

**Enjeux climatiques et gouvernance d'entreprise :
Analyse des indices FTSE100, HDAX et SBF120**

CÉCILE CEZANNE*

YVES KASSI†

SANDRA RIGOT‡

Résumé : Cet article analyse l'intégration des enjeux climatiques dans la gouvernance d'entreprise. À partir des données 2019 de l'enquête CDP, il montre que les sociétés du FTSE100, de l'HDAX et du SBF120, et mobilisent des dispositifs de contrôle et d'incitation similaires pour garantir la transparence de l'information climatique malgré quelques spécificités liées à leurs environnements juridiques et institutionnels. Il en déduit quelques failles et formule des recommandations pour les dépasser.

***Abstract:** This article analyses the integration of climate issues into corporate governance. Based on data from the 2019 CDP survey, it shows that FTSE100, HDAX, and SBF120 companies use similar control and incentive mechanisms to ensure the transparency of climate information, despite some specificities related to their legal and institutional environments. The paper identifies some shortcomings and makes recommendations to overcome them.*

Mots-clés : gouvernance d'entreprise, conseil d'administration, rémunérations des dirigeants, transparence de l'information, climat.

Remerciements : Cette recherche a reçu le soutien de la Chaire Energie et Prospérité sous l'égide de la Fondation du Risque.

* Université Côte d'Azur, GREDEG, CNRS, Chaire Energie et Prospérité, Coordonnées professionnelles : Campus Azur, 250 Rue Albert Einstein, CS 10269, 06905 Sophia-Antipolis Cedex ; Tél. 06 98 06 57 67 ; email : cecile.cezanne@univ-cotedazur.fr. Coordonnées personnelles : 451 Chemin du Vallon Vert, Parc des Mimosas – Villa 13, 06600 Antibes ; Tél. : 06 16 49 17 32 ; email : cecile.cezanne@hotmail.fr.

† Université Sorbonne Paris Nord ; Coordonnées : 2 Rue du lieutenant Lebrun, 93000 Bobigny ; Tél. 07 53 04 93 90 ; email: kjyves94@gmail.com.

‡ Auteur correspondant. Université Sorbonne Paris Nord, CEPN, CNRS, Chaire Energie et Prospérité, Coordonnées professionnelles : 99 boulevard Jean Baptiste Clément, 93120 Villetaneuse ; Tél ; 06 61 16 27 95 ; email : sandra.rigot@univ-paris13.fr. Coordonnées personnelles : 145 rue de Tolbiac 75013 Paris.

Introduction

La question du changement climatique est devenue un enjeu majeur dans nos économies. Elle implique un nombre croissant de risques¹ qui peuvent avoir d'importants impacts financiers sur les acteurs économiques (Gasbarro et al., 2017, Stern, 2012). Malgré la prise de conscience de ces risques à l'échelle internationale depuis le début des années 2000 et le développement de référentiels de responsabilité sociale des entreprises (RSE) (la *Global Reporting Initiative* (GRI) depuis 1997 ou encore l'*International Integrated Reporting Council* (IIRC) depuis 2013), l'information portant sur le climat reste imparfaite. Les entreprises (financières ou non financières) ont accès à une information partielle ou coûteuse sur les risques climatiques, ce qui limite la compréhension de ces risques et freine leur champ d'action en matière de transition énergétique. C'est pourquoi, lors de la COP 21 (2015), le Conseil de Stabilité Financière (CSF) a mis en place un groupe de travail international, la *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) (TCFD, 2017) visant à créer les conditions nécessaires à la transparence de l'information sur les risques climatiques. Plus précisément, la TCFD a été chargée d'élaborer des recommandations pour améliorer la communication des entreprises sur les questions climatiques en les aidant à identifier et transmettre aux investisseurs les informations liées aux risques relevant du changement climatique. En moins de cinq ans, ces recommandations sont devenues une référence mondiale (bien que non contraignantes)². Face à un tel succès, la Commission européenne a même décidé de compléter la directive 2014/95/UE, en incluant les recommandations de la TCFD dans les lignes directrices sur le *reporting* non financier (Commission européenne, 2019), transformant ainsi ce qui relevait initialement de la *soft law* en règles contraignantes (*hard law*).

De manière générale, la communication des entreprises en matière de climat vise à fournir une idée précise de la nature et de l'intensité des risques climatiques pouvant affecter leurs activités. Plus précisément, il s'agit pour les sociétés d'inscrire dans leurs rapports annuels toutes les données et informations relatives à l'impact de leurs activités sur le changement climatique, et réciproquement de communiquer sur les effets du changement climatique sur leurs activités. De manière opérationnelle, la TCFD précise les éléments en matière de *reporting* climat attendus dans les documents de référence des sociétés (investissements bas carbone, provisions environnementales, émissions de GES générées par les activités des entreprises, cibles d'émissions sur un horizon donné...). Ils se déclinent en quatre grands domaines : la gouvernance, la stratégie, la gestion des risques et les métriques et objectifs. Le renseignement et la divulgation de ces éléments visent à améliorer la qualité, la pertinence et la fiabilité des données fournies par les sociétés sur la manière dont elles intègrent les risques et opportunités climatiques (ROC) dans chacun de ces domaines. Ils sont censés contribuer à harmoniser les indicateurs et métriques utilisés dans le *reporting* climat. L'objectif affiché est de renforcer la capacité des entreprises à rendre compte (*accountability*) aux différents acteurs financiers, dans une

¹ Les risques liés au climat sont traditionnellement classés en deux grandes catégories : les risques physiques qui résultent des dommages causés directement par les conditions météorologiques (augmentation de la fréquence et de l'intensité des phénomènes météorologiques extrêmes, accélération de la chute de la biodiversité...) et les risques de transition qui proviennent d'ajustements le plus souvent réglementaires (introduction d'une taxe carbone, exigences accrues de divulgations d'informations...) afin de mettre nos économies sur une trajectoire bas carbone lorsque ceux-ci sont mal anticipés ou surviennent soudainement (Clerc, 2020).

² En 2021, plus de 2 000 entreprises dans 78 pays soutenaient cette initiative (<https://www.fsb-tcfid.org/support-tcfid/>).

perspective de discipline de marché, et aux autorités de contrôle, dans une logique de conformité aux normes internationales³ en vigueur.

Forte de ces informations sur les ROC, la direction (i.e. le *top management*) peut définir la stratégie de transition bas-carbone de l'entreprise et la mettre en œuvre en identifiant par exemple les opportunités d'investissements productifs et d'innovations technologiques susceptibles de réduire les impacts négatifs sur la firme. Parallèlement, elle transmet ces informations aux différents apporteurs de fonds qui peuvent alors prendre des décisions éclairées sur leurs futurs investissements en capital dans une logique de réallocation des portefeuilles (Marino et Matsusaka, 2005). L'amélioration de la transparence de l'information devient donc un enjeu majeur en matière de régulation de la traditionnelle relation d'agence entre actionnaires et dirigeants : elle contribue à limiter les situations d'aléa moral auxquelles sont confrontées les investisseurs et les autres parties prenantes de l'entreprise lorsqu'ils n'observent qu'imparfaitement les actions entreprises par le *top management* (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983). Autrement dit, au niveau organisationnel, l'efficacité de la gestion et du contrôle des décisions stratégiques dépend de la capacité des entreprises à prendre en compte les recommandations de la TCFD dans le domaine de la gouvernance d'entreprise.

Cet article cherche à analyser dans quelle mesure les grandes entreprises des principaux pays européens développent un modèle de gouvernance capable de garantir une démarche positive à l'égard du risque climat. L'objectif est d'identifier et de caractériser les dispositifs organisationnels mis en place par les plus importantes sociétés cotées françaises, allemandes et britanniques pour favoriser la transparence de l'information en matière de climat et ainsi s'assurer que les décisions managériales dans ce domaine soient conformes aux attentes des investisseurs et des actionnaires. En d'autres termes, nous cherchons à répondre aux questions suivantes : quelles pratiques les sociétés privilégient-elles pour inciter les dirigeants à intégrer les ROC dans les décisions qu'ils gèrent ? Comment les sociétés contrôlent-elles les décisions prises en matière de climat ? Développent-elles des dispositifs opérationnels originaux dédiés à la régulation des enjeux climatiques ? Pour répondre à ces questions, nous dressons un état des lieux des pratiques des entreprises composant les indices SBF120, HDAX et FTSE100 et discutons leur efficacité. Grâce à l'exploitation de données originales, nous menons une étude statistique des formes et de l'étendue de l'intégration des ROC dans la gouvernance d'entreprise de ces grandes sociétés par actions en 2019. Si la littérature traitant de la relation entre RSE et gouvernance d'entreprise est riche et foisonnante (Aguilera et al., 2006 ; Jain et Jamali, 2016 ; Jo et Harjoto, 2011 ; 2012 ; Young et Thyil, 2014 ; Velte, 2021 ; Zaman et al., 2022), elle n'aborde pas directement la question climatique qui constitue une sous-dimension mal documentée et très partiellement étudiée du pilier environnemental des stratégies de développement durable des entreprises (Haque et Ntim, 2020, 2022 ; Moussa et al. 2020). Aussi, à notre connaissance, il n'existe pas de travaux en sciences économiques analysant le lien entre risque climat et gouvernance d'entreprise. Notre article constitue une contribution académique exploratoire à l'étude de la prise en compte des ROC dans la gouvernance des grandes entreprises françaises, allemandes et britanniques et complète notamment les nombreuses recherches réalisées sur le contexte

³ Telles que les normes comptables IFRS en matière d'informations financières, les normes comptables soutenables du [Sustainability Accounting Standards Board \(SASB\)](#) pour les informations extra-financières ou encore les indicateurs extra financiers des référentiels soutenables/durables du [Global reporting initiative \(GRI\)](#) et de l'[International Integrated Reporting Council \(IIRC\)](#).

réglementaire en matière environnementale et climatique (Crifo et Forget, 2015 ; Gunningham et Holley, 2016 ; Lo et al., 2020 ; Percival et al., 2021). Il tente également d'apporter une contribution au débat récemment ouvert par la recherche académique sur les effets globaux de la gouvernance d'entreprise sur les questions liées aux émissions carbone (Velte, 2021). Il constitue enfin un guide de lecture pour les entreprises, les praticiens et les régulateurs qui souhaiteraient mieux comprendre les dispositifs de lutte contre l'asymétrie informationnelle en matière de ROC.

