for action - Climate change as a source of financial risk*. https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_first_comprehensive_report_-_17042019_0.pdf
- NGFS. (2020a). *Guide to climate scenario analysis for central banks and supervisors*. https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_guide_scenario_analysis_final.pdf
- NGFS. (2020b). *Overview of Environmental Risk Analysis by Financial Institutions*. https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/overview_of_environmental_risk_analysis_by_financial_institutions.pdf
- NGFS. (2021). *NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors*. https://www.ngfs.net/sites/default/files/media/2021/08/27/ngfs_climate_scenarios_phase2_june2021.pdf
- NGFS. (2022). *NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors*. https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_climate_scenarios_for_central_banks_and_supervisors.pdf.pdf
- NGFS. (2023a). *Nature-related Financial Risks: a Conceptual Framework to guide Action by Central Banks and Supervisors*. https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_conceptual-framework-on-nature-related-risks.pdf
- NGFS. (2023b). *NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors*. https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_climate_scenarios_for_central_banks_and_supervisors_phase_iv.pdf
- NGFS. (2023c). *Recommendations toward the development of scenarios for assessing nature-related economic and financial risks*. https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_nature_scenarios_recommendations.pdf
- NGFS. (2024). *Origin and Purpose*. <https://www.ngfs.net/en>
- Niiniluoto, I. (1999). *Critical scientific realism*. OUP Oxford.
- Nikolaos, K., Dimitra, V. et Agapi, X. (2011). Real estate values and environment: A case study on the effect of the environment on residential real estate values. *International Journal of Academic Research*, 3(1), 861-868.
- Nilsson, J. (2008). Investment with a Conscience: Examining the Impact of Pro-Social Attitudes and Perceived Financial Performance on Socially Responsible Investment Behavior. *Journal of Business Ethics*, 83, 307-325.
- Nissen, U. (1995). A methodology for the development of cleaner products: The ideal-eco-product approach. *Journal of Cleaner Production*, 3(1-2), 83-87.
- Noh, Y., Jafarinejad, S. et Anand, P. (2024). A Review on Harnessing Renewable Energy Synergies for Achieving Urban Net-Zero Energy Buildings: Technologies, Performance Evaluation, Policies, Challenges, and Future Direction. *Sustainability (Switzerland)*, 16(8), 3444. <https://www.mdpi.com/2071-1050/16/8/3444>
- Nord, W. R. et Tucker, S. (1987). Implementing routine and radical innovations. (No Title).
- North, D. C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press. <https://doi.org/DOI:10.1017/CBO9780511808678>
- North, D. C. et Weingast, B. R. (1989). Constitutions and commitment: the evolution of institutions governing public choice in seventeenth-century England. *The journal of economic history*, 49(4), 803-832.
- Norton Rose Fulbright. (2021). *Climate change and sustainability disputes: Securities Litigation*.

- Norwegian Corporate Governance Board. (2021). *The norwegian code of practice for corporate governance*. <https://nues.no/wp-content/uploads/2021/10/2021-10-14-The-Norwegian-Code-of-Practice-for-Corporate-Governance.pdf>
- Norwegian Ministry of Climate and Environment. (2022). *Norway's Climate Action Plan for 2021–2030*. <https://www.regjeringen.no/contentassets/a78ecf5ad2344fa5ae4a394412ef8975/en-gb/pdfs/stm202020210013000engpdfs.pdf>
- Norwegian Ministry of Trade, I. a. F. (2022). *Roadmap - The green industrial initiative* (W-0043 E). https://www.regjeringen.no/contentassets/1c3d3319e6a946f2b57633c0c5fcc25b/roadmap_the-green-industrial-initiative_spreads_web.pdf
- Nunes, P., Lerer, M. M. et da Graça, G. C. (2013). Energy certification of existing office buildings: Analysis of two case studies and qualitative reflection. *Sustainable Cities and Society*, 9, 81-95.
- NYSCRF. (2017). *Comprehensive Annual Financial Report*. <https://www.osc.ny.gov/files/retirement/resources/pdf/comprehensive-annual-financial-report-2017.pdf>
- NYSCRF. (2018). *2017 CORPORATE GOVERNANCE STEWARDSHIP REPORT*. <https://www.osc.ny.gov/files/reports/special-topics/pdf/2017-corporate-governance-stewardship-report.pdf>
- NYSCRF. (2020). *Comprehensive Annual Financial Report*. <https://www.osc.ny.gov/files/retirement/resources/pdf/comprehensive-annual-financial-report-2020.pdf>
- NYSCRF. (2021). *2020 CORPORATE GOVERNANCE STEWARDSHIP REPORT*. <https://www.osc.ny.gov/files/reports/special-topics/pdf/2020-corporate-governance-stewardship-report.pdf>
- NYSCRF. (2023). *Comprehensive Annual Financial Report*. <https://www.osc.ny.gov/files/retirement/resources/pdf/annual-comprehensive-financial-report-2023.pdf>
- NYSCRF. (2024). *2023 CORPORATE GOVERNANCE STEWARDSHIP REPORT*. <https://www.osc.ny.gov/files/reports/special-topics/pdf/2023-corporate-governance-stewardship-report.pdf>
- NZAMI. (2024a). *COMMITMENT*. <https://www.netzeroassetmanagers.org/commitment/>
- NZAMI. (2024b). *Home*. <https://www.netzeroassetmanagers.org/>
- Oberthür, S. et Dupont, C. (2021, 2021/07/03). The European Union's international climate leadership: towards a grand climate strategy? *Journal of European Public Policy*, 28(7), 1095-1114. <https://doi.org/10.1080/13501763.2021.1918218>
- Ocampo-Martínez, C., Puig, V., Cembrano, G., Creus, R. et Minoves, M. (2009). Improving water management efficiency by using optimization-based control strategies: the Barcelona case study. *Water science and technology: water supply*, 9(5), 565-575.
- OCDE. (2021). *G20 economies are pricing more carbon emissions but stronger globally more coherent policy action is needed to meet climate goals, says OECD*.
- OCDE. (2023). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/ed750b30-en.pdf?expires=1701805542&id=id&accname=guest&checksum=054C5B9F441C7993C8BAF02D2DC7530B>
- OCDE et Eurostat. (2019). *Manuel d'Oslo 2018 : Lignes directrices pour le recueil, la communication et l'utilisation des données sur l'innovation* (vol. 4). OECD. <https://doi.org/https://doi.org/10.1787/c76f1c7b-fr>.
- OECD. (2005). *Oslo manual Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data* (Paris and Luxembourg: OECD/Euro-stat, Issue).

- OFB. (2023). *Qu'est-ce que la biodiversité ?* <https://www.ofb.gouv.fr/quest-ce-que-la-biodiversite>
- Office for National Statistics. (2023). *Regional gross domestic product: all ITL regions*. <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/datasets/regionalgrossdomesticproductallnutslevelregions>
- Public Law 117 - 58 - Infrastructure Investment and Jobs Act. (2021). <https://www.govinfo.gov/app/details/PLAW-117publ58>
- Oliver, C. (1991). Strategic Responses to Institutional Processes. *The Academy of Management Review*, 16(1), 145-179. <https://doi.org/10.2307/258610>
- Omer, M. A. B. et Noguchi, T. (2020, 2020/01/01/). A conceptual framework for understanding the contribution of building materials in the achievement of Sustainable Development Goals (SDGs). *Sustainable Cities and Society*, 52, 101869. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.scs.2019.101869>
- Ontario. (2019). *Ontario to Fight Carbon Tax with Every Tool at its Disposal - Carbon Tax Will Kill Jobs and Increase Price of Gas, Home Heating and Other Products*. <https://news.ontario.ca/en/release/51496/ontario-to-fight-carbon-tax-with-every-tool-at-its-disposal>
- ONU. (2023). *Objectifs de développement durable*. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/fr/objectifs-de-developpement-durable/>
- Opoku, A. (2019, 2019/02/01/). Biodiversity and the built environment: Implications for the Sustainable Development Goals (SDGs). *Resources, Conservation and Recycling*, 141, 1-7. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.resconrec.2018.10.011>
- Opoku, A. et Baah, B. (2024). Chapter 19: Biodiversity conservation, the built environment, and the sustainable development goals Dans A. Opoku (dir.), *The Elgar Companion to the Built Environment and the Sustainable Development Goals* (p. 330-351). Edward Elgar Publishing. <https://doi.org/10.4337/9781035300037.00029>
- 10.4337/9781035300037.
- Ortiz, O., Castells, F. et Sonnemann, G. (2009). Sustainability in the construction industry: A review of recent developments based on LCA. *Construction and building materials*, 23(1), 28-39.
- PAAO. (2024). *LIGNED ASSET OWNERS - Paris Aligned Asset Owners*. <https://www.parisalignedassetowners.org/>
- PACTA. (2023). *PACTA FOR INVESTORS - PACTA Tool for Listed Equity and Corporate Bonds*. <https://pacta.rmi.org/pacta-for-investors/>
- Palazzo, M., Foroudi, P., Siano, A. et Kitchen, P. J. (2017, 2017). The value and significance of corporate community relations: an Italian SME perspective. *The Bottom Line*, 30(4), 330-344. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/BL-08-2017-0019>
- Pandey, N., Andres, C. et Kumar, S. (2023). Mapping the corporate governance scholarship: Current state and future directions. *Corporate governance: An international review*, 31(1), 127-160.
- Park, J., Sani, J., Shroff, N. et White, H. (2019). Disclosure incentives when competing firms have common ownership. *Journal of Accounting & Economics*, 67(2/3), 387-415. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2019.02.001>
- Park, S. R. et Jang, J. Y. (2021). The Impact of ESG Management on Investment Decision: Institutional Investors' Perceptions of Country-Specific ESG Criteria. *International Journal of Financial Studies*, 9(3), 48. <https://www.mdpi.com/2227-7072/9/3/48>
- Building Energy Efficiency Disclosure Act 2010 (2010). <https://www.legislation.gov.au/Details/C2022C00245>