La suite de l'article est organisée de la manière suivante. Tout d'abord, nous proposons une présentation analytique de l'enjeu de transparence de l'information en matière de gouvernance d'entreprise et des dispositifs organisationnels de régulation sous-jacents (section 2). Ensuite, après avoir décrit les données, les variables ainsi que la méthodologie utilisées (section 3), nous détaillons les résultats de l'étude statistique (section 4). Enfin, nous discutons les résultats et concluons en identifiant quelques pistes pour des recherches futures (section 5).

1. Transparence de l'information et mécanismes de gouvernance d'entreprise

Selon l'analyse économique, la transparence de l'information est un enjeu de gouvernance d'entreprise (Ben-Amar et Boujenoui, 2008 ; Bushman et Smith, 2001). Conformément aux enseignements dominants de la théorie positive de l'agence, l'avantage informationnel dont dispose le *top management*, en tant qu'*insiders*, sur les créanciers résiduels de la firme (les investisseurs et autres actionnaires) est à l'origine d'opportunisme managérial *ex post* et conduit à des situations d'aléa moral (stratégie de la valeur non optimale, stratégie d'enracinement, mauvais choix d'allocation des ressources...) (Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983 ; Shleifer et Vishny, 1997). L'entreprise cherche dès lors à lutter contre ces problèmes d'agence (Charreaux, 2000 ; Armour et al., 2009). Dans cette perspective, elle peut veiller au maintien d'une séparation claire des fonctions de gestion (*decision management*) et de contrôle (*decision control*) de la décision (Klein, 1983). Elle doit également être capable de construire un système de contrôle et d'incitation qui empêche le *top management* d'avoir un comportement susceptible de léser les intérêts de ses partenaires clés (Hart, 1995 ; Rutherford et al., 2007). À l'instar des données strictement financières, celles portant sur les ROC, et de manière générale toute la RSE, sont visés par la transparence de l'information. En revanche, à l'inverse des données strictement financières, elles concernent l'ensemble des parties prenantes et finalement la Société tout entière face au nouveau régime climatique, dans une vision élargie et partenariale de la firme (Romito et Vurro, 2021).

Sur le plan théorique comme dans la pratique des affaires, le conseil d'administration et les comités spécialisés ainsi que le système de rémunération des dirigeants mandataires sociaux exécutifs⁴ constituent des mécanismes disciplinaires au cœur d'une « bonne gouvernance » au niveau organisationnel (Branson et Clarke, 2012 ; Larcker et Tayan, 2015). D'un côté, toutes les sociétés de capitaux, qui servent de support juridique aux

⁴ En France, dans les sociétés par actions, les dirigeants mandataires sociaux exécutifs participent au *top management* et sont le président directeur général, le directeur général, le(s) directeur(s) général (aux) délégué(s), le président du directoire, les membres du directoire et le(s) gérant(s). Les dirigeants mandataires sociaux non exécutifs, quant à eux, sont le Président du conseil d'administration, les administrateurs et les membres du conseil de surveillance. Ces statuts sont fonction de la structuration juridique de l'entreprise (société anonyme ou société en commandite par actions) et de l'organisation de son mode de gouvernance (un conseil d'administration avec unicité ou séparation des fonctions ou un conseil de surveillance et un directoire (Afep-Medef, 2020).

grandes entreprises disposent d'un organe distinct des actionnaires et de la direction : le conseil d'administration ou *Board of directors*⁵. Il est le lieu où les actionnaires peuvent exercer indirectement leur pouvoir de contrôle de la décision à travers leurs représentants dans cette instance, i.e. les administrateurs. Il a pour prérogatives propres la ratification et la surveillance des décisions, même si, dans les faits, il participe également aux décisions stratégiques et à la gestion quotidienne de l'entreprise. En outre, le conseil d'administration a un rôle crucial dans l'amélioration de la transparence et de la pertinence des divulgations volontaires d'informations portant sur les impacts du changement climatique sur les entreprises (Ben-Amar et McIlkenny, 2014 ; Ben-Amar et al., 2017). Parallèlement, le conseil d'administration enregistre depuis une vingtaine d'années un processus de rationalisation croissante de son fonctionnement. La très grande majorité des sociétés cotées a aujourd'hui adopté une division fonctionnelle du travail, avec la mise en place de comités spécialisés formés de dirigeants mandataires sociaux non exécutifs nommés par le conseil d'administration et travaillant en toute autonomie par rapport au management de la société. La mission de ces groupes de travail et comités spécialisés, qui se réunissent aussi souvent qu'ils le veulent, est d'éclairer les réflexions du conseil et d'aider à la prise de décision et faciliter les délibérations (Elmaghrabi, 2021). Force est de constater que la multiplication des comités RSE ou développement durable, souhaitée et inscrite dans le règlement des conseils d'administration, fait de l'environnement et du climat des enjeux de délibérations de plus en plus importants dans une logique d'amélioration de la performance environnementale des entreprises (Dixon-Fowler et al., 2017 ; Radu et Smaili, 2021). Ces comités jouent un rôle stratégique de conseil et sont chargés d'identifier les risques et opportunités climatiques, et fixer des objectifs de transition et d'adaptation (rapport Institut Français des Administrateurs, 2020). De l'autre, le système de rémunération des dirigeants mandataires sociaux exécutifs vise à inciter ces agents à aligner leur comportement sur celui des actionnaires et des investisseurs (Bebchuk et Fried, 2003). Cet outil les pousse à révéler l'information dont ils disposent et à respecter les engagements contractuels notamment en termes de performances fixées (Holmström, 1999). Dans cette perspective, la part variable de la rémunération des dirigeants inclut des critères exclusivement quantitatifs (reflétant la performance comptable et financière annuelle de la société) et, depuis le début des années 2010, des critères quantitatifs et qualitatifs précis et matérialisables en lien avec la stratégie de la société, notamment en matière de stratégie sociale, environnementale (Flammer et al., 2019 ; Tsang et al., 2021). L'intégration de critères extra-financiers, en complément des critères économiques existants (résultat opérationnel, croissance du chiffre d'affaires, évolution de l'Ebitda...) vise à mieux concilier les objectifs de performance opérationnelle de l'entreprise à court terme, ses objectifs de création de valeur durable à plus long terme en lien avec la RSE et les intérêts de ses actionnaires et investisseurs (Cai et al., 2011 ; Orse et PwC, 2017 ; Cavaco et al., 2020).

2. Données et méthodologie

⁵ Dans les sociétés par actions qui ont fait le choix d'une organisation bicamérale de manière à rendre transparente la dissociation des fonctions de gestion et de contrôle, le conseil d'administration est remplacé par un conseil de surveillance (*supervisory board*) dont les missions sont focalisées sur le contrôle de la décision. Le directoire, quant à lui, conserve la gestion de la décision. Cette organisation est même imposée par le droit des sociétés allemand (Vuchot et al., 2001).

Notre étude empirique porte sur un échantillon de sociétés cotées composant les indices boursiers français (SBF120), allemand (HDAX) et britannique (FTSE100). Ces indices présentent la particularité d'être suffisamment larges et représentatifs de la diversité des grandes sociétés cotées européennes. De plus, ils sont comparables au regard du nombre d'entités représentées (environ une centaine). Le choix de focaliser notre étude sur ces pays repose sur une volonté de mieux comprendre la façon dont les grandes entreprises des trois plus importantes puissances européennes considèrent le climat dans leurs pratiques managériales, leurs décisions stratégiques et les dispositifs de surveillance associés et d'en tirer des régularités. Ces pays sont par ailleurs caractérisés par des environnements externes très distincts (Levine, 2005 ; La Porta et al., 2008 ; Schiehl et Martins, 2016 ; Brédard, 2017) et caractérisent les variétés du capitalisme (Hall et Soskice, 2001). Au niveau juridico-institutionnel, les sociétés britanniques évoluent dans un système national de gouvernance *Outsider* ou *market-based* associé à un régime RSE non contraignant ; les sociétés allemandes opèrent dans un système opposé qualifié d'*Insider* ou *blockholder* malgré un engagement purement volontaire des entreprises en termes de RSE. En France, le système national de gouvernance est hybride et combiné à un régime RSE contraignant (voir l'analyse comparative détaillée de Crifo et Rebérioux, 2015 et la très récente revue de la littérature portant sur les systèmes d'affaires nationaux de Zaman et al., 2022). Cette diversité d'environnements externes observée sur le plan macroéconomique influence les modèles de gouvernance développés au niveau microéconomique des entreprises (Aguilera et al., 2003 ; 2008 ; Devinney et al., 2013 ; Rubinstein, 2002). Ainsi, à l'échelle organisationnelle, les entreprises britanniques se caractérisent par une gouvernance purement actionnariale tandis que les entreprises allemandes sont connues pour leur gouvernance partenariale et les entreprises françaises pour leur modèle hybride (Aoki et Jackson, 2008 ; Crifo et Rebérioux, 2015 ; 2016 ; Lhuillery, 2011).

Ce travail statistique exploite des données quantitatives et qualitatives issues de la base CDP. Anciennement connue sous le nom de *Carbon Disclosure Project*, CDP est une organisation à but non lucratif basée au Royaume-Uni qui, sur la base d'un questionnaire détaillé, collecte des données à l'échelle mondiale permettant aux investisseurs, aux entreprises, aux villes, aux États et aux régions de gérer leur impact environnemental. Si l'enquête CDP est considérée comme la base de données de référence en matière d'information financière et extra-financière des entreprises portant sur l'environnement et le climat, il faut toutefois noter qu'elle recense des informations divulguées de manière volontaire par les différents acteurs interrogés, supposant un certain degré de subjectivité dans les réponses apportées. Parallèlement, il n'existe à notre connaissance aucune autre base, à l'échelle internationale, capable de rendre compte des actions menées par les grands acteurs économiques dans le domaine du climat. Par ailleurs, depuis 2018, le questionnaire CDP intègre des questions liées aux recommandations de la TCFD dans les 4 domaines qu'elle définit comme fondamentaux, i.e. la gouvernance, la stratégie, la gestion des risques et les métriques.

Si la base CDP couvre la moitié de la capitalisation boursière mondiale, notre échantillon final est composé de 316 entreprises, analysées sur l'année 2019 pour tenir compte de la retranscription par CDP des recommandations de la TCFD. Cet échantillon se décompose lui-même en 120 entreprises françaises cotées au SBF120 (soit 37,97%), 97 entreprises allemandes cotées sur le marché HDAX (30,70%) et 99 entreprises britanniques appartenant au FTSE100 (31,33%). Cette répartition équilibrée est favorable à la

réalisation de statistiques comparatives. Que ce soit en termes de capitalisation boursière et de chiffre d'affaires, les sociétés britanniques enregistrent les résultats les plus élevés, suivies des sociétés françaises puis allemandes (voir tableau 1). Sur ces 316 sociétés cotées, 185 ont répondu au questionnaire CDP (soit 58.54%) dont 73 françaises (39.46%), 44 allemandes (23.78%) et 68 britanniques (36.76%). Ainsi, par indice, 60.83% des entreprises du SBF120, 45.36% des sociétés du HDAX et 68.69% des entreprises du FTSE100 répondent à l'enquête CDP, révélant ainsi une information portant sur le climat moins transparente pour les sociétés allemandes.

Tableau 1 : Répartition des entreprises par indice boursier, répartition des entreprises répondant à CDP et performance des sociétés des trois indices boursiers (2019)

Indices boursiers	Part des indices boursiers nationaux dans l'échantillon global (%)	Part des entreprises ayant répondu au questionnaire CDP par indice boursier national (%)	Capitalisation boursière (Milliards d'euros)	Chiffres d'affaires (Milliards d'euros)
SBF120	37.97%	39.46%	2.26	2.00
HDAX	30.70%	23.78%	1.72	1.84
FTSE100	31.33%	36.76%	2.62	2.21
Total	100%	100%	6.60	6.04

Source : Rapports annuels des entreprises composant les indices FTSE100, HDAX, SBF120, calculs des auteurs.

Nous focalisons notre étude sur les questions relatives à l'intégration des enjeux climatiques dans les pratiques organisationnelles de gouvernance d'entreprise. Plus précisément, nous traitons, à l'aide de statistiques descriptives et de graphiques représentatifs correspondants, les données relatives à la surveillance des ROC par le conseil d'administration, au rôle du *top management* dans l'évaluation et la gestion des ROC ou encore à l'intégration de critères ROC dans les mécanismes d'incitation des dirigeants. Autant de variables d'intérêt issues des réponses à 7 questions relatives à la relation entre gouvernance d'entreprise et climat contenues dans le questionnaire CDP :

- C1.1 Le conseil d'administration surveille-t-il les questions liées au climat au sein de votre organisation ?
 - C1.1a. Si oui, identifier le(s) poste(s) de la (des) personne(s) du conseil d'administration ayant la responsabilité des questions climatiques.
 - C1.1b. À quelle fréquence les questions liées au climat sont-elles mises à l'ordre du jour du conseil d'administration ?
- C1.2 Indiquez le(s) poste(s) ou comité(s) de direction le(s) plus élevé(s) chargé(s) des questions liées au climat.
 - C1.2a. Décrivez où se situent, dans la structure organisationnelle, ce(s) poste(s) et/ou ces comités, quelles sont les responsabilités qui leur sont associées et à quelle fréquence les questions liées au climat sont suivies.

- C1.3. Fournissez-vous des incitations pour la gestion des questions liées au climat, y compris la réalisation d'objectifs ?
 - C1.3a Donnez des détails supplémentaires sur le type d'incitations fournies pour la gestion des questions liées au climat et sur les bénéficiaires.

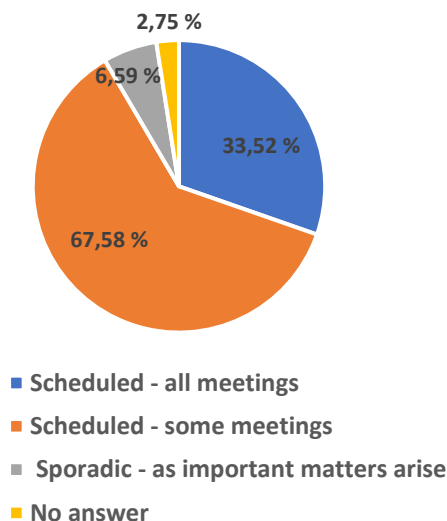
L'analyse statistique de nos données cherche à établir un panorama en 2019 des pratiques développées par les sociétés cotées européennes composant le SBF120, le HDAX et le FTSE100 pour lutter contre l'asymétrie informationnelle en matière de ROC.

3. Résultats

L'étude met en évidence trois résultats principaux respectivement relatifs au contrôle de la décision en matière de ROC (résultat 1), à la gestion de la décision dans le domaine (résultat 2) et aux incitations correspondantes (résultat 3).

Résultat 1 : Le conseil d'administration et les comités spécialisés intègrent les ROC dans leurs travaux de manière sensiblement homogène

Sur les 185 sociétés de notre échantillon ayant répondu à l'enquête CDP, 98.38% indiquent que leur conseil d'administration surveille les questions liées au changement climatique. Quelle que soit leur nationalité, les entreprises disposent d'une instance de gouvernance attentive aux défis du changement climatique et impliquée dans la gestion et le contrôle de la décision portant sur le climat. C'est le cas de 97.26% des entreprises françaises, 97.73% des entreprises allemandes et 100% des entreprises britanniques. Le conseil évalue les décisions prises sur les ROC de manière plus ou moins fréquente (voir graphique 1).



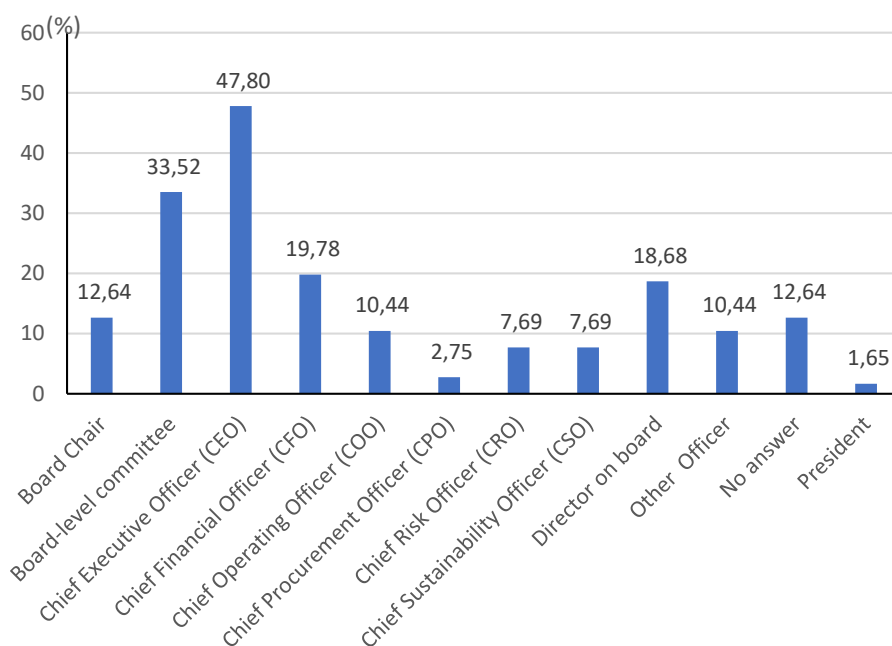
Source : Auteurs, d'après les données CDP.

Note : Fréquences exprimées en pourcentages.

Graphique 1. Fréquence à laquelle sont traitées les questions climatiques au conseil d'administration, tous indices confondus (C1.1b)

Par indice, il n'existe pas de différence majeure : 32.88% des entreprises françaises abordent systématiquement la question du climat dans les réunions de leur conseil d'administration (contre 29.41% des entreprises britanniques et 38.64% des entreprises allemandes). Une très large majorité d'entre elles la mettent à l'ordre du jour de quelques réunions : 65.75% pour le SBF120, 61.36% pour le HDAX et 70.59% pour le FTSE100. On note toutefois qu'un traitement sporadique (uniquement lorsque les problèmes se posent) des questions climatiques est réalisé par seulement 2.74% des conseils d'administration du SBF120 (contre 11.36% des conseils du HDAX et 7.35% des conseils du FTSE100), indiquant par là-même que les entreprises françaises se préoccupent plus régulièrement des ROC que les autres entreprises.

S'agissant de la composition du conseil d'administration, le graphique 2 montre que, de tous indices confondus, cinq principaux acteurs sont en charge des questions climatiques en son sein : le *Chief Executive Officer* (CEO) (47.8%), le *Board-level committee* (33.52%), le *Chief Financial Officer* (CFO) (19.78%), le *Director on Board* (18.68%) et le *Board Chair* (12.64%). Ces administrateurs (ou leur représentant) peuvent cumuler le statut de hauts dirigeants (pour le *Chief Executive Officer* et le *Financial Officer*) et se différencient par leur statut (exécutif, indépendant, ou affilié à la société (Rebérioux et Roudaut (2018)) dans la composition du conseil.