- Building Act 2004. (2004).
https://www.legislation.govt.nz/act/public/2004/0072/latest/DLM306036.html?search=sw_096be8ed81dbaa71_waste_25_se&p=1#DLM306046
- Financial Markets Conduct Act 2013. (2013).
<https://www.legislation.govt.nz/act/public/2013/0069/latest/whole.html>
- Urban Development Act 2020. (2020).
<https://www.legislation.govt.nz/act/public/2020/0042/latest/whole.html>
- Financial Sector (Climate-related Disclosures and Other Matters) Amendment Act 2021.* (2021).
<https://legislation.govt.nz/bill/government/2021/0030/latest/whole.html#LMS479636>
- Natural and Built Environment Act 2023. (2023a).
<https://www.legislation.govt.nz/act/public/2023/0046/latest/whole.html>
- Spatial Planning Act 2023. (2023b).
<https://www.legislation.govt.nz/act/public/2023/0047/latest/whole.html#LMS723103>
- Parliament of the United Kingdom. (2021). *Environment Act 2021*.
- The Companies, Partnerships and Groups (Accounts and Non-Financial Reporting) Regulations 2016. (2016). <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2016/1245/made>
- The Companies (Strategic Report) (Climate-related Financial Disclosure) Regulations 2022. (2022).
<https://www.legislation.gov.uk/uksi/2022/31/made>
- Patton, M. Q. (1982). Qualitative methods and approaches: what are they? *New Directions for Institutional Research*, 1982(34), 3-15.
- Patton, M. Q. (2002). *Qualitative research and evaluation methods* (3 éd.). SAGE Publications, inc.
- Paulin, D. G. (2023). Finding Success In The Rules: How The New SEC Regulations Create An Opportunity. *Forbes*. <https://www.forbes.com/sites/forbesfinancecouncil/2023/04/25/finding-success-in-the-rules-how-the-new-sec-regulations-create-an-opportunity/>
- Paxton, M. (2023). *The destruction of nature threatens the world economy. It's time to outlaw it as a serious financial crime*. UNEP.
- Pazarskis, M., Galanis, S., Koutoupis, A. G. et Stavrou, A. (2024). Corporate governance in real estate investment trusts: a systematic literature review and ideas for future research. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 18(1), 1-26.
- PBAF. (2022). *Taking biodiversity into account - PBAF Standard v 2022 Biodiversity impact assessment - Footprinting*. https://pbafglobal.com/files/downloads/PBAF_FP2022.pdf
- PBAF. (2023). *Taking biodiversity into account - PBAF Standard v2023 - Assessment of Dependencies on ecosystem services*.
https://pbafglobal.com/files/downloads/PBAF_standard_assessment_of_dependenciesjune_2023.pdf
- PBAF. (2024). *About*. <https://pbafglobal.com/about-pbaf>
- PCAF. (2020). *Financed Emissions - The Global GHG Accounting & Reporting Standard - Part A*
<https://carbonaccountingfinancials.com/en/standard#the-global-ghg-accounting-and-reporting-standard-for-the-financial-industry>
- PCAF. (2022a). *Financed Emissions - The Global GHG Accounting & Reporting Standard - Part A*
<https://carbonaccountingfinancials.com/en/standard#the-global-ghg-accounting-and-reporting-standard-for-the-financial-industry>
- PCAF. (2022b). *Insurance-Associated Emissions - The Global GHG Accounting & Reporting Standard - Part C*
<https://carbonaccountingfinancials.com/en/standard#the-global-ghg-accounting-and-reporting-standard-for-the-financial-industry>
- PCAF. (2023). *Facilitated Emissions - The Global GHG Accounting & Reporting Standard - Part B*
<https://carbonaccountingfinancials.com/en/standard#the-global-ghg-accounting-and-reporting-standard-for-the-financial-industry>

PCAF. (2024). *About PCAF*. <https://carbonaccountingfinancials.com/about>

Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups Text with EEA relevance. (2014). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0095>

Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE). (2019). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:32019R2088>

RÈGLEMENT (UE) 2023/956 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 10 mai 2023 établissant un mécanisme d'ajustement carbone aux frontières. (2023). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32023R0956>

RÈGLEMENT (UE) No 1286/2014 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance. (2014). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:02014R1286-20141229>

Règlement (UE) 2016/2340 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2016 modifiant le règlement (UE) n° 1286/2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance en ce qui concerne sa date de mise en application (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE). (2016). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX%3A32016R2340>

DIRECTIVE (UE) 2017/828 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires. (2017a). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828>

Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE. (2017b). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=celex%3A32017R1129>

Règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées, et modifiant les directives 2009/65/CE, 2009/138/CE et 2011/61/UE et les règlements (CE) no 1060/2009 et (UE) no 648/2012. (2017c). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=celex%3A32017R2402>

Directive (UE) 2018/844 du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 2018 modifiant la directive 2010/31/UE sur la performance énergétique des bâtiments et la directive 2012/27/UE relative à l'efficacité énergétique (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE). (2018). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX%3A32018L0844&lang1=FR&from=EN&lang3=choose&lang2=choose&csrf=73045f70-eb93-4cb5-9602-dedb6a8c50ba>

Règlement (UE) 2019/1238 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relatif à un produit paneuropéen d'épargne-retraite individuelle (PEPP) (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE). (2019). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/ALL/?uri=CELEX%3A32019R1238>

Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088 (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE). (2020). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX%3A32020R0852>

- Directive (eu) 2022/2464 of the european parliament and of the council of 14 december 2022 amending regulation (eu) no 537/2014, directive 2004/109/ec, directive 2006/43/ec and directive 2013/34/eu, as regards corporate sustainability reporting. (2022). <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/59e70288-7ce5-11ed-9887-01aa75ed71a1/language-en/format-PDF/source-287731084>
- Pearce, A. (2017). Sustainable Urban Facilities Management. Dans. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-409548-9.10183-6>.
- Peart, R., Boston, J., Maher, S. et Konlechner, T. (2023). *Aotearoa New Zealand's Climate Change Adaptation Act: Building a Durable Future - principles and funding for managed retreat*.
- Peirce, C. S. H. C. W. P. B. A. W. (1931). *Collected papers of Charles Sanders Peirce*.
- Pentland, B. T. (1999). Building process theory with narrative: From description to explanation. *Academy of Management review*, 24(4), 711-724.
- PERE. (2023). *The PERE Global investor 100*. https://e.infogram.com/oct23_gi-100-2023-ranking-table-1h0r6rp118lw2e?live?parent_url=https%3A%2F%2Fwww.perenews.com%2Fthe-pere-gi-100-edges-up%2F&src=embed#async_embed
- Perkmann, M. et Spicer, A. (2007). Healing the scars of history': Projects, skills and field strategies in institutional entrepreneurship. *Organization studies*, 28(7), 1101-1122.
- Perrow, C. (1986). *Complex organizations : a critical essay* (3rd éd.). McGraw-Hill.
- Pettigrew. (1985). *The awakening giant : continuity and change in ICI*. Blackwell.
- Pettigrew. (1990). Longitudinal field research on change: Theory and practice. *Organization science*, 1(3), 267-292.
- Pettigrew et Whipp. (1993). Managing change for competitive success. <https://archive.org/details/managingchangefo0000pett>
- Pettorelli, N., Graham, N. A. J., Seddon, N., Maria da Cunha Bustamante, M., Lowton, M. J., Sutherland, W. J., Koldewey, H. J., Prentice, H. C. et Barlow, J. (2021). Time to integrate global climate change and biodiversity science-policy agendas. *Journal of Applied Ecology*.
- Philbeck, T. D., Davis, N. R. et Larsen, A. M. (2018). Values, ethics and innovation: rethinking technological development in the fourth industrial revolution.
- Phillips, N., Lawrence, T. B. et Hardy, C. (2004). Discourse and institutions. *Academy of Management review*, 29(4), 635-652.
- Pike, J. (2020). The future of sustainable real estate investments in a post-COVID-19 world. *Journal of European Real Estate Research*, 13(3), 455-460. <https://doi.org/10.1108/JERER-07-2020-0042>
- Pineau, E., Le, P. et Estran, R. (2022, 2022/10/01/). Importance of ESG factors in sovereign credit ratings. *Finance Research Letters*, 49, 102966. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102966>
- Pires, A. P. F., Srivastava, D. S., Marino, N. A. C., MacDonald, A. M., Figueiredo-Barros, M. P. et Farjalla, V. F. (2018). Interactive effects of climate change and biodiversity loss on ecosystem functioning. *Ecology*, 99 5, 1203-1213.
- Pivo, G. et McNamara, P. (2012). Sustainable and responsible property investing. Dans *Sustainable Investing* (p. 145-156). Routledge.
- Pivo, G. et UNEP-FI. (2008). Responsible property investing: what the leaders are doing. *Journal of Property Investment & Finance*.
- Plakantonaki, S., Kiskira, K., Zacharopoulos, N., Chronis, I., Coelho, F., Togiani, A., Kalkanis, K. et Priniotakis, G. (2023). A Review of Sustainability Standards and Ecolabeling in the Textile Industry. *Sustainability (Switzerland)*, 15(15), 11589. <https://www.mdpi.com/2071-1050/15/15/11589>
- PNUE. (2023). *Cadre mondial de la biodiversité de Kunming à Montréal*.
- Pout, C., MacKenzie, F. et Bettel, R. (2002). *Carbon dioxide emissions from non-domestic buildings: 2000 and beyond*. CRC.

- Präger, L., Woytowicz, J., Reitberger, R. et Lang, W. (2025, 2025/11/01/). LCA-based calculation of GHG Protocol Scope 3: A bottom-up approach to determine GHG emissions of the construction activity of municipalities. *Building and Environment*, 285, 113502. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.buildenv.2025.113502>
- PREA. (2024). *About PREA*. Récupéré le 23/01/2024 de <https://prea.org/about-prea/about-prea/>
- PRI. (2015). *DEVELOPING AN ASSET OWNER CLIMATE CHANGE STRATEGY PILOT FRAMEWORK*. <https://www.unpri.org/download?ac=1885>
- PRI. (2017a). *INCORPORATING RESPONSIBLE INVESTMENT REQUIREMENTS INTO PRIVATE EQUITY FUND TERMS*. <https://www.unpri.org/download?ac=271>
- PRI. (2017b). *MANAGING ESG RISK IN THE SUPPLY CHAINS OF PRIVATE COMPANIES AND ASSETS*. <https://www.unpri.org/download?ac=1894>
- PRI. (2018a). *ASSET OWNER STRATEGY GUIDE : HOW TO CRAFT AN INVESTMENT STRATEGY*. <https://www.unpri.org/download?ac=4336>
- PRI. (2018b). *CONVERGING ON CLIMATE LOBBYING ALIGNING CORPORATE PRACTICE WITH INVESTOR EXPECTATIONS*. <https://www.unpri.org/download?ac=4707>
- PRI. (2018c). *HOW TO INVEST IN THE LOW-CARBON ECONOMY AN INSTITUTIONAL INVESTORS' GUIDE*. <https://www.unpri.org/download?ac=6241>
- PRI. (2018d). *IMPLEMENTING THE TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES (TCFD) RECOMMENDATIONS - A GUIDE FOR ASSET OWNERS*. <https://www.unpri.org/download?ac=4652>
- PRI. (2018e). *INCORPORATING RESPONSIBLE INVESTMENT REQUIREMENTS INTO PRIVATE EQUITY FUND TERMS*. <https://www.unpri.org/download?ac=271>
- PRI. (2018f). *SHIFTING PERCEPTIONS: ESG, CREDIT RISK AND RATINGS PART 2: EXPLORING THE DISCONNECTS*. <https://www.unpri.org/download?ac=4944>
- PRI. (2018g). *SHIFTING PERCEPTIONS: ESG, CREDIT RISK AND RATINGS PART 3: FROM DISCONNECTS TO ACTION AREAS*. <https://www.unpri.org/download?ac=5819>
- PRI. (2019a). *ACTIVE OWNERSHIP 2.0: THE EVOLUTION STEWARDSHIP URGENTLY NEEDS*. <https://www.unpri.org/download?ac=9721>
- PRI. (2019b). *RI Review Tool survey*. <https://www.unpri.org/investment-tools/ri-review-tool/4531.article>
- PRI. (2020a). *ASSET OWNER TECHNICAL GUIDE INVESTMENT MANAGER APPOINTMENT GUIDE*. <https://www.unpri.org/download?ac=11970>
- PRI. (2020b). *ASSET OWNER TECHNICAL GUIDE INVESTMENT MANAGER MONITORING GUIDE*. <https://www.unpri.org/download?ac=11971>
- PRI. (2020c). *ASSET OWNER TECHNICAL GUIDE INVESTMENT MANAGER SELECTION GUIDE*. <https://www.unpri.org/download?ac=11969>
- PRI. (2020d). *CLIMATE CHANGE FOR ASSET OWNERS*. <https://www.unpri.org/download?ac=10843>
- PRI. (2021a). *ESG IN CREDIT RISK AND RATINGS: BRINGING ANALYSTS AND ISSUERS TOGETHER*. <https://www.unpri.org/download?ac=16669>
- PRI. (2021b). *ESG IN CREDIT RISK AND RATINGS: BROADENING THE OUTREACH TO INVESTMENT CONSULTANTS*. <https://www.unpri.org/download?ac=14834>
- PRI. (2021c). *MAKING VOTING COUNT - How principle-based voting on shareholder resolutions can contribute to clear, effective and accountable stewardship*. <https://www.unpri.org/download?ac=12730>
- PRI. (2021d). *STEWARDSHIP*. <https://www.unpri.org/download?ac=12686>
- PRI. (2021e). *TECHNICAL GUIDE: TCFD FOR REAL ASSETS INVESTORS*. <https://www.unpri.org/download?ac=13337>
- PRI. (2022a). *BRIEFING PAPER - DRAFT CLIMATE DISCLOSURE RULES AND STANDARDS : A COMPARATIVE ANALYSIS*. <https://www.unpri.org/download?ac=17147>