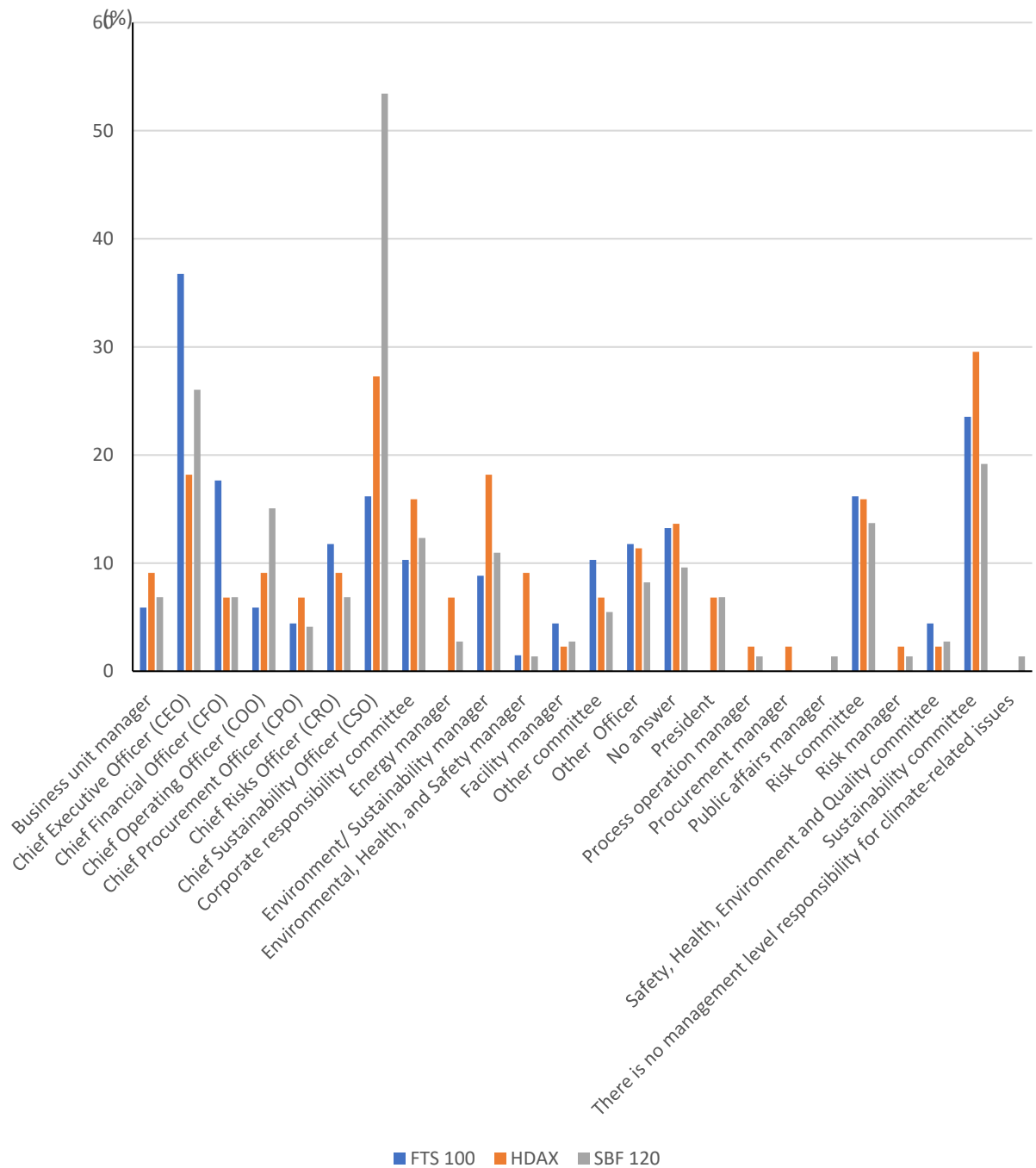
Source : Auteurs, d'après les données CDP 2019.

Note : Dans la mesure où ce sont des questions à choix multiples, la somme des réponses est supérieure à 100%

Graphique 2. Répartition des poste(s) du/des responsable(s) des questions climatiques au conseil d'administration, tous indices confondus (C1.1a)

Le graphique 3 identifie la répartition des acteurs responsables des questions climatiques au conseil d'administration, par indice. Parmi les principales capitalisations boursières

britanniques, c'est plutôt le CEO qui est en charge des questions climatiques au conseil d'administration (dans 36.76% des entreprises répondantes) suivi par le *Sustainability Committee* (23.53%). Au sein du SBF120, il s'agit du CSO (53.42%) et du CEO (26.03%) et dans l'indice allemand le *Sustainability Committee* (29.55%) et du CSO (26.03%). Nous constatons donc des similitudes concernant les responsables climat au sein du conseil d'administration des entreprises composant les trois indices. Elles sont révélées par l'existence d'un lien statistiquement significatif entre l'indice et les responsables des questions climatiques au conseil ($pvalue = 0.0017$). Ces observations statistiques peuvent être appréciées à travers deux niveaux d'analyse qui se combinent : le degré d'expertise en matière de climat et le niveau de la prise de décision sur le sujet. À partir de cette grille de lecture, on constate que les sociétés des trois indices tendent à privilégier une prise de décision individuelle sur les sujets climatiques. Toutefois, quelques nuances apparaissent. Les entreprises françaises se caractérisent par un traitement individuel et spécialisé des enjeux climatiques (avec la domination du CSO) alors que les entreprises britanniques privilégient un traitement individuel et non spécialisé (avec la prédominance du CEO et du CFO). Quant aux entreprises allemandes, elles se rapprochent des entreprises françaises au sens où le traitement des enjeux climatiques fait l'objet d'une analyse spécialisée mais elles le font de manière plus collective avec un rôle plus fréquemment attribué au *Sustainability Committee*.



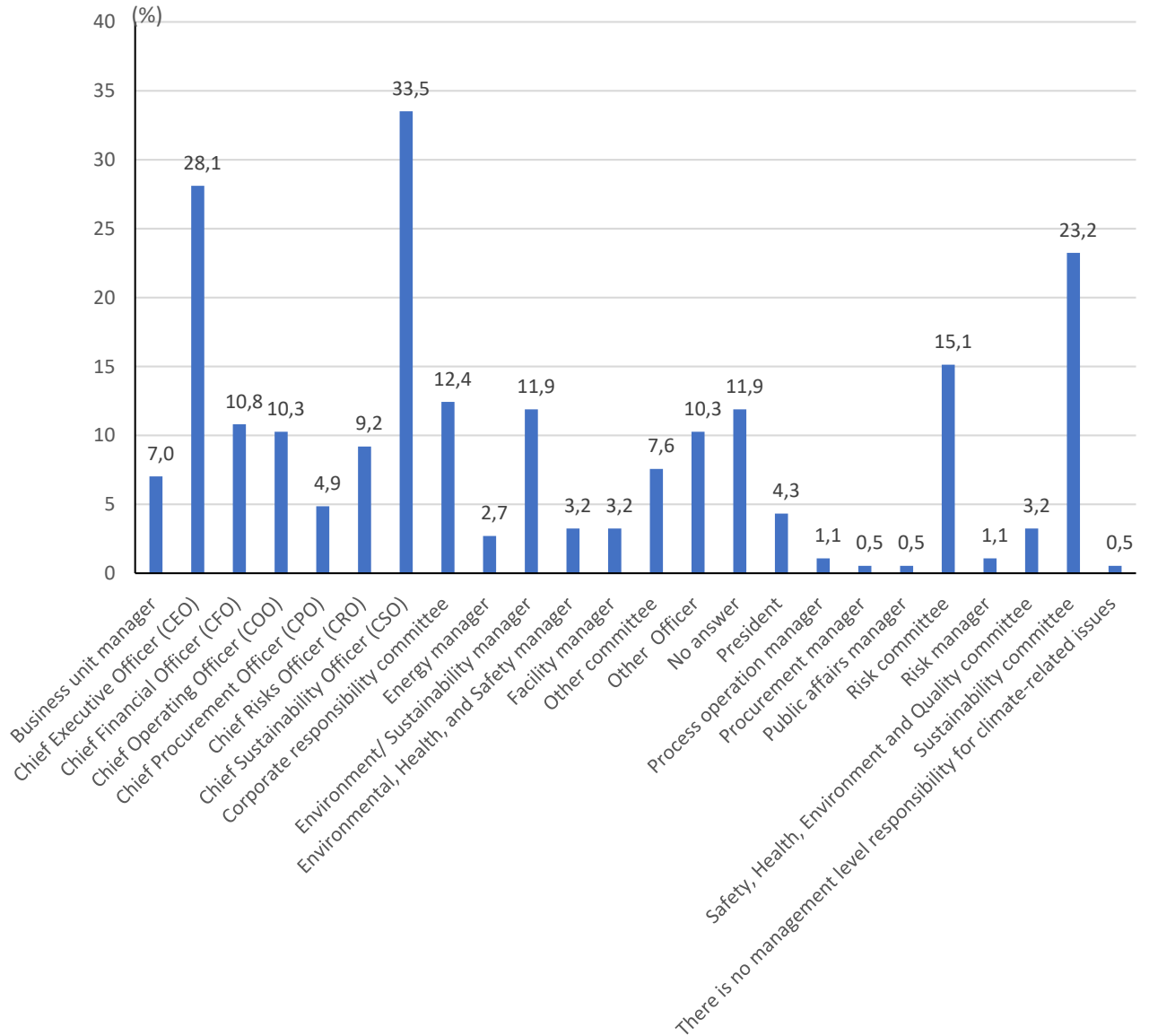
Source : Auteurs, d'après les données CDP 2019.

Note : Dans la mesure où ce sont des questions à choix multiples, la somme des réponses est supérieure à 100%

Graphiques 3 : Répartition des poste(s) du/des responsable(s) des questions climatiques au conseil d'administration, par indice boursier (C1.1a)

Résultat 2 : Une diversité d'acteurs chargés de la gestion des ROC communiquent leurs décisions de manière similaire auprès du conseil d'administration

Au sein du *top management*, les postes ou comités de direction les plus élevés chargés des questions liées au climat sont assez divers (voir graphique 4). Tous indices confondus, les trois principaux sont : le *Chief Sustainability Officer – CSO* (33.51%), le *Chief Executive Officer – CEO* (28.11%) et le *Sustainability Committee – SC* (23.24%).



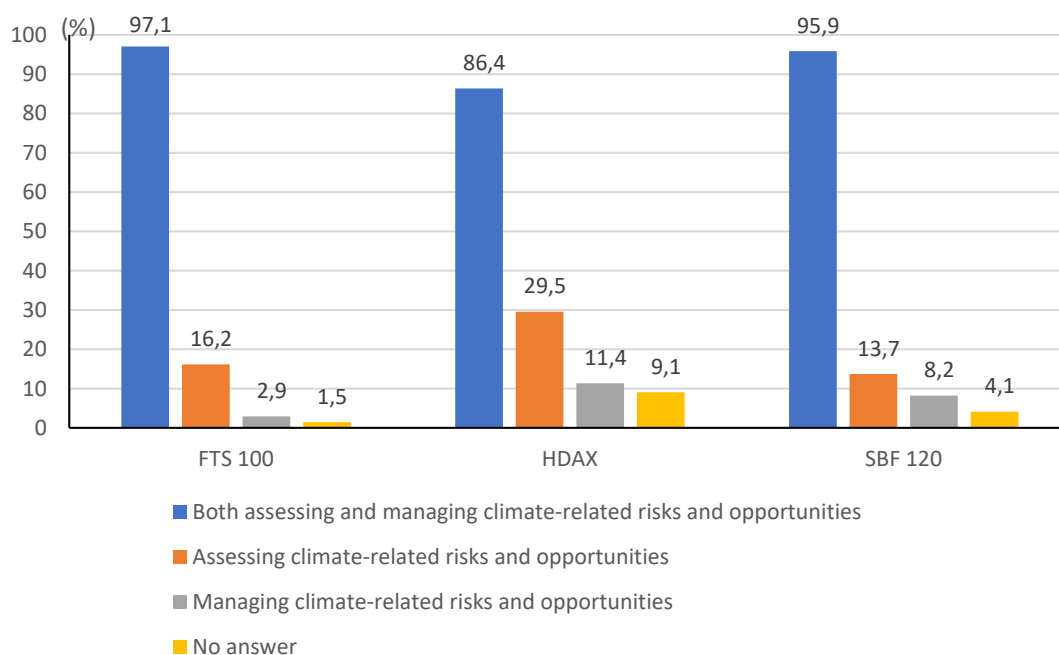
Source : Auteurs, d'après les données CDP 2019.

Graphique 4. Répartition des postes du top management ou comité(s) de direction le(s) plus élevé(s) en charge des questions climatiques, tous indices confondus.

Le graphique 5 reporte par indice la répartition des prérogatives assumées par les acteurs (postes individuels ou comités) en charge des questions climatiques (gestion des ROC, évaluation des ROC, évaluation + gestion des ROC). Une large majorité des entreprises composant les 3 indices confient à l'acteur en charge des questions climatiques à la fois l'évaluation et la gestion des ROC (95.89% des sociétés françaises, 97.06% des sociétés britanniques et 86.36% des sociétés allemandes). Ces chiffres révèlent le caractère

indissociable des fonctions d'évaluation et de gestion de la décision en matière de climat dans une logique de maintien d'un flux d'informations optimal pour une prise de décision efficace.

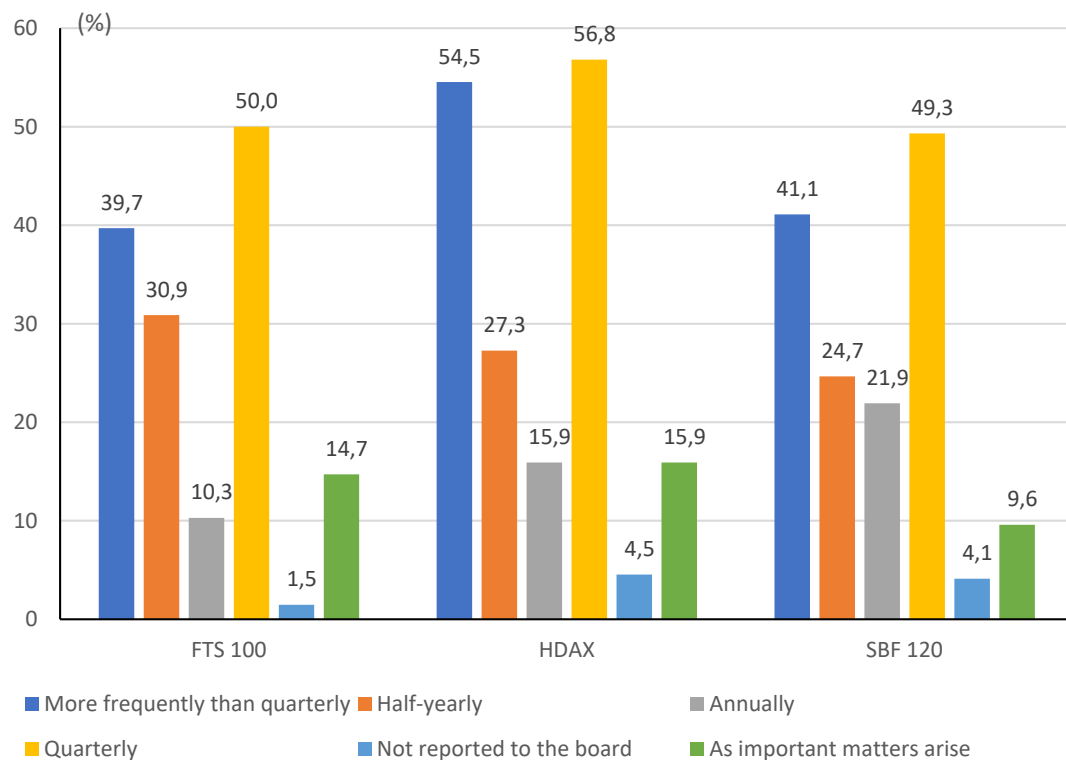
Nous notons que les fonctions assumées par les acteurs en charge des questions climatiques est une variable indépendante de l'appartenance de l'entreprise à un pays (pvalue = 0.121). Autrement dit, les fonctions ne sont pas liées à la nationalité ou plus précisément à l'indice boursier d'appartenance des entreprises.



Source : Auteurs, d'après les données CDP 2019.

Graphique 5. Répartition des fonctions décisionnelles en matière de ROC, par indice.

Il est à noter que 51.35% des entreprises de notre échantillon disposent de directions qui communiquent trimestriellement au conseil d'administration sur leurs décisions et actions en matière de ROC (contre 43.78% qui communiquent plus de 4 fois par an, 27.57% deux fois par an, 16.22% une fois par an). Ces résultats indiquent des flux d'informations réguliers entre les deux organes de gouvernance (direction et conseil d'administration), quel que soit l'indice observé. Ils sont confirmés par le graphique 6 qui renseigne par indice sur la fréquence des rapports sur les questions liées au climat réalisés auprès du conseil d'administration. Les fréquences sont sensiblement identiques quel que soit l'indice boursier considéré. Cela se justifie par la non-significativité de cette liaison (pvalue = 0.736).



Source : Auteurs, d'après les données CDP 2019.

Graphique 6. Répartition de la fréquence des rapports réalisés par le top management au conseil d'administration concernant leurs décisions en matière de ROC, par indice.

Résultat 3 : L'intégration de critères ROC dans les mécanismes d'incitation des dirigeants est unanime et le rapport incitations monétaires / incitations non monétaires est hétérogène selon les indices.

Pour l'ensemble des entreprises de notre échantillon, 89.19% utilisent des mesures incitatives en matière de climat (contre 10.81% qui n'en utilisent pas). Indice par indice, ce sont 95.89% des entreprises françaises qui utilisent des mesures incitatives – quelle que soit la nature de ces incitations – contre seulement 81.82% des sociétés allemandes et 86.76% des sociétés britanniques. Par ailleurs, le tableau 2 indique la répartition des formes d'incitations utilisées par les sociétés étudiées : incitations monétaires (rémunérations en numéraire ou sous forme d'actionnariat salarié : primes de performance, bonus, *stock-options*, actions gratuites...), incitations non monétaires de type reconnaissance (autonomie, indépendance des décisions, diversité des missions et des mandats...), non monétaires d'autres types (récompenses sous la forme d'objets ou de services gratuits : trophées, repas, adhésion à un club...).

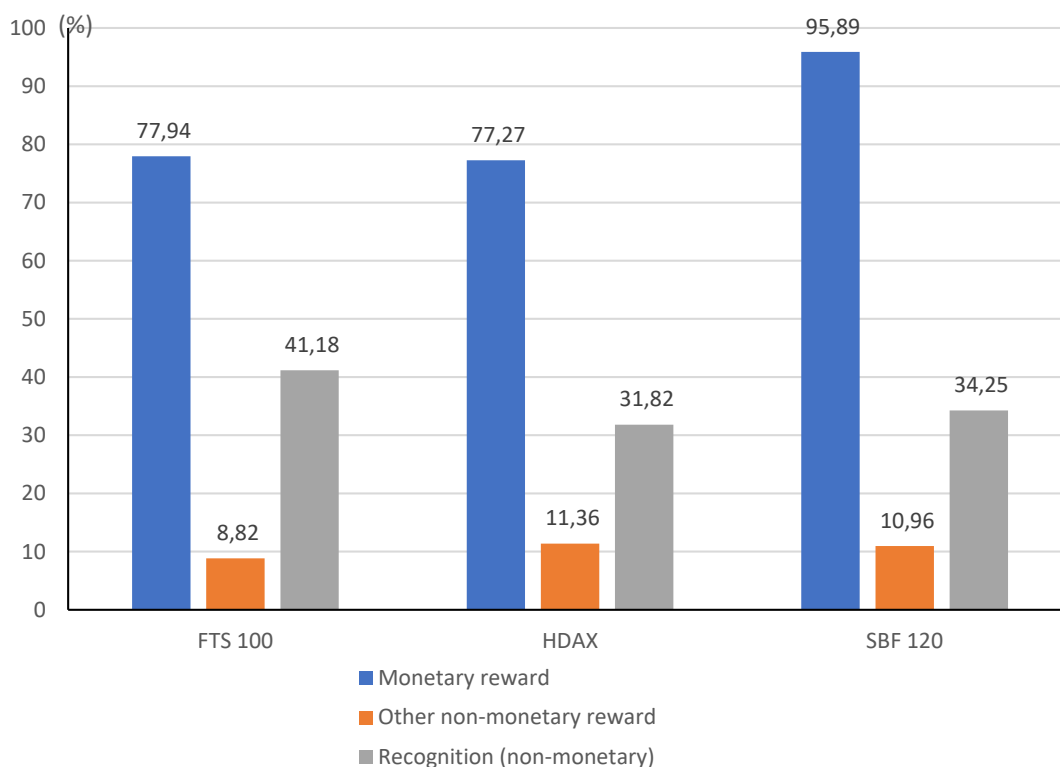
Tableau 2 : Répartition des types d'incitations fournies pour la gestion des questions liées au climat, tous indices confondus

Types d'incitations	Proportion
Monetary reward	95,15 %
Other non-monetary reward	11,52 %
Recognition (non-monetary)	40,61 %

Source : Auteurs, d'après les données CDP 2019.