- PRI. (2022b). *BRIEFING NOTE - FIRST SET OF EXPOSURE DRAFT EUROPEAN SUSTAINABILITY REPORTING STANDARDS*.
https://dwtyzx6upklss.cloudfront.net/Uploads/m/x/n/pribriefingnoteexposedrafteuropainsustainabilityreportingstandards_609079.pdf
- PRI. (2022c). *BRIEFING NOTE - ISSB EXPOSURE DRAFTS ON CLIMATE AND GENERAL SUSTAINABILITY DISCLOSURES*.
https://dwtyzx6upklss.cloudfront.net/Uploads/i/j/t/briefingnoteissbexposedraftsonclimateandgeneralsustainabilitydisclosures_319529.pdf
- PRI. (2022d). *CLIMATE METRICS*. <https://www.unpri.org/download?ac=16427>
- PRI. (2022e). *Climate Risk an Investor Resource Guide*. <https://www.unpri.org/download?ac=15605>
- PRI. (2022f). *Closing the Loop - Responsible Investment and the Circular Economy*.
<https://www.unpri.org/download?ac=17130>
- PRI. (2022g). *RESPONSIBLE INVESTMENT DDQ FOR HEDGE FUND INVESTORS*.
<https://www.unpri.org/download?ac=15899>
- PRI. (2022h). *RESPONSIBLE INVESTMENT DDQ FOR LISTED EQUITY INVESTORS*.
<https://www.unpri.org/download?ac=15898>
- PRI. (2022i). *REVIEW OF TRENDS IN ESG REPORTING REQUIREMENTS FOR INVESTORS*.
<https://www.unpri.org/download?ac=16705>
- PRI. (2023a). *About the PRI*. Récupéré le 13/01/2024 de <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>
- PRI. (2023b). *RESPONSIBLE INVESTMENT DDQ FOR REAL ESTATE INVESTORS*.
<https://www.unpri.org/download?ac=6449>
- PRI. (2026). *PRI Directory*. Récupéré le 10/02/2026 de <https://www.unpri.org/supporters>
- PRI, Generation Foundation et UNEP-FI. (2022a). *A LEGAL FRAMEWORK FOR IMPACT AUSTRALIA INTEGRATING SUSTAINABILITY GOALS ACROSS THE INVESTMENT INDUSTRY*.
<https://www.unpri.org/download?ac=16940>
- PRI, Generation Foundation et UNEP-FI. (2022b). *A LEGAL FRAMEWORK FOR IMPACT EUROPEAN UNION INTEGRATING SUSTAINABILITY GOALS ACROSS THE INVESTMENT INDUSTRY*.
<https://www.unpri.org/download?ac=16174>
- PRI, Generation Foundation et UNEP-FI. (2022c). *A LEGAL FRAMEWORK FOR IMPACT UK INTEGRATING SUSTAINABILITY GOALS ACROSS THE INVESTMENT INDUSTRY*.
<https://www.unpri.org/download?ac=17214>
- PRI, Generation Foundation et UNEP-FI. (2023a). *A LEGAL FRAMEWORK FOR IMPACT CANADA INTEGRATING SUSTAINABILITY GOALS ACROSS THE INVESTMENT INDUSTRY*.
<https://www.unpri.org/download?ac=17981>
- PRI, Generation Foundation et UNEP-FI. (2023b). *A LEGAL FRAMEWORK FOR IMPACT JAPAN INTEGRATING SUSTAINABILITY GOALS ACROSS THE INVESTMENT INDUSTRY*.
<https://www.unpri.org/download?ac=18773>
- PRI, UNEP-FI, UNGC et Inquiry. (2015). *FIDUCIARY DUTY IN THE 21ST CENTURY*.
https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century.pdf
- PRI, UNEP et Inquiry. (2016). *STATEMENT ON ESG IN CREDIT RATINGS*.
<https://mpp.pensionsbc.ca/documents/391208/861519/%28PDF%29+Principles+for+Responsible+Investment+%28PRI%29+statement+on+ESG+in+credit+ratings+%E2%80%93+2016/498f1b4c-098f-41ea-80cc-63719b340620>
- Principale, S. (2023). *Fostering sustainability in corporate governance : analysis of the EU sustainable corporate governance and due diligence directives*. Springer. <https://doi.org/10.1007/978-3-031-30354-8>
- Purvis, B., Mao, Y. et Robinson, D. (2019). Three pillars of sustainability: in search of conceptual origins [Scientific]. *Sustainability Science*, 14(3), 681-695. <https://doi.org/10.1007/s11625-018-0627-5>

- PwC. (2022a). Environmental risk management - How asset managers are embracing the MAS guidelines. <https://www.pwc.com/sg/en/publications/assets/page/environmental-risk-management.pdf>
- PwC. (2022b). *Inflation Reduction Act: ESG provisions may provide benefits to the real estate industry*. Dans PwC (dir.).
- R2R. (2023). *RtR's METRICS FRAMEWORK - White Paper#1*. https://rtrdataexplorer.streamlit.app/METRICS_FRAMEWORK
- R2R. (2024). *Putting people and nature first*. <https://racetozero.unfccc.int/system/racetoresilience/>
- R2Z. (2024). *Helping deliver a healthier, fairer, net zero world*. <https://climatechampions.unfccc.int/system/race-to-zero/>
- Rajan, R. et Zingales, L. (2000). *The governance of the new enterprise* : National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- Ramonas, A. (2022). Recent SEC Enforcement Hints at Looming Crackdown on ESG Claims. <https://news.bloomberglaw.com/securities-law/recent-sec-enforcement-hints-at-looming-crackdown-on-esg-claims>
- Rashid, Y., Rashid, A., Warraich, M. A., Sabir, S. S. et Waseem, A. (2019). Case Study Method: A Step-by-Step Guide for Business Researchers. *International Journal of Qualitative Methods*, 18, 1609406919862424. <https://doi.org/10.1177/1609406919862424>
- Rashvand, P. et Majid, M. Z. A. (2014). Critical Criteria on Client and Customer Satisfaction for the Issue of Performance Measurement [Article]. *Journal of Management in Engineering*, 30(1), 10-18. [https://doi.org/10.1061/\(ASCE\)ME.1943-5479.0000183](https://doi.org/10.1061/(ASCE)ME.1943-5479.0000183)
- Reddy, V. J., Hariram, N. P., Ghazali, M. F. et Kumarasamy, S. (2024). Pathway to Sustainability: An Overview of Renewable Energy Integration in Building Systems. *Sustainability (Switzerland)*, 16(2), 638. <https://www.mdpi.com/2071-1050/16/2/638>
- Register, R. (2006). *Ecocities : rebuilding cities in balance with nature* (Rev. éd.). New Society Publishers.
- Renwick, D. W., Redman, T. et Maguire, S. (2013). Green human resource management: A review and research agenda. *International journal of management reviews*, 15(1), 1-14.
- CARBON PRICING ACT 2018. (2018). <https://sso.agc.gov.sg/Acts-Supp/23-2018/>
- Décret n° 2019-771 du 23 juillet 2019 relatif aux obligations d'actions de réduction de la consommation d'énergie finale dans des bâtiments à usage tertiaire. (2019). <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000038812251>
- Reuters. (2017). *Oil producer Norway bans use of heating oil in buildings*. <https://www.reuters.com/article/us-climatechange-norway/oil-producer-norway-bans-use-of-heating-oil-in-buildings-idUSKBN1961VL>
- Reuters Plus. (2023). *Japan's broad alliance for biodiversity*.
- Rinesh, S., Deepa, S., Nandan, R., Sachin, R., Thamil, S., Akash, R., Arun, M., Prajitha, C. et Kumar, A. S. (2024). Prediction and classification of solar photovoltaic power generation using extreme gradient boosting regression model. *International Journal of Low-Carbon Technologies*, 19, 2420-2430.
- Ritzer, G. (1992). The legitimation and institutionalization of metatheorizing in sociology. *Sociological Perspectives*, 35(3), 543-550.
- Robé, J.-P. (2020). Property, power and politics. *Why we need to rethink the world power system*, Bristol.
- Robinson, S. et McIntosh, M. G. (2022, 2022/07/03). A Literature Review of Environmental, Social, and Governance (ESG) in Commercial Real Estate. *Journal of Real Estate Literature*, 30(1-2), 54-67. <https://doi.org/10.1080/09277544.2022.2106639>
- Rockey, R. (2021). *Infrastructure investment and jobs act : Why it matters for CRE ? CUSHMAN & WAKEFIELD*.
- Rogers, E. M. (2003). *Diffusion of Innovations, 5th Edition* (Fifth edition éd.). Free Press. <https://research.ebsco.com/linkprocessor/plink?id=49a9b142-a72d-3e0b-b2a0-f665daee717e>

Ross, W. D. (1949). *Aristotle*. Methuen & Co.
Rouleau, L. (2007). *Théories des organisations*

- approches classiques, contemporaines et de l'avant-garde* (1 éd.). Presses de l'Université du Québec.
<https://doi.org/10.2307/j.ctv18ph5j9>
- Rouleau, L. (2022). *Organization theories in the making: Exploring the leading-edge perspectives*. Oxford University Press.
- Ruparathna, R., Hewage, K. et Sadiq, R. (2016). Improving the energy efficiency of the existing building stock: A critical review of commercial and institutional buildings. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 53, 1032-1045.
- Rutherford, M. (2001). Institutional economics: then and now. *Journal of economic perspectives*, 15(3), 173-194.
- Sahut, J.-M. et Pasquini-Descomps, H. (2015, Winter2015). ESG Impact on Market Performance of Firms: International Evidence [Article]. *El impacto de ESG en la rentabilidad de mercado de las empresas.*, 19(2), 40-63. <https://doi.org/10.7202/1030386ar>
- Saldaña, J. (2013). *The coding manual for qualitative researchers*.
- Sancha, C., Gutierrez-Gutierrez, L., Tamayo-Torres, I. et Gimenez Thomsen, C. (2023). From corporate governance to sustainability outcomes: the key role of operations management. *International Journal of Operations & Production Management*, 43(13), 27-49.
<https://doi.org/10.1108/IJOPM-01-2022-0043>
- Sanidas, E. (2005). Organizational Innovations And Economic Growth: Organosis And Growth of Firms, Sectors And Countries.
- Santamouris, M. (2014). Cooling the cities—a review of reflective and green roof mitigation technologies to fight heat island and improve comfort in urban environments. *Solar energy*, 103, 682-703.
- SASB. (2018a). *ASSURANCE - Normes de comptabilisation du développement durable*
<https://sasb.ifrs.org/standards/download/>
- SASB. (2018b). *IMMOBILIER - Normes de comptabilisation du développement durable*
<https://sasb.ifrs.org/standards/download/>
- SASB. (2018c). *SERVICES IMMOBILIERS - Normes de comptabilisation du développement durable*
<https://sasb.ifrs.org/standards/download/>
- SASB. (2023). *Asset Management & Custody Activities* <https://sasb.ifrs.org/standards/download/>
- SASB. (2024). *About us*. <https://sasb.ifrs.org/about/>
- SASB et CDSB. (2017). *Converging on Climate Risk: CDSB, the SASB, and the TCFD*.
https://www.cdsb.net/sites/default/files/sasb_cdsb-tcf-convergingonclimaterisk-091317-web.pdf
- SASB et CDSB. (2018). *CLIMATE RISK: FROM PRINCIPLES TO PRACTICE*.
<https://www.cdsb.net/sites/default/files/final.climate-risk-principlestopractice-092518.pdf>
- Satran, R. (2023). SEC makes ESG issues a top concern in examinations, even before it finalizes new disclosure rules. *Thomson Reuters*. <https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/government/sec-exams-esg-concerns/>
- Sayce, S. L., Clayton, J., Devaney, S. et van de Wetering, J. (2022). Climate risks and their implications for commercial property valuations. *Journal of Property Investment & Finance*, 40(4), 430-443.
- SBTi. (2015). *SECTORAL DECARBONIZATION APPROACH (SDA): A method for setting corporate emission reduction targets in line with climate science*.
<https://sciencebasedtargets.org/resources/?tab=standards-and-guidance-resources#resource>
- SBTi. (2022). *FINANCIAL SECTOR SCIENCE-BASED TARGETS GUIDANCE - VERSION 1.1*
<https://sciencebasedtargets.org/resources/?tab=standards-and-guidance-resources#resource>

- SBTi. (2023a). *BUILDINGS SECTOR SCIENCE-BASED TARGET-SETTING GUIDANCE - Version 0.2.1 - Draft for Pilot Testing*.
https://sciencebasedtargets.org/resources/files/SBTi_Buildings_Guidance_Draft_for_Pilot_Testing.pdf
- SBTi. (2023b). *ENGAGING SUPPLY CHAINS ON THE DECARBONIZATION JOURNEY - VERSION 1.0 - A GUIDE TO DEVELOPING AND ACHIEVING SCOPE 3 SUPPLIER ENGAGEMENT TARGETS*.
<https://sciencebasedtargets.org/resources/files/Supplier-Engagement-Guidance.pdf>
- SBTi. (2023c). *Forest, land and agriculture science based target-setting guidance*.
<https://sciencebasedtargets.org/resources/?tab=standards-and-guidance-resources#resource>
- SBTi. (2023d). *Forest, land and agriculture target-setting tool*
<https://sciencebasedtargets.org/resources/?tab=standards-and-guidance-resources#resource>
- SBTi. (2023e). *SBTi CORPORATE NEAR-TERM CRITERIA - Version 5.1*.
<https://sciencebasedtargets.org/resources/files/Legacy-SBTi-Criteria.pdf>
- SBTi. (2023f). *SBTi CORPORATE NET-ZERO STANDARD - Version 1.1*.
https://sciencebasedtargets.org/resources/files/Legacy_Net-Zero-Standard_v1.1.pdf
- SBTi. (2024). *ABOUT US*. <https://sciencebasedtargets.org/about-us>
- Schlegel, L. (2021). *Top stories of the National Building Performance Standards Coalition*.
- Schneiberg, M. (2007). What's on the path? Path dependence, organizational diversity and the problem of institutional change in the US economy, 1900-1950. *Socio - Economic Review*, 5(1), 47.
- Schrempf-Stirling, J. et Wettstein, F. (2023). The mutual Reinforcement of hard and soft Regulation. *Academy of Management Perspectives*, 37(1), 72-90.
- Schulte, K.-W. (2003, 2003). The role of investment and finance in real estate education and research throughout the world. *Property Management*, 21(1), 97-113.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1108/02637470310465426>
- Schumpeter, J. A. (1934). The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle.
- Schwartz, M. et Lagerwall, J. P. F. (2021). Embedding intelligence in materials for responsive built environment: A topical review on Liquid Crystal Elastomer actuators and sensors. *Building and Environment*.
- Scorpio, M., Ciampi, G., Gentile, N. et Sibilio, S. (2022). Effectiveness of low-cost non-invasive solutions for daylight and electric lighting integration to improve energy efficiency in historical buildings. *Energy and Buildings*.
- Scott, W. R. (1987). The adolescence of institutional theory. *Administrative science quarterly*, 493-511.
- Scott, W. R. (1991). Unpacking Institutional Arguments. Dans W. W. Powell et P. DiMaggio (dir.), *The new institutionalism in organizational analysis*. The University of Chicago Press.
- Scott, W. R. (1994). Conceptualizing organizational fields: Linking organizations and societal systems. *Systemrationalitat und partialinteresse*, 203-221.
- Scott, W. R. (2008). Approaching adulthood: the maturing of institutional theory. *Theory and society*, 37(5), 427-442.
- Scott, W. R. (2010, 2010/03/01). Reflections: The Past and Future of Research on Institutions and Institutional Change. *Journal of Change Management*, 10(1), 5-21.
<https://doi.org/10.1080/14697010903549408>
- Scott, W. R. (2013). *Institutions and organizations: Ideas, interests, and identities*. Sage publications.
- Scott, W. R. (2014). *Institutions and organizations : ideas, interests and identities* (Fourth edition éd.). SAGE Publications, Inc.
- Scrucca, F., Ingrao, C., Barberio, G., Matarazzo, A. et Lagioia, G. (2023, 2023/05/01/). On the role of sustainable buildings in achieving the 2030 UN sustainable development goals. *Environmental*

- Impact Assessment Review, 100, 107069.*
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.eiar.2023.107069>
- Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change. (2010).
<https://www.federalregister.gov/documents/2010/02/08/2010-2602/commission-guidance-regarding-disclosure-related-to-climate-change>
- Modernization of Regulation S-K Items 101, 103, and 105. (2020).
<https://www.federalregister.gov/documents/2020/10/08/2020-19182/modernization-of-regulation-s-k-items-101-103-and-105>
- SEC. (2021). *SEC Announces Enforcement Task Force Focused on Climate and ESG Issues.*
<https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2021-42>
- Enhanced Reporting of Proxy Votes by Registered Management Investment Companies; Reporting of Executive Compensation Votes by Institutional Investment Managers. (2022a).
<https://www.federalregister.gov/documents/2022/12/22/2022-24292/enhanced-reporting-of-proxy-votes-by-registered-management-investment-companies-reporting-of>
- SEC. (2022b). *SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors.*
<https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2022-46>
- Investment Company Names. (2023). <https://www.federalregister.gov/documents/2023/10/11/2023-20793/investment-company-names>
- The Local Government Pension Scheme (Management and Investment of Funds) (Amendment) Regulations. (1999). <https://www.legislation.gov.uk/uksi/1999/3259/made>
- The Companies Act 2006 (Strategic Report and Directors' Report) Regulations. (2013).
<https://www.legislation.gov.uk/uksi/2013/1970/made>
- Secretary of State for Business, E. a. I. S. (2021). *Heat and Buildings Strategy* [Report].
<https://www.gov.uk/government/publications/heat-and-buildings-strategy>
- The Occupational Pension Schemes (Climate Change Governance and Reporting) Regulations 2021. (2021).
<https://www.legislation.gov.uk/uksi/2021/839/made>
- Selznick, P. (1996). Institutionalism "old" and "new". *Administrative science quarterly*, 270-277.
- Sengul, M., Gimeno, J. et Dial, J. (2012). Strategic delegation: A review, theoretical integration, and research agenda. *Journal of Management*, 38(1), 375-414.
- Seo, M.-G. et Creed, W. D. (2002). Institutional contradictions, praxis, and institutional change: A dialectical perspective. *Academy of Management review*, 27(2), 222-247.
- Seto, K. C., Güneralp, B. et Hutyrá, L. R. (2012). Global forecasts of urban expansion to 2030 and direct impacts on biodiversity and carbon pools. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 109(40), 16083-16088. <https://www.pnas.org/doi/pdf/10.1073/pnas.1211658109>
- SGX Group. (2022). *Practice Note 7.6 Sustainability Reporting Guide.*
<https://rulebook.sgx.com/rulebook/practice-note-76-sustainability-reporting-guide>
- Shahin, S. M. et Salem, M. A. (2015). The challenges of water scarcity and the future of food security in the United Arab Emirates (UAE). *Natural Resources and Conservation*, 3(1), 1-6.
- Shleifer, A. et Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Shrivastava, P. et Addas, A. (2014, 2014/01/02). The impact of corporate governance on sustainability performance. *Journal of sustainable finance & investment*, 4(1), 21-37.
<https://doi.org/10.1080/20430795.2014.887346>
- Sicotte, H., De Serres, A., Delerue, H. et Ménard, V. (2019). Open creative workspaces impacts for new product development team creativity and effectiveness. *Journal of Corporate Real Estate*.
- SIDA. (2016). *Urban Development, Biodiversity and Ecosystems.*
<https://cdn.sida.se/publications/files/sida62003en-urban-development-biodiversity-and-ecosystems.pdf>