Note : Dans la mesure où ce sont des questions à choix multiples, la somme des réponses est supérieure à 100%

Dans le détail, les entreprises du SBF120 utilisent quasiment toutes les incitations monétaires (95.89%) alors que seuls environ 77% des sociétés cotées à l'HDAX et au FTSE100 les mobilisent. Les sociétés allemandes sont quant à elles plus nombreuses à opter pour des incitations non monétaires (41.18%, contre respectivement 34.25% et 31.82% pour les sociétés françaises et britanniques) (voir graphique 7). Ces résultats montrent que les entreprises peuvent utiliser plusieurs outils d'incitations simultanément. De plus, un test de chi2 indique que les mesures incitatives mises en place pour la gestion des questions liées au climat ne dépendent pas du pays (Pvalue = 0.39).



Source : Auteurs, d'après les données CDP 2019.

Note : Dans la mesure où ce sont des questions à choix multiples, la somme des réponses est supérieure à 100%

Graphique 7 : Répartition des types d'incitation mises en place pour la gestion des questions liées au climat par les sociétés, par indice.

4. Discussion

Nos résultats indiquent que les sociétés par actions européennes, quelle que soit leur nationalité, prennent en compte les ROC dans leurs dispositifs organisationnels de gouvernance d'entreprise pour limiter les menaces de comportements opportunistes des dirigeants en matière de décisions portant sur le climat. Les régularités observées au niveau de la gouvernance des enjeux climatiques au sein des grandes sociétés cotées

françaises, britanniques et allemandes ne doivent pas pour autant gommer les différences dans le domaine. Elles relèvent pour la plupart des environnements juridiques et institutionnels distincts dans lesquels opèrent les entreprises.

Dans la lignée d'autres auteurs (Aguilera et al., 2003 ; 2008 ; Devinney et al., 2013), nous soutenons que les cadres juridiques et les structures institutionnelles influencent les pratiques de gouvernance au niveau de la firme. Ces dernières ne peuvent donc pas être considérées isolément du système national dans lequel opèrent les entreprises. Selon Crifo et Rebérioux (2015 ; 2016), les régimes de gouvernance et de RSE du Royaume Uni, de l'Allemagne et de la France sont assez distincts. Au Royaume-Uni, la gouvernance d'entreprise est qualifiée d'actionnariale hybride au sens où la maximisation de la valeur pour les actionnaires reste la règle mais est éclairée de la prise en compte des attentes des autres parties prenantes, non actionnariales. Les dimensions sociales et environnementales préoccupent ainsi les responsables des entreprises, sans pour autant en faire une priorité. En matière de climat, le Royaume-Uni a été le premier pays européen à promulguer une loi (*Climate Change Act*, 2008) qui fixe un objectif juridiquement contraignant de neutralité carbone à l'horizon 2050. Pour autant, depuis cette date, la seule avancée majeure en matière de climat réside dans la décision de l'autorité de régulation des marchés financiers, la *Financial Conduct Authority* (FCA), de rendre obligatoire à partir de janvier 2021, pour plus de 1 300 des plus grandes entreprises et institutions financières enregistrées au Royaume-Uni la publication d'informations financières liées au climat, conformément aux recommandations de la TCFD. Ce cadre juridico-institutionnel peu contraignant en matière de climat et plus généralement de RSE explique en grande partie que les ROC n'ont pas été jusqu'à présent des enjeux prioritaires dans la gouvernance des entreprises britanniques. Elles optent pour un traitement individuel et non spécialisé des questions climatiques, laissant ainsi à des acteurs comme le CEO ou le CFO la possibilité d'en faire des questions stratégiques de second rang.

En Allemagne, la gouvernance d'entreprise est partenariale : la loi allemande impose une participation active des représentants des salariés dans le processus de gestion et de contrôle de la décision, selon le modèle de la cogestion (Gorton et Schmid, 2004 ; Teichmann et Monsenepwo, 2018). En revanche, le régime RSE repose quant à lui sur un engagement volontaire des entreprises et s'appuie sur des codes de bonnes pratiques dont le *German Sustainability Code* (2011). Suivant cette logique, les sociétés par actions allemandes privilégient les intérêts des parties prenantes les plus directement investies dans l'entreprise, et en tout premier lieu les actionnaires et salariés, dans la lignée de leur modèle de gouvernance. En matière de climat, l'Allemagne a attendu 2019 pour promulguer sa première grande loi nationale sur le climat. Cette loi, modifiée en 2021, fixe les objectifs nationaux de réduction des gaz à effet de serre à au moins 65% d'ici à 2030 (par rapport à 1990), au moins 88% d'ici 2040 et la neutralité carbone d'ici 2045. Malgré l'ambition affichée par cette loi, les dispositifs de soutien pour atteindre les objectifs fixés sont imprécis, notamment en matière de divulgation d'informations extra-financières imposées aux sociétés cotées. Dans ce cadre, le régime RSE se cantonne à des normes volontaires, les parties prenantes étant censées être d'emblée sensibles aux enjeux climatiques et donc défendre les résolutions concernant la transition écologique. En ce sens, elles défendent collectivement la stratégie climat dans les entreprises à travers des administrateurs regroupés au sein de *Sustainability Committee* chargé d'éclairer le processus décisionnel sur le sujet.

En France, la gouvernance d'entreprise est qualifiée d'hybride (Crifo et Reberiou, 2015 ; 2016 ; Lhuillery, 2011) sous la forme d'un modèle actionnarial éclairé par la perspective partenariale (Jensen, 2001) selon lequel les grandes sociétés cotées poursuivent des stratégies de développement de long terme cohérentes avec les intérêts différenciés d'un ensemble large de parties prenantes, y compris éloignées (environnement, communautés locales...). Dans cette perspective, le gouvernement français a été le premier gouvernement national à contraindre ses grandes entreprises à des avancées significatives et rapides dans le domaine de la RSE. En matière de climat, la France a promulgué en 2015 la loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte qui fixe des objectifs à moyen et long termes : réduire les émissions de gaz à effet de serre de 40 % entre 1990 et 2030 et les diviser par quatre d'ici 2050 (par rapport à 1990). La France se distingue des autres pays car elle impose dès 2015, par le biais de l'article 173 de cette loi, une obligation de transparence accrue aux investisseurs institutionnels et grandes sociétés cotées en Bourse. Les premiers doivent communiquer sur leur gestion du risque climat et diffuser l'information concernant la part carbone de leurs portefeuilles. Les secondes doivent déclarer dans leur rapport annuel les risques financiers liés aux effets du changement climatique ainsi que les mesures adoptées pour les atténuer. Ainsi, par rapport aux entreprises britanniques et allemandes, les sociétés cotées françaises ont fait très tôt du climat un enjeu majeur de leur processus décisionnel en matière de RSE. Cet engagement répond aux contraintes réglementaires qui leur sont imposées depuis 2015 et qui se sont récemment renforcées avec la loi Énergie Climat de 2019.

Les situations différenciées du Royaume-Uni, de l'Allemagne et de la France tendent à s'estomper avec la mise en application du cadre réglementaire supranational et notamment de la Directive européenne 2014/95/UE sur le *reporting* extra-financier (*Non Financial Reporting Directive*). Cette tendance à l'homogénéisation des pratiques est favorable à condition de les aligner vers les exigences les plus élevées en matière de gestion et de contrôle des décisions portant sur les ROC et de transparence de l'information financière et extra-financière sous-jacente.

Conclusion et recommandations

Cet article a caractérisé et analysé les dispositifs organisationnels de gouvernance d'entreprise mis en place par les plus grandes sociétés par actions françaises, allemandes et britanniques pour favoriser une « bonne » gouvernance en matière de climat. Les résultats montrent que les grandes sociétés cotées françaises, britanniques et allemandes placent les risques climatiques au même rang que les autres types de risques (technologiques, réglementaires, sociaux...) et utilisent les principaux dispositifs organisationnels de gouvernance pour limiter l'asymétrie informationnelle en matière de climat. Or une telle régulation de l'exercice du pouvoir managérial connaît un certain nombre de failles qu'il convient de lever. Le cumul des fonctions dans le processus décisionnel (Rechner et Dalton, 1991 ; Brickley et al., 1997 ; Krause et al., 2014) et l'absence de données suffisantes et fiables concernant la performance climatique des entreprises (Lock et Seele, 2016 ; Demaria et Rigot, 2021) sont les principales difficultés à lever et appellent à des recommandations.

D'une part, notre étude montre que les acteurs en charge du climat sont très majoritairement des individus aux compétences managériales généralistes incarnés par les hauts dirigeants. Ils cumulent également souvent le statut d'administrateur au sein du

conseil. Dans ces conditions, ils ont à la fois la charge de la gestion de la décision (i.e. initiative et mise en œuvre de la décision) et le contrôle de la décision (ratification et surveillance de la décision) portant sur les ROC sans être forcément spécialiste du sujet. Dans la lignée des travaux dominants de recherche en gouvernance d'entreprise (Fama and Jensen, 1983 ; Jensen, 1993 ; Larcker et Tayan, 2015), cette absence de dissociation des fonctions soulève une contradiction : comment ces responsables peuvent-ils impartialement surveiller des décisions prises et mises en œuvre par eux-mêmes ? Celle-ci se manifeste par un risque de comportement opportuniste élevé : les hauts dirigeants peuvent par exemple communiquer plus volontiers sur les actions de l'entreprise qui sont favorables à la transition écologique tout en occultant celles qui lui sont moins favorables. Une telle diffusion d'informations partielles et biaisées tend à accentuer la marge discrétionnaire du *top management* qui en plus de gérer la stratégie climat de l'entreprise en assurent, au moins partiellement, le contrôle. Au regard des ROC, cette contradiction intervient dans un contexte d'opacité exacerbé qui est lié, d'une part, à la prise en compte tardive des enjeux climatiques par les entreprises (les Accords de Paris en 2015) et, d'autre part, à l'insuffisance des informations quantitatives et qualitatives portant sur le risque climat divulguées par les entreprises. En effet, le *reporting* climatique, qui vise à réduire l'asymétrie informationnelle, fait l'objet d'un traitement différencié selon les pays. Il relève d'une démarche volontaire pour la quasi-totalité des sociétés, hormis les grandes entreprises françaises cotées en Bourse qui ont l'obligation, depuis la loi NRE du 15 mai 2001 de publier un rapport annuel de développement durable contenant les informations financières et extra financières sur l'impact de leur activité⁶. L'objectif de ces divulgations est de limiter les menaces d'aléa moral en identifiant et communiquant publiquement sur les risques climatiques (physiques, transition et juridique) qui peuvent affecter les résultats de l'entreprise, les procédures d'évaluation et de gestion de ces risques ou encore la diffusion de métriques environnementales (impact environnemental). À titre d'illustration, la fréquence des réunions du conseil d'administration portant sur les ROC est plus élevée dans les entreprises françaises, signalant leur volonté de renforcer l'intensité du rôle disciplinaire exercé sur les décisions managériales sur le climat.

Le risque de comportements opportunistes des hauts dirigeants pourrait toutefois être limité en confiant la gestion et le contrôle de la décision relative aux ROC à des acteurs strictement différents. D'un côté, les dirigeants mandataires sociaux exécutifs pourraient assurer uniquement la gestion de la décision sur les ROC à travers la proposition d'une stratégie bas carbone et la gestion des risques climatiques. En matière de stratégie bas carbone, ils pourraient : proposer des objectifs de réduction des émissions de GES pour les activités opérées par l'entreprise à un horizon donné ; faire une analyse de scénarios de transitions possibles pour atteindre ces objectifs ; proposer une stratégie de réduction de l'intensité carbone des produits énergétiques utilisés par les clients de l'entreprise ; impulser des initiatives d'investissement sur de nouvelles technologies capables de réduire les émissions de CO₂ (efficacité énergétique, captage et stockage du CO₂, par exemple). En matière de gestion des ROC, les dirigeants mandataires sociaux exécutifs pourraient : introduire les risques climat dans la cartographie des risques de l'entreprise ; commander un diagnostic de l'empreinte carbone de l'activité de l'entreprise ; impulser les procédures de certification en termes de management environnemental. De l'autre, les dirigeants mandataires sociaux non exécutifs, les administrateurs, superviseraient les

⁶ D'autres lois vont renforcer les obligations des sociétés cotées françaises en matière de *reporting* climatique : la loi Grenelle II (2010), la loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte (2015) ou encore la loi Climat et Résilience (2021).

ROC dans une logique de promotion de la création de valeur à long terme. Dans ce contexte, le conseil d'administration veillerait à ce que les enjeux climatiques soient pris en compte dans la stratégie de l'entreprise et dans les projets d'investissement qui lui sont soumis. Concrètement, il aurait pour prérogatives propres de valider la mise en place du *reporting* climatique et de surveiller les informations qu'il contient ; il pourrait également voter la mise en place d'un prix interne du carbone dans les activités de l'entreprise ou encore déterminer et réviser la performance climatique de l'entreprise en fixant des cibles de réduction de GES sur un horizon donné. Suivant cette logique, le conseil d'administration constituerait un contre-pouvoir efficace à la direction de l'entreprise en matière de stratégie climatique. Pour aller plus loin, les entreprises qui souhaitent mettre en place une « bonne » gouvernance des ROC auraient intérêt à limiter le cumul des fonctions des administrateurs en charge des questions climatiques. Confier à des administrateurs indépendants (liés à l'entreprise uniquement par leur statut de dirigeants mandataires sociaux non exécutifs) et experts du climat la mission de surveillance des décisions portant sur les ROC s'inscrit pleinement dans une perspective de spécialisation fonctionnelle et de transparence accrue. En effet, d'après certains travaux, l'adoption de démarches RSE proactives par les entreprises serait significativement et positivement associée à des conseils d'administration contrôlant, c'est-à-dire à forte proportion d'indépendants (Jo et Harjoto, 2011 ; Endrikat et al., 2020 ; Ortas et al., 2017 ; Velte, 2021). Dans le prolongement, un lien positif entre indépendance du conseil d'administration et adoption de démarches ambitieuses et engagées en matière de climat est donc défendu. Par ailleurs, en écho au processus de rationalisation du fonctionnement des conseils d'administration, la mise en place de comités de gestion des risques, RSE, Ethique ou encore de Développement durable pourrait être poussée plus loin. Sous des appellations différentes, ces groupes de travail *ad hoc* éclairent les réflexions du conseil d'administration et facilitent les délibérations sur les questions environnementales, sociales et de gouvernance. Afin de reconnaître le climat comme une dimension de première importance dans les stratégies de développement des entreprises, une proposition complémentaire consisterait à créer des comités « Climat » composés majoritairement d'administrateurs indépendants spécialisés sur les ROC et dont le domaine de compétences serait dédié à l'évaluation des stratégies climat prises par la direction des entreprises.

D'autre part, notre étude indique que les mécanismes d'incitation intégrant les critères climatiques sont mis en place dans la plupart des entreprises étudiées. Il s'agit d'incitations monétaires essentiellement et/ou non monétaires dans une moindre mesure visant à encourager les acteurs en charge des questions climatiques à agir conformément aux intérêts des actionnaires et autres investisseurs dans le domaine (Fama, 1980). Selon les enseignements de la théorie des incitations (Holmström et Milgrom, 1994) et les recommandations récentes sur le sujet (dont celles du code Afep-Medef), elles prennent la forme de rémunérations variables à court terme comme des bonus définis selon un pourcentage cible de la rémunération fixe selon des critères quantitatifs et qualitatifs relatifs de performance climatique, ou de rémunérations à long terme comme des actions gratuites, des options d'achats d'actions ou des revenus pluriannuels dont le distribution dépend de critères de performance extra-financière et de soutenabilité. Parallèlement, des pratiques formelles et informelles d'incitation non monétaires peuvent être associées aux incitations monétaires comme une reconnaissance accrue du travail accompli, la proposition de responsabilités ou de mandats différenciés, un renforcement de l'indépendance en matière de prise de décision, des avantages en nature...

Si ces dispositifs incitatifs sont courants, les critères retenus en matière de ROC pour les mettre en œuvre sont actuellement insuffisamment fiables et pertinents. En particulier, les données sur le climat sont rares car le *reporting* climatique qui s'inscrit dans le *reporting* soutenable (*sustainable reporting*) est une démarche le plus souvent volontaire (Lock et Seele, 2016 ; Pistoni et al., 2018). Elles sont également hétérogènes et donc difficilement comparables en raison de la difficulté d'évaluer les émissions de GES et de l'absence de consensus sur les méthodologies utilisées pour les calculer (Melloni et al. 2017 ; Giannarakis et al. 2017 ; Kouloukoui et al. 2019 ; De Cambourg, 2019 ; Demaria et Rigot, 2021). Une meilleure évaluation des ROC va de pair avec une meilleure divulgation des informations extra financières quantitatives et qualitatives. Leur fiabilité et leur comparabilité reposent sur un processus de normalisation et de vérification (par des tiers indépendants, voire par des commissaires aux comptes), à l'instar de ce qui existe déjà depuis longtemps pour l'information financière. La Directive européenne 2014/95/UE sur le *reporting* extra-financier (*Non Financial Reporting Directive*) et le règlement relatif à la taxonomie des activités vertes (qui entre en vigueur en 2022) constituent des voies d'amélioration de la qualité de l'information extra-financière portant sur le climat. Le projet de la Commission européenne de création d'un normalisateur extra-financier européen d'ici 2025 (De Cambourg, 2021) va également dans ce sens. Il se fixe comme principal objectif de standardiser l'information extra-financière dont la pertinence est cruciale pour les décisions d'allocation en faveur des projets bas carbone.

Au-delà, puisque le risque climatique a une double dimension systémique (susceptible d'affecter le fonctionnement global du système financier) et incertaine (au sens où il n'est pas probabilisable), il convient, dans des recherches futures, de réfléchir à des dispositifs de gouvernance spécifiques au traitement des ROC afin de rendre plus efficace l'action des firmes pour s'engager effectivement et durablement vers une transition bas carbone.

Bibliographie

AFEP-MEDEF (2020), Code Afep-MEDEF révisé de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées - Janvier 2020.

AGLIETTA, M. & REBERIOUX, A. (2004). *Dérives du capitalisme financier*. Albin Michel, Paris.

AGUILERA, R. V., & JACKSON, G. (2010), « Comparative and international corporate governance », *Academy of Management annals*, vol. 4, n° 1, p. 485-556.

AGUILERA, R. V., FILATOTCHEV, I., GOSPEL, H., & JACKSON, G. (2008), « An organizational approach to comparative corporate governance : Costs, contingencies, and complementarities », *Organization science*, vol. 19, n° 3, p. 475-492.

AGUILERA, R. V., WILLIAMS, C. A., CONLEY, J. M., & RUPP, D. E. (2006), « Corporate governance and social responsibility: A comparative analysis of the UK and the US », *Corporate Governance: an international review*, vol. 14, n° 3, p. 147-158.

AOKI, M., & JACKSON, G. (2008), « Understanding an emergent diversity of corporate governance and organizational architecture: An essentiality-based analysis », *Industrial and Corporate Change*, vol. 17, n° 1), p. 1-27.

ARMOUR, J., HANSMANN, H., & KRAAKMAN, R. (2009), « Agency problems and legal strategies », *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*, vol. 3, p. 29-48.

BEBCHUK, L. A., & FRIED, J. M. (2003), « Executive compensation as an agency problem », *Journal of economic perspectives*, vol. 17, n° 3, p. 71-92.

BEN-AMAR, W., & MCILKENNY, P. (2015), « Board effectiveness and the voluntary disclosure of climate change information », *Business Strategy and the Environment*, vol. 24, n° 8, p. 04-719.

BEN-AMAR, W., CHANG, M., & MCILKENNY, P. (2017), « Board gender diversity and corporate response to sustainability initiatives: Evidence from the carbon disclosure project », *Journal of business ethics*, vol. 142, n° 2, p. 369-383.

BEN-AMAR, W., & BOUJENOUI, A. (2008), « Transparence de l'information au sujet des pratiques de gouvernance d'entreprise au Canada », *Comptabilité Contrôle Audit*, vol. 14, n° 1, p. 169-190.

BRANSON, D., & CLARKE, T. (2012). *The SAGE handbook of corporate governance. The SAGE Handbook of Corporate Governance*.

BREDART, X. (2017), « Les systèmes nationaux de gouvernance : typologies et évolution », *La Revue des Sciences de Gestio*, n° 283, p. 21-28.

BRICKLEY, J. A., COLES, J. L., & JARRELL, G. (1997), « Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board », *Journal of corporate Finance*, vol.3, n° 3, p. 189-220.

BUSHMAN, R. M., & SMITH, A. J. (2001), « Financial accounting information and corporate governance », *Journal of accounting and Economics*, vol. 32, n° 1-3, p. 237-333.

- CAI, Y., JO, H., & PAN, C. (2011), « Vice or virtue? The impact of corporate social responsibility on executive compensation », *Journal of Business Ethics*, vol. 104, n° 2, p. 159-173.
- CAVACO, S., CRIFO, P., & GUIDOUX, A. (2020), « Corporate social responsibility and governance: The role of executive compensation », *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, vol. 59, n° 2, 240-274.
- CHARREAUX, G. (2000), « La théorie positive de l'agence : positionnement et apports », *Revue d'économie industrielle*, vol. 92, n° 1, p. 193-214.
- CLERC, L. (2020), « Évaluer les risques et les vulnérabilités et sensibiliser les acteurs financiers au risque de changement climatique : le rôle des stress tests », *Revue d'économie financière*, vol. 138, n° 2, p. 225-242.
- Commission Européenne (2019), « Guidelines on non-financial reporting: Supplement on reporting climate related information », in: UNION, O. J. O. T. E. (ed.).
- CRIFO, P., & FORGET, V. D. (2015), « The economics of corporate social responsibility: A firm-level perspective survey », *Journal of Economic Surveys*, vol. 29, n° 1, p. 112-130.
- CRIFO, P., & REBERIOUX, A. (2015), « Gouvernance et responsabilité sociétale des entreprises : nouvelle frontière de la finance durable? », *Revue d'économie financière*, n° 117, p. 205-223.
- CRIFO, P., & REBERIOUX, A. (2016), « Corporate governance and corporate social responsibility: A typology of OECD countries », *Journal of governance and regulation*, vol. 5, n° 2, p. 14-27.
- DE CAMBOURG (2021), « Proposals for a relevant and dynamic EU sustainability reporting standard-setting », final report, February.
- DE CAMBOURG (2019), « Rapport sur les informations extra-financières », juin.
- DEMARIA, S., & RIGOT, S. (2021), « An evaluation of environmental disclosures made in corporate annual reports », *Business strategy and the Environment*, vol. 30, n° 1, p. 721-738.
- DEVINNEY, T. M., SCHWALBACH, J., & WILLIAMS, C. A. (2013), « Corporate social responsibility and corporate governance: Comparative perspectives », *Corporate Governance: An International Review*, vol. 21, n°5, p. 413-419.
- DIXON-FOWLER, H. R., ELLSTRAND, A. E., & JOHNSON, J. L. (2017), «The role of board environmental committees in corporate environmental performance », *Journal of Business Ethics*, vol. 140, n° 3, p. 423-438.
- ELMAGHRABI, M. E. (2021), « CSR committee attributes and CSR performance: UK evidence », *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, vol. 21, n° 15, p. 892-919.
- ENDRIKAT, J., DE VILLIERS, C., GUENTHER, T. W., & GUENTHER, E. M. (2021), « Board characteristics and corporate social responsibility: A meta-analytic investigation », *Business & Society*, vol. 60, n° 8, p. 2099-2135.
- FAMA, E. F. (1980), « Agency problems and the theory of the firm », *Journal of political economy*, vol. 88, n° 2, p. 288-307.

FAMA, E. F., & JENSEN, M. C. (1983), « Separation of ownership and control », *The journal of law and Economics*, vol. 26, n° 2, p. 301-325.

FLAMMER, C., HONG, B., & Minor, D. (2019), « Corporate governance and the rise of integrating corporate social responsibility criteria in executive compensation: Effectiveness and implications for firm outcomes », *Strategic Management Journal*, vol. 40, n° 7, p. 1097-1122.

GUNNINGHAM, N., & HOLLEY, C. (2016), « Next-generation environmental regulation: Law, regulation, and governance », *Annual Review of Law and Social Science*, vol. 12, p. 273-293.

GASBARRO, F., IRALDO, F., & DADDI, T. (2017), « The drivers of multinational enterprises' climate change strategies: A quantitative study on climate-related risks and opportunities », *Journal of Cleaner Production*, vol. 160, p. 8–26.

GIANNARAKIS, G., KONTEOS, G., SARIANNIDIS, N., & CHAITIDIS, G. (2017), « The relation between voluntary carbon disclosure and environmental performance. International », *Journal of Law & Management*, vol. 59, n° 6, p. 784–803.

GORTON, G., & SCHMID, F. A. (2004), « Capital, labor, and the firm: A study of German codetermination », *Journal of the European Economic Association*, vol. 2, n° 5, p. 863-905.

HAQUE, F., & NTIM, C. G. (2020), « Executive compensation, sustainable compensation policy, carbon performance and market value », *British Journal of Management*, vol. 31, n° 3, p. 525-546.

HAQUE, F., & NTIM, C. G. (2022), « Do corporate sustainability initiatives improve corporate carbon performance? Evidence from European firms », vol. 31, n° 7, p. 3318-3334.

HALL, Peter A., SOSKICE, David (eds.) (2001) *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press, 2001.

HART, O. (1995), «Corporate governance: some theory and implications, *The economic journal*, vol. 105, n° 430, p. 678-689.

HOLMSTRÖM, B. (1999), « Managerial incentive problems: A dynamic perspective », *The review of Economic studies*, vol. 66, n° 1, p. 169-182.

HOLMSTROM, B., & MILGROM, P. (1994), « The firm as an incentive system », *The American economic review*, vol. 84, n°4, p. 972-991.

JAIN, T., & JAMALI, D. (2016), « Looking inside the black box: The effect of corporate governance on corporate social responsibility », *Corporate governance: an international review*, vol. 24, n° 3, p. 253-273.

JENSEN, M. C. (1993), « The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems », *Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, p. 831-880.

JENSEN, M. (2001), « Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function », *European financial management*, vol. 7, n° 3, p. 297-317.

JO, H. & HARJOTO, M. A. (2011), « Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility », *Journal of business ethics*, vol. 103, n° 3, p. 351-383.

- JO, H., & HARJOTO, M. A. (2012), « The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility », *Journal of business ethics*, vol. 106, n° 1, p. 53-72.
- KLEIN, B. (1983), « Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control », *The Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, p. 367-374.
- KOULOUKOUI, D., SANT'ANNA, Â. M. O., SILVA GOMES, S. M., OLIVEIRA MARINHO, M. M., JONG, P., KIPERSTOK, A., & TORRES, E. A. (2019), « Factors influencing the level of environmental disclosures in sustainability reports: Case of climate risk disclosure by Brazilian companies », *Corporate, Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 26, n° 4, p. 791–804.
- KRAUSE, R., SEMADENI, M., & CANNELLA Jr, A. A. (2014), « CEO duality: A review and research agenda, *ournal of Management*, vol. 40, n° 1, p. 256-286.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., & SHLEIFER, A. (2008), «The economic consequences of legal origins », *Journal of economic literature*, vol. 46, n°2 p. 285-332.
- LARCKER, D., & TAYAN, B. (2015), « *Corporate governance matters: A closer look at organizational choices and their consequences*. Pearson education.
- LEVINE, R. (2005), « Law, endowments and property rights », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 19, n° 3, p. 61-88.
- LHULLERY, S. (2011), « The impact of corporate governance practices on R&D efforts: a look at shareholders' rights, cross-listing, and control pyramid », *Industrial and Corporate Change*, vol. 20, n° 5, p. 1475-1513.
- LO, C. W. H., LIU, N., PANG, X., & LI, P. H. Y. (2020), « Unpacking the complexity of environmental regulatory governance in a globalizing world: A critical review for research agenda setting », *Journal of Environmental Policy & Planning*, vol. 22, n° 5, p. 594-607.
- LOCK, I., & SEELE, P. (2016), « The credibility of CSR (corporate social responsibility) reports in Europe. Evidence from a quantitative content analysis in 11 countries », *Journal of Cleaner Production*, vol. 122, p. 186–200.
- MARINO, A. M., & MATSUSAKA, J. G. (2005), «Decision processes, agency problems, and information: An economic analysis of capital budgeting procedures », *The Review of Financial Studies*, vol. 18, n° 1, p. 301-325.
- MELLONI, G., CAGLIO, A., & PEREGO, P. (2017), « Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness and balance