- Singapore Green Plan 2030. (2024). *Singapore Green Plan 2030*. <https://www.greenplan.gov.sg/>
- Singh, M., Singh, R. B. et Hassan, M. I. (2014). *Climate change and biodiversity : proceedings of the IGU Rohtak Conference. Volume 1* (R. B. S. Mehtab Singh, M.I. Hassan, Ed.). Springer. <https://doi.org/10.1007/978-4-431-54838-6>
- Singhal, P. et Sagar. (2019, 10-14 Dec. 2019). A Case Study on Energy Efficient Green Building with New Intelligent Techniques Used to Achieve Sustainable Development Goal. (p. 1-7). 2019 20th International Conference on Intelligent System Application to Power Systems (ISAP), <https://doi.org/10.1109/ISAP48318.2019.9065938>
- Singleton, R., Straits, B. et Straits, M. (1999). *Approaches to Social Research*: Oxford University Press. *New York and Oxford*, 9.
- Sjåfjell, B. (2023). Sustainability and Law and Economics: An Interdisciplinary Redefinition of Agency Theory. Dans B. Sjåfjell, R. Russell et M. Van der Velden (dir.), *Interdisciplinary Research for Sustainable Business: Perspectives of Women Business Scholars* (p. 81-109). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-031-06924-6_5.
- Slavkovic, K. et Stephan, A. (2025, 2025/04/01/). Dynamic life cycle assessment of buildings and building stocks – A review. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 212, 115262. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.rser.2024.115262>
- Smith, A. D. (2010). Agency theory and the financial crisis from a strategic perspective. *International Journal of Business Information Systems*, 5(3), 248-267.
- Soust-Verdaguer, B., Llatas, C. et García-Martínez, A. (2016). Simplification in life cycle assessment of single-family houses: A review of recent developments. *Building and Environment*, 103, 215-227.
- Sparkes, R. (2006). A historical perspective on the growth of socially responsible investment. Dans *Responsible investment* (p. 39-54). Routledge.
- Stake, R. E. (2008). Qualitative case studies.
- StatCan. (2022). *Produit intérieur brut (PIB) aux prix de base, par région métropolitaine de recensement (RMR) (x 1 000 000)*. <https://doi.org/10.25318/3610046801-fra>
- Stats NZ. (2023). *Regional gross domestic product: Year ended March 2022*. <https://www.stats.govt.nz/information-releases/regional-gross-domestic-product-year-ended-march-2022/>
- Staw, B. M. et Epstein, L. D. (2000). What Bandwagons Bring: Effects of Popular Management Techniques on Corporate Performance, Reputation, and CEO Pay. *Administrative science quarterly*, 45, 523 - 556.
- Stec, A. (2020). Sustainable Water management in buildings. *Water Science and Technology Library*, 90.
- Stewardship Asia Centre. (2016). *Singapore Stewardship Principles - For Responsible Investors*. https://imas.org.sg/public/media/2016/11/02/1162_Final_Singapore_Stewardship_Principles_1_Nov- SAC.PDF
- Stewardship Asia Centre. (2022). *Singapore Stewardship Principles - For Responsible Investors 2.0*. https://stewardshipasia.com.sg/docs/saclibraries/default-document-library/ssp_for-20responsible-20investor-202-0-1-.pdf?sfvrsn=82133969_3
- Stinchcombe, A. L. (1968). The logic of scientific inference. *Constructing social theories*, 15-37.
- Stoelhorst, J. W. et Vishwanathan, P. (2024). Beyond Primacy: A Stakeholder Theory of Corporate Governance. *Academy of Management review*, 49(1), 107-134. <https://doi.org/10.5465/amr.2020.0268>
- Stout, L. A. (2001). Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy. *S. Cal. J. Rev.*, 75, 1189.
- Strang, D. et Macy, M. W. (1999). "IN SEARCH OF EXCELLENCE": FADS, SUCCESS STORIES, AND COMMUNICATION BIAS.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management review*, 20(3), 571-610.

- Suddaby, R. et Greenwood, R. (2005). Rhetorical Strategies of Legitimacy. *Administrative science quarterly*, 50(1), 35-67. <https://doi.org/10.2189/asqu.2005.50.1.35>
- Suppe, F. (1977). The search for philosophic understanding of scientific theories. *The structure of scientific theories*, 2, 1-241.
- Swiss RE Institute. (2021). *The economics of climate change: no action not an option*. <https://www.swissre.com/dam/jcr:e73ee7c3-7f83-4c17-a2b8-8ef23a8d3312/swiss-re-institute-expertise-publication-economics-of-climate-change.pdf>
- Tazmeen, T. et Mir, F. Q. (2024). Sustainability through materials: A review of green options in construction. *Results in Surfaces and Interfaces*.
- TCFD. (2017). *Final Report - Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*. <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf>
- TCFD. (2018). *CDP Climate Change Questionnaire 2018*. <https://www.tcfhub.org/resource/cdp-climate-change-questionnaire-2018/>
- TCFD. (2021). *Task Force on Climate-related Financial Disclosures - Implementing the Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*. https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/07/2021-TCFD-Implementing_Guidance.pdf
- TCFD. (2024). *About*. <https://www.fsb-tcfd.org/about/>
- Teece, D. J. (1986). Profiting from technological innovation: Implications for integration, collaboration, licensing and public policy. *Research policy*, 15(6), 285-305.
- Teece, D. J. (2019). A capability theory of the firm: an economics and (strategic) management perspective. *New zealand economic papers*, 53(1), 1-43.
- Terkildsen, E. S., Sørensen, A. et Kamari, A. (2025). Quantification of Biodiversity Loss in Building Life Cycle Assessment: Insights Towards Regenerative Design. *Sustainability (Switzerland)*, 17(18), 8369. <https://www.mdpi.com/2071-1050/17/18/8369>
- Official City of Los Angeles Municipal Code ™. (2023). https://codelibrary.amlegal.com/codes/los_angeles/latest/lamc/0-0-0-107363
- The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd. (1992). *The financial aspects of corporate governance*. [https://www.frc.org.uk/getattachment/9c19ea6f-bcc7-434c-b481-f2e29c1c271a/The-Financial-Aspects-of-Corporate-Governance-\(the-Cadbury-Code\).pdf](https://www.frc.org.uk/getattachment/9c19ea6f-bcc7-434c-b481-f2e29c1c271a/The-Financial-Aspects-of-Corporate-Governance-(the-Cadbury-Code).pdf)
- The Council of Experts on the Stewardship Code. (2020). *Japan's Stewardship Code — To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue*. <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20200324/01.pdf>
- New York state climate leadership and community protection act. (2019). <https://www.nysenate.gov/legislation/bills/2019/S6599>
- The White House. (2022a). *Highlighting U.S. Efforts to Combat the Biodiversity Crisis*. <https://web.archive.org/web/20230603155232/https://www.state.gov/highlighting-u-s-efforts-to-combat-the-biodiversity-crisis/>
- The White House. (2022b). *National security strategy*. <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2022/10/Biden-Harris-Administrations-National-Security-Strategy-10.2022.pdf>
- Thomson, A. (2022). *Environment Act 2021: And how it will affect the built environment*.
- Thornton, P. H., Ocasio, W. et Lounsbury, M. (2012). *The institutional logics perspective: Foundations, research, and theoretical elaboration*. Oxford University Press.
- TIA. (2022). *INVESTOR CLIMATE ACTION PLANS (ICAPS) - GUIDANCE ON USING THE EXPECTATIONS LADDER*. <https://theinvestoragenda.org/wp-content/uploads/2021/05/guidance.pdf>
- TIA. (2023). *INVESTOR ACTION PLANS (ICAPS) - EXPECTATIONS LADDER*. <https://theinvestoragenda.org/wp-content/uploads/2021/05/expectations-ladder.pdf>

- TNFD. (2022). *The Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD) announces launch of Nature-related Data Catalyst*. <https://tnfd.global/data-catalyst-launch/>
- TNFD. (2023a). *Discussion paper on Biodiversity footprinting approaches for financial institutions*. [https://tnfd.global/wp-content/uploads/2023/12/Discussion-paper-on Biodiversity-footprinting-approaches-for-financial-institutions-2023.pdf?v=1701785880](https://tnfd.global/wp-content/uploads/2023/12/Discussion-paper-on-Biodiversity-footprinting-approaches-for-financial-institutions-2023.pdf?v=1701785880)
- TNFD. (2023b). *Guidance on the identification and assessment of nature-related issues: The LEAP approach*. [https://tnfd.global/wp-content/uploads/2023/08/Guidance on the identification and assessment of nature-related Issues The TNFD LEAP approach V1.1 October2023.pdf?v=1698403116](https://tnfd.global/wp-content/uploads/2023/08/Guidance-on-the-identification-and-assessment-of-nature-related-Issues-The-TNFD-LEAP-approach-V1.1-October2023.pdf?v=1698403116)
- TNFD. (2023c). *Recommendations of the Taskforce on Nature-related Financial Disclosures* [https://tnfd.global/wp-content/uploads/2023/08/Recommendations of the Taskforce on Nature-related Financial Disclosures September 2023.pdf?v=1695118661](https://tnfd.global/wp-content/uploads/2023/08/Recommendations-of-the-Taskforce-on-Nature-related-Financial-Disclosures-September-2023.pdf?v=1695118661)
- TNFD. (2023d). *Sector guidance - Additional guidance for financial institutions*. [https://tnfd.global/wp-content/uploads/2023/08/Guidance for Financial Institutions v1.pdf?v=1695215983](https://tnfd.global/wp-content/uploads/2023/08/Guidance-for-Financial-Institutions-v1.pdf?v=1695215983)
- TNFD. (2024). *About Us*. <https://tnfd.global/about/>
- Tokyo Metropolitan Government. (2018). *Tokyo Climate Change Adaptation Policy*.
- Tokyo Metropolitan Government. (2019). *Zero Emission Tokyo Strategy*.
- Tokyo Stock Exchange. (2015). *Japan's Corporate Governance Code - Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term*. <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/corporategovernance/20150306-1/01.pdf>
- Tokyo Stock Exchange. (2021). *Japan's Corporate Governance Code - Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term*. <https://www.jpx.co.jp/english/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/20210611.pdf>
- Tolbert, P. S. et Zucker, L. G. (1983). Institutional sources of change in the formal structure of organizations: The diffusion of civil service reform, 1880-1935. *Administrative science quarterly*, 22-39.
- Tolbert, P. S. et Zucker, L. G. (1996). The Institutionalization of Institutional Theory.
- IE26.16 - TransformTO - Critical Steps for Net Zero by 2040. (2021a). <https://secure.toronto.ca/council/agenda-item.do?item=2021.IE26.16>
- Toronto City Council. (2021b). *Mid to High-Rise Residential & Non-Residential Version 4*. <https://www.toronto.ca/city-government/planning-development/official-plan-guidelines/toronto-green-standard/toronto-green-standard-version-4/mid-to-high-rise-residential-non-residential-version-4/>
- PH25.17 - Toronto Green Standard Review and Update. (2021c). <https://secure.toronto.ca/council/agenda-item.do?item=2021.PH25.17>
- Tostevin, P. et Rushton, C. (2023). *Total Value of Global Real Estate: Property remains the world's biggest store of wealth Savills*.
- Toulmin, S. (1953). *The philosophy of science*. Hutchinson London.
- TPI. (2024a). *About the TPI Centre*. <https://www.transitionpathwayinitiative.org/overview>
- TPI. (2024b). *TPI online tool*. <https://www.transitionpathwayinitiative.org/sectors>
- Trahan, R. T. et Jantz, B. (2023). What is ESG? Rethinking the "E" pillar. *Business Strategy and the Environment*, 32(7), 4382-4391. <https://doi.org/10.1002/bse.3371>
- Traldi, R. (2021, 2021/06/01/). Progress and pitfalls: A systematic review of the evidence for agricultural sustainability standards. *Ecological Indicators*, 125, 107490. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ecolind.2021.107490>
- Trudel, L., Simard, C. et Vonarx, N. (2006). La recherche qualitative est-elle nécessairement exploratoire. *Recherches qualitatives*, 5, 38-55.

- Tsoukas, H. (1989). The validity of idiographic research explanations. *Academy of Management review*, 14(4), 551-561.
- U.S. Department of the Interior, U.S. Department of Agriculture, U.S. Department of Commerce et U.S. Council on Environmental Quality. (2021). *Conserving and Restoring America the Beautiful*. <https://www.doi.gov/sites/doi.gov/files/report-conserving-and-restoring-america-the-beautiful-2021.pdf>
- U.S. Department of the Treasury. (2021). *G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Communiqué*. Venise, Italie.
- UCalgary. (2024). *Fonds F0308 - Building Owners and Managers Association (BOMA). Calgary Chapter fonds*. University of Calgary. <https://searcharchives.ucalgary.ca/building-owners-and-managers-association-calgary-chapter-fonds#:~:text=The%20Building%20Owners%20and%20Managers%20Association%20%28BOMA%29%20was,and%20has%20been%20active%20in%20Canada%20since%201910>.
- Ujma, A., Iremashvili, I. et Tsutsqiridze, M. (2023). The Need To Connect Buildings With The Natural Environment and Rainwater Retention in Modern Construction. *Tsotne Mirtskhulava Water Management Institute of Georgian Technical University, Ministry of Education, Science and Youth of Georgia, Collected Papers*, 76, 95-108.
- ULI, INREV et PRI. (2023). *Mapping ESG : A Landscape Review of Certifications, Reporting Frameworks and Practices* [Report]. Urban Land Institute. <https://knowledge.uli.org/en/reports/research-reports/2023/mapping-esg-a-landscape-review-of-certifications-reporting-frameworks-and-practices>
- UN - Habitat. (2022). *Urban Climate Action - The urban content of the NDCs: Global review 2022*. https://unhabitat.org/sites/default/files/2022/12/ndc_urban_content_2022_report.pdf
- UN. (1987). Our common future. Dans *Report of the World Commission on Environment and Development* (S. Agnelli, S.A. Al-Athel, B. Chiduro, L.M. Fadika, U. Hauff, I. Lang, M. Shijun, M. Marino de Botero, N. Singh, P. Nogueira-Neto, S. Okita, S.S. Ramphal, W.D. Ruckelshaus, M. Sahnoun, E. Salim, B. Shaib, U. Sokolou, J. Stanounik, M. Strong, J. MacNeill éd.). United Nations. <https://digitallibrary.un.org/record/139811?ln=en>.
- UN. (2015). *Paris Agreement*. Paris : UN Climate Change Conference (COP 21).
- UN. (2021). *GLASGOW LEADERS' DECLARATION ON FORESTS AND LAND USE*. Récupéré le 23/01/2024 de <https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/ukgwa/20230418175226/https://ukcop26.org/glasgow-leaders-declaration-on-forests-and-land-use/>
- UN. (2022, 8 March 2022). *Report of the Conference of the Parties serving as the meeting of the Parties to the Paris Agreement on its third session, held in Glasgow from 31 October to 13 November 2021* (FCCC/PA/CMA/2021/10/Add.1). https://unfccc.int/sites/default/files/resource/cma2021_10_add1_adv.pdf
- UN General Assembly. (1948). *Universal declaration of human rights* (UN General Assembly, Issue, 302(2)).
- UN Global Compact. (2004). *Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world*. New York.
- UNDESA. (2018). *World Urbanization Prospects*. https://www.un.org/development/desa/pd/sites/www.un.org.development.desa.pd/files/files/documents/2020/Jan/un_2018_wup_report.pdf
- UNDESA. (2022). *World Population Prospects 2022 - Summary of Results*. https://www.un.org/development/desa/pd/sites/www.un.org.development.desa.pd/files/wpp2022_summary_of_results.pdf
- UNEP-FI, PRI et Finance for Biodiversity Foundation. (2022). *'MOVING TOGETHER ON NATURE': STATEMENT FROM THE PRIVATE FINANCIAL SECTOR TO THE CONFERENCE OF THE PARTIES TO THE CONVENTION ON BIOLOGICAL DIVERSITY* <https://www.unpri.org/download?ac=17383>
- UNEP. (2020). *Zoonotic Diseases - UNEP Factsheet*. <https://wedocs.unep.org/20.500.11822/32285>

- UNEP. (2025). *Global Status Report for Buildings and Construction 2024/2025*. <https://www.unep.org/resources/report/global-status-report-buildings-and-construction-20242025>
- UNEP et UNEMG. (2022). *Delivering on the Vision of the 1972 Stockholm Declaration and Achieving the 2030 Agenda for Sustainable Development: A UN System Contribution to Stockholm + 50*. <https://wedocs.unep.org/20.500.11822/39620>
- UNEP FI et PRI. (2022). *UN-convened Net-Zero Asset Owner Alliance - Commitment Document for Participating Asset Owners*. <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2022/07/AOA-COMMITMENT-DOC-2022.pdf>
- UNEP FI et PRI. (2024a). *About*. <https://www.unepfi.org/net-zero-alliance/about/>
- UNEP FI et PRI. (2024b). *UN-convened Net-Zero Asset Owner Alliance*. <https://www.unepfi.org/net-zero-alliance/>
- United Nations. (1997). *Glossary of environment statistics*, 67. https://unstats.un.org/unsd/envstats/Glossary/SeriesF/SeriesF_67E.pdf
- University of Notre Dame. (2023). *ND-GAIN Country Index*. <https://gain.nd.edu/our-work/country-index/>
- Urban Redevelopment Authority. (2014a). *Landscaping for Urban Spaces and High-Rises (LUSH) 2.0 Programme: Landscape Replacement Policy for Strategic Areas*.
- Urban Redevelopment Authority. (2014b). *Landscaping for Urban Spaces and High-Rises (LUSH) 2.0 Programme: Landscape Replacement Requirements for Non-Landed Private Residential and Commercial/Mixed-Use/Hotel Developments outside Identified Strategic Areas*.
- Urban Redevelopment Authority. (2017). *Updates to the Landscaping for Urban Spaces and High-Rises (LUSH) Programme: LUSH 3.0*.
- Ürge-Vorsatz, D., Danny Harvey, L., Mirasgedis, S. et Levine, M. D. (2007). Mitigating CO2 emissions from energy use in the world's buildings. *Building Research & Information*, 35(4), 379-398.
- USGBC. (2022). *Green Building and ESG What You Need to Know*. https://www.usgbc.org/sites/default/files/2022-07/USGBC_Green-Building-ESG-Paper_2.pdf
- USGBC. (2023). *Real Estate and Biodiversity: What You Need to Know*. <https://www.usgbc.org/sites/default/files/2023-07/Real-Estate-and-Biodiversity-What-You-Need-to-Know.pdf>
- USGBC. (2024a). *LEED rating system*. <https://www.usgbc.org/leed>
- USGBC. (2024b). *LEED v4*. <https://www.usgbc.org/leed/v4>
- USGBC. (2024c). *LEED v4.1*. <https://www.usgbc.org/leed/v41>
- USGBC. (2024d). *Mission and vision*. <https://www.usgbc.org/about/mission-vision>
- USSIF. (2014). *US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014*. http://www.ussif.org/Files/Publications/SIF_Trends_14.F.ES.pdf
- UWaterloo et ICCA. (2019). *AHEAD OF THE STORM - Developing Flood-Resilience Guidance for Canada's Commercial Real Estate*. <https://fr.bomacanada.ca/wp-content/uploads/2023/04/Ahead-of-the-Storm-1.pdf>
- Vaccaro, I. G., Jansen, J. J. P., Bosch, F. V. d. et Volberda, H. W. (2012). Management Innovation and Leadership: The Moderating Role of Organizational Size. *Organizations & Markets: Policies & Processes eJournal*.
- Van de Ven, A. H. (2007). *Engaged scholarship: A guide for organizational and social research*. Oxford University Press on Demand.
- Van de Ven, A. H. et Poole, M. S. (1995). Explaining development and change in organizations. *Academy of Management review*, 20(3), 510-540.
- van der Voorn, T. et Popov, V. (2013). *UN World Economic and Social Survey 2013. Sustainable Development Challenges*.

- Van Halderen, M., Bhatt, M., Berens, G., J. Brown, T. et Riel, C. B. M. v. (2016). Managing Impressions in the Face of Rising Stakeholder Pressures: Examining Oil Companies' Shifting Stances in the Climate Change Debate. *Journal of Business Ethics*, 133, 567-582.
- Vancouver Board of Parks and Recreation. (2016). *Biodiversity Strategy*.
- Annual greenhouse gas and energy limits by-law no. 13472. (2022). <https://bylaws.vancouver.ca/consolidated/13472.PDF>
- Vats, G. et Vaish, R. (2019). Smart materials selection for thermal energy efficient architecture. *Proceedings of the National Academy of Sciences, India Section A: Physical Sciences*, 89(1), 11-21.
- Velte, P. et Obermann, J. (2020). Compensation-related institutional investor activism—a literature review and integrated analysis of sustainability aspects. *Journal of Global Responsibility*.
- Vickers, J. (1985). Delegation and the Theory of the Firm. *The Economic Journal*, 95, 138-147.
- Ville de Montréal. (2020). *Plan climat 2020–2030*.
- Règlement sur la divulgation et la cotation des émissions de gaz à effet de serre des grands bâtiments (2021). <https://montreal.ca/reglements-municipaux/recherche/61576a39ee486000110b28a7>
- Ville de Paris. (2018). *Plan climat de Paris - vers une ville neutre en carbone, 100% énergies renouvelables, résiliente, juste et inclusive*.
- Villoria Saez, P., del Río Merino, M., San-Antonio González, A. et Porras-Amores, C. s. (2013). Best practice measures assessment for construction and demolition waste management in building constructions. *Resources, Conservation & Recycling*, 75, 52-62. <https://doi.org/10.1016/j.resconrec.2013.03.009>
- Voegtlin, C., Scherer, A. G., Stahl, G. K. et Hawn, O. (2022). Grand Societal Challenges and Responsible Innovation. *Journal of management studies*, 59(1), 1-28. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/joms.12785>
- VRF. (2023). *Homepage*. <https://www.valuereportingfoundation.org/>
- Walia, S., Pal, S., Kumra, R., Sarkar, S., Mohanty, B. et Singh, S. (2025). Exploring Current Research and Future Directions in Commercial Real Estate Investment. *Journal of Real Estate Literature*, 1-29.
- Walker, L., Hischier, I. et Schlueter, A. (2022, 2022/12/01/). The impact of modeling assumptions on retrofit decision-making for low-carbon buildings. *Building and Environment*, 226, 109683. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.buildenv.2022.109683>
- Walsh, F. M. (1972). [Peirce's Theory of Abduction, K. T. Fann]. *Philosophy*, 47(182), 377-379. <http://www.jstor.org/stable/3749791>
- Wang, M. L. et Phillips-Fein, K. (2023). Environmental, Social, and Corporate Governance: A History of ESG Standardization from 1970s to the Present. *Undergraduate. Senior Thesis, Columbia University, New York, NY, USA*.
- Wang, P. (2010). Chasing the Hottest IT: Effects of Information Technology Fashion on Organizations. *MIS Q.*, 34, 63-85.
- Wang, X., Xiao, L., Fan, L., Mokhtar, N. A. et Mat Sulaiman, M. K. A. (2025). Application of bionic architecture in low-carbon design: a systematic review from nature inspiration to architectural practice. *Frontiers in Built Environment*, 11, 1652481.
- Wangrow, D. B., Schepker, D. J. et Barker III, V. L. (2015). Managerial discretion: An empirical review and focus on future research directions. *Journal of Management*, 41(1), 99-135.
- Warren-Myers, G. et Hurlimann, A. (2022). Chapter 8: Climate change and risk to real estate. Dans P. Tiwari et J. T. Miao (dir.), *A Research Agenda for Real Estate* (p. 139-164). Edward Elgar Publishing. <https://doi.org/10.4337/9781839103933>.
- Warren, Z. (2023). Upcoming SEC climate disclosure rules bring urgency to ESG data strategy planning. *Reuters*. <https://www.reuters.com/legal/legalindustry/upcoming-sec-climate-disclosure-rules-bring-urgency-esg-data-strategy-planning-2023-01->

[30/#:~:text=The%20new%20disclosure%20rules%20would,Scope%201\)%20and%20indirect%20e missions](#)

- Watts, N., Amann, M., Arnell, N., Ayeb-Karlsson, S., Beagley, J., Belesova, K., Boykoff, M., Byass, P., Cai, W., Campbell-Lendrum, D., Capstick, S., Chambers, J., Coleman, S., Dalin, C., Daly, M., Dasandi, N., Dasgupta, S., Davies, M., Di Napoli, C., Dominguez-Salas, P., Drummond, P., Dubrow, R., Ebi, K. L., Eckelman, M., Ekins, P., Escobar, L. E., Georgeson, L., Golder, S., Grace, D., Graham, H., Hagggar, P., Hamilton, I., Hartinger, S., Hess, J., Hsu, S.-C., Hughes, N., Jankin Mikhaylov, S., Jimenez, M. P., Kelman, I., Kennard, H., Kiesewetter, G., Kinney, P. L., Kjellstrom, T., Kniveton, D., Lampard, P., Lemke, B., Liu, Y., Liu, Z., Lott, M., Lowe, R., Martinez-Urtaza, J., Maslin, M., McAllister, L., McGushin, A., McMichael, C., Milner, J., Moradi-Lakeh, M., Morrissey, K., Munzert, S., Murray, K. A., Neville, T., Nilsson, M., Sewe, M. O., Oreszczyn, T., Otto, M., Owfi, F., Pearman, O., Pencheon, D., Quinn, R., Rabbaniha, M., Robinson, E., Rocklöv, J., Romanello, M., Semenza, J. C., Sherman, J., Shi, L., Springmann, M., Tabatabaei, M., Taylor, J., Triñanes, J., Shumake-Guillemot, J., Vu, B., Wilkinson, P., Winning, M., Gong, P., Montgomery, H. et Costello, A. (2021). *The 2020 report of The Lancet Countdown on health and climate change: responding to converging crises* (0140-6736) (The Lancet, Issue, 397(10269). [https://doi.org/10.1016/S0140-6736\(20\)32290-X](https://doi.org/10.1016/S0140-6736(20)32290-X)
- WBCSD. (2020). *Strategic resilience: A primer for business*. <https://www.wbcsd.org/contentwbc/download/10456/156258/1>
- WBCSD. (2021). *The business case for circular buildings: Exploring the economic, environmental and social value*. <https://www.wbcsd.org/Programs/Cities-and-Mobility/Sustainable-Cities/Transforming-the-Built-Environment/Resources/The-business-case-for-circular-buildings-Exploring-the-economic-environmental-and-social-value>
- WBCSD. (2022a). *Circular Transition Indicators v3.0 – Metrics for business, by business*. <https://www.wbcsd.org/Programs/Circular-Economy/Metrics-Measurement/Resources/Circular-Transition-Indicators-v3.0-Metrics-for-business-by-business>
- WBCSD. (2022b). *Insetting and Scope 3 climate action: applying and accounting for Natural Climate Solutions (NCS) in land sector value chains*. <https://www.wbcsd.org/contentwbc/download/14797/210459/1>
- WBCSD. (2022c). *Measuring circular buildings - key considerations*. <https://www.wbcsd.org/Pathways/Built-Environment/Resources/Measuring-circular-buildings-key-considerations>
- WBCSD. (2022d). *The role of Nature-based Solutions in strategies for Net Zero, Nature Positive and addressing Inequality*. <https://www.wbcsd.org/contentwbc/download/15116/213973/1>
- WBCSD. (2022e). *Technical paper: “Core Benefits” Standards and the impact of Natural Climate Solutions (NCS) on sustainable development*. <https://www.wbcsd.org/contentwbc/download/15114/213957/1>
- WBCSD. (2022f). *Technical paper: Carbon Standards for Natural Climate Solutions (NCS) Credits*. <https://www.wbcsd.org/contentwbc/download/15113/213953/1>
- WBCSD. (2022g). *Technical paper: The role of Natural Climate Solutions (NCS) in reaching Net Zero*. <https://www.wbcsd.org/contentwbc/download/15112/213949/1>
- WBCSD. (2023a). *Business guidance on the assessment of wastewater-related impacts*. <https://www.wbcsd.org/Imperatives/Nature-Action/Resources/Wastewater-Impact-Guidance>
- WBCSD. (2023b). *Circular Transition Indicators v4.0 – Metrics for business, by business*. <https://www.wbcsd.org/Programs/Circular-Economy/Metrics-Measurement/Resources/Circular-Transition-Indicators-v4.0-Metrics-for-business-by-business>
- WBCSD. (2023c). *Finance and built environment primer: Accelerating the decarbonization of the built environment through finance sector engagement*. <https://www.wbcsd.org/Pathways/Built->

- [Environment/Resources/Finance-and-built-environment-primer-Accelerating-the-decarbonization-of-the-built-environment-through-finance-sector-engagement](#)
- WBCSD. (2023d). *Guidance on Avoided Emissions: Helping business drive innovations and scale solutions toward Net Zero*. <https://www.wbcsd.org/resources/guidance-on-avoided-emissions-helping-business-drive-innovations-and-scale-solutions-toward-net-zero/>
- WBCSD. (2023e). *Net-zero buildings: Halving construction emissions today*. <https://www.wbcsd.org/Pathways/Built-Environment/Resources/Net-zero-buildings-Halving-construction-emissions-today>
- WBCSD. (2023f). *Net-zero operational carbon buildings: State of the art*. <https://www.wbcsd.org/Pathways/Built-Environment/Resources/Net-zero-operational-carbon-buildings-State-of-the-art>
- WBCSD. (2023g). *Removing carbon responsibly: A guide for business on carbon removal adoption*. <https://www.wbcsd.org/contentwbc/download/17182/242283/1>
- WBCSD. (2023h). *Wastewater Impact Assessment Tool (WIAT)*. <https://www.wbcsd.org/Imperatives/Nature-Action/Water-Stewardship/Resources/Wastewater-Impact-Assessment-Tool-WIAT>
- WBCSD. (2023i). *Wastewater Zero Commitment: Guidance document*. <https://www.wbcsd.org/download/file/12225>
- WBCSD. (2024). *Overview - Our approach*. <https://www.wbcsd.org/Overview/Our-approach>
- WBCSD et Baker McKenzie. (2020). *Board directors' duties and ESG considerations in decision-making*. <https://www.wbcsd.org/contentwbc/download/10820/160014/1>
- WBCSD et CDSB. (2018). *The Reporting Exchange - Insights from the Reporting Exchange: Corporate governance and harmonization*. <https://www.wbcsd.org/wp-content/uploads/2023/12/Insights-from-the-Reporting-Exchange-Corporate-governance-and-harmonization.pdf>
- WBCSD et Nature4Climate. (2019). *Natural climate solutions: the business perspective*. <https://docs.wbcsd.org/2019/09/WBCSD-Natural-climate-solutions-the-business-perspective.pdf>
- WBCSD et ry. (2017). *Reporting matters - Striking a balance between disclosure and engagement - WBCSD 2017 Report*. <https://docs.wbcsd.org/2017/10/WBCSD-Reporting-matters-2017-interactive.pdf>
- WBG. (2023a). *Rule of Law*. <https://www.worldbank.org/content/dam/sites/govindicators/doc/rl.pdf>
- WBG. (2023b). *Worldwide Governance Indicators*. <https://www.worldbank.org/en/publication/worldwide-governance-indicators/interactive-data-access>
- WCI. (2025). *Gouvernements participants de WCI, inc.* <https://wcitestbucket.s3.us-east-2.amazonaws.com/amazon-s3-bucket/participatingjurisdiction-comparativetable-fr.pdf>
- WE ARE STILL IN. (2024). *WE ARE STILL IN*. <https://www.wearestillin.com/>
- Webb, E. (2004). An examination of socially responsible firms' board structure. *Journal of management and governance*, 8(3), 255-277.
- WEF et WBCSD. (2021). *NATURAL CLIMATE SOLUTIONS FOR CORPORATES*. https://www3.weforum.org/docs/WEF_NCSA_NCS_for_Corporates_2021.pdf
- Wei, Y., Lin, Z., Wang, Y. et Wang, X. (2023). Simulation and Optimization Study on the Ventilation Performance of High-Rise Buildings Inspired by the White Termite Mound Chamber Structure. *Biomimetics*, 8.
- Weik, E. (2011). Institutional entrepreneurship and agency. *Journal for the Theory of Social Behaviour*, 41(4), 466-481.
- Weimer, J. et Pape, J. (1999). A taxonomy of systems of corporate governance. *Corporate governance: An international review*, 7(2), 152-166.

- Weingast, B. R. (1995). The economic role of political institutions: Market-preserving federalism and economic development. *JL Econ. & Org.*, 11, 1.
- Westermann, S., Niblock, S. J. et Kortt, M. A. (2018). A review of corporate social responsibility and real estate investment trust studies: An Australian perspective. *Economic Papers: A journal of applied economics and policy*, 37(1), 92-110.
- Weston, C., Gandell, T., Beauchamp, J., McAlpine, L., Wiseman, C. et Beauchamp, C. (2001, 01/09). Analyzing Interview Data: The Development and Evolution of a Coding System. *Qualitative Sociology*, 24, 381-400. <https://doi.org/10.1023/A:1010690908200>
- WGBC. (2020a). *Annual Report*. https://worldgbc.s3.eu-west-2.amazonaws.com/wp-content/uploads/2021/09/15113124/WorldGBC-Annual-Report-2020_1-LR.pdf
- WGBC. (2020b). *Health & Wellbeing Framework - Six Principles for a Healthy, Sustainable Built Environment*. https://worldgbc.org/wp-content/uploads/2022/03/WorldGBC-Health-Wellbeing-Framework_Exec-Report_FINAL.pdf
- WGBC. (2021a). *Annual Report*.
- WGBC. (2021b). *BEYOND BUILDINGS - Why an integrated approach to buildings and infrastructure is essential for climate action and sustainable development*. https://worldgbc.s3.eu-west-2.amazonaws.com/wp-content/uploads/2022/08/10190455/Beyond-Buildings_reduced_compressed.pdf
- WGBC. (2021c). *WorldGBC Net Zero Carbon Buildings Commitment expands to include embodied carbon*.
- WGBC. (2022). *Climate Change Resilience in the Built Environment guide*. <https://worldgbc.org/article/climate-change-resilience-in-the-built-environment-guide/>
- WGBC. (2023a). *Building a water-resilient future for everyone, everywhere - Examining the role of the built environment in mitigating the global water crisis*. https://worldgbc.org/wp-content/uploads/2023/11/C23.9497-WGBC-Water-Guide-2023_AW_V8_Spreads.pdf
- WGBC. (2023b). *The Circular Environment Playbook* https://worldgbc.org/wp-content/uploads/2023/05/Circular-Built-Environment-Playbook-Report_Final.pdf
- WGBC. (2023c). *SUSTAINABLE AND AFFORDABLE HOUSING - Spotlighting action from across the World Green Building Council network*. https://worldgbc.org/wp-content/uploads/2023/05/C22.9056-WGBC_Affordable-Housing-Report_Master-2.pdf
- WGBC. (2023d). *WorldGBC launches global taskforce to scale up finance for the transition to a sustainable built environment*.
- WGBC. (2024a). *#BuildingLife*. <https://worldgbc.org/buildinglife/>
- WGBC. (2024b). *Circularity Accelerator*. <https://worldgbc.org/circularity-accelerator/>
- WGBC. (2024c). *The Net Zero Carbon Buildings Commitment*. https://worldgbc.org/thecommitment/?sfm_regions=americas
- WGBC. (2024d). *World Green Building Council*. Récupéré le 23/01/2023 de <https://worldgbc.org/>
- Whitmore, J. et Pineau, P.-O. (2022). L'état de l'énergie au Québec 2022.
- Wiegmann, T. et Schwab, W. H. (2025). Practice Briefing: Understanding investor archetypes in real estate. *Journal of Property Investment & Finance*, 1-16.
- Wijen, F. et Ansari, S. (2007). Overcoming inaction through collective institutional entrepreneurship: Insights from regime theory. *Organization studies*, 28(7), 1079-1100.
- Wikipedia. (2023). *List of Japanese prefectures by GDP*. http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_Japanese_prefectures_by_GDP
- Wildenberg, E. (2022). *Nature inclusive design in high-density urban development to support urban biodiversity. Faculty of Architecture & the Built Environment*.
- Williamson, O. E. (1979). Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. *The journal of Law and Economics*, 22(2), 233-261.

- Williamson, O. E. (1981). The economics of organization: The transaction cost approach. *American journal of sociology*, 87(3), 548-577.
- Williamson, O. E. (1984). The economics of governance: framework and implications. *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft/Journal of Institutional and Theoretical Economics*(H. 1), 195-223.
- Williamson, O. E. (1991). Economic institutions: Spontaneous and intentional governance. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 7, 159-187. <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC4160318/pdf/ewt005.pdf>
- Williamson, O. E. (1998a). The institutions of governance. *The American economic review*, 88(2), 75-79.
- Williamson, O. E. (1998b, 1998/04/01). Transaction Cost Economics: How It Works; Where It is Headed. *De Economist*, 146(1), 23-58. <https://doi.org/10.1023/A:1003263908567>
- Woods, H. D. M. (2022). *Building Act changes put the environment at the heart of how we build*.
- Wooten, M. et Hoffman, A. J. (2017). Organizational fields: Past, present and future. *The Sage handbook of organizational institutionalism*, 55-74.
- World Trade Organization. (2018). *Trade policy review report by Norway* (WT/TPR/G/373). https://docsonline.wto.org/dol2fe/Pages/FE_Search/FE_S_S009-DP.aspx?language=E&CatalogueIdList=244781,98385,109997,70641,108882,54471,25482,23861&CurrentCatalogueIdIndex=0&FullTextHash=&HasEnglishRecord=True&HasFrenchRecord=True&HasSpanishRecord=True
- Wortman, M. et Roberts, G. (1982). Innovative qualitative methods, techniques and design in strategic management research. Strategic Management Society Conference, October,
- Wright, M., Siegel, D. S., Keasey, K. et Filatotchev, I. (2013). INTRODUCTION. Dans M. Wright, D. S. Siegel, K. Keasey et I. Filatotchev (dir.), *The Oxford Handbook of Corporate Governance*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199642007.001.0001>.
- WSP. (2024). *The world is facing a water crisis. Here's how the built environment can help*. <https://www.wsp.com/en-my/insights/the-world-is-facing-a-water-crisis-here-is-how-the-built-environment-can-help?utm>
- Wu, Y., Zhang, K. et Xie, J. (2020). Bad greenwashing, good greenwashing: Corporate social responsibility and information transparency. *Management Science*, 66(7), 3095-3112.
- Xiang, H., Chang, K. et Xiao, Y. (2025). Unlocking ESG value: how common institutional ownership influences ESG disclosure quality in Chinese firms. *Applied Economics Letters*, 1-8. <https://doi.org/10.1080/13504851.2025.2522171>
- XRB. (2022). *Aotearoa New Zealand Climate Standard 1 - Climate-related Disclosures (NZ CS 1)*. External Reporting Board. <https://www.xrb.govt.nz/dmsdocument/4770>
- Ye, J., Fanyang, Y., Wang, J., Meng, S. et Tang, D. (2024). A Literature Review of Green Building Policies: Perspectives from Bibliometric Analysis. *Buildings*, 14(9), 2607. <https://www.mdpi.com/2075-5309/14/9/2607>
- Yen et CDI. (2022). *The Global Financial Centres Index 32*. https://www.longfinance.net/media/documents/GFCI_32_Report_2022.09.22_v1.0_.pdf
- Yin, R. K. (1994). Discovering the Future of the Case Study. Method in Evaluation Research. *Evaluation Practice*, 15(3), 283-290. <https://doi.org/10.1177/109821409401500309>
- Yin, R. K. (2009). *Case Study Research: Design and Methods*. SAGE Publications. <https://books.google.ca/books?id=FzawIAdilHkC>
- Yin, R. K. (2014). *Case Study Research*. SAGE Publications. <https://books.google.ca/books?id=Cdk5DQAAQBAJ>
- Younas, A. (2022). Review of Corporate Governance Theories. *European Journal of Business and Management Research*, 7(6), 79-83.

- Yu, E. P.-y., Luu, B. V. et Chen, C. H. (2020, 2020/04/01/). Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. *Research in International Business and Finance*, 52, 101192. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101192>
- Yuan, Y., Yu, X., Yang, X., Xiao, Y., Xiang, B. et Wang, Y. (2017). Bionic building energy efficiency and bionic green architecture: A review. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 74, 771-787.
- Zajac, E. J. et Goranova, M. (2024). When the Principal Is the Firm's Problem: Principal Costs and Their Corporate Governance Implications. *Academy of Management review*, 1-32. <https://doi.org/10.5465/amr.2022.0479>
- Zhan, S. et Chong, A. (2021, 2021/04/01/). Building occupancy and energy consumption: Case studies across building types. *Energy and Built Environment*, 2(2), 167-174. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.enbenv.2020.08.001>
- Zhang, K., Qing, Y., Umer, Q. et Asmi, F. (2023, 2023/11/01/). How construction and demolition waste management has addressed sustainable development goals: Exploring academic and industrial trends. *Journal of Environmental Management*, 345, 118823. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2023.118823>
- Zhang, W., Wang, F., Barchers, C. et Lee, Y. (2018). The impact of transit-oriented development on housing value resilience: Evidence from the city of atlanta. *Journal of Planning Education and Research*, 41(4), 396-409.
- Zhao, Q., Feng, X., Zhang, C. et Chen, X. (2025). Unmasking green camouflage: The governance effect of common institutional ownership on firm greenwashing. *Finance Research Letters*, 108522.
- Zhao, X., Zuo, J., Wu, G. et Huang, C. (2019). A bibliometric review of green building research 2000–2016. *Architectural Science Review*, 62(1), 74-88.
- Zhuang, G.-L., Shih, S.-G. et Wagiri, F. (2023, 2023/08/15/). Circular economy and sustainable development goals: Exploring the potentials of reusable modular components in circular economy business model. *Journal of Cleaner Production*, 414, 137503. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.137503>
- Zietsma, C., Groenewegen, P., Logue, D. M. et Hinings, C. R. (2017). Field or fields? Building the scaffolding for cumulation of research on institutional fields. *Academy of Management Annals*, 11(1), 391-450.
- Zioło, M., Bąk, I. et Spoz, A. (2024). Literature review of greenwashing research: State of the art. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(6), 5343-5356.
- Zmud, R. W. (1982). Diffusion of Modern Software Practices: Influence of Centralization and Formalization. *Management Science*, 28, 1421-1431.
- Zucker, L. G. (1977). The Role of Institutionalization in Cultural Persistence. *American sociological review*, 42(5), 726-743.
- Zuo, J. et Zhao, Z.-Y. (2014). Green building research—current status and future agenda: A review. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 30, 271-281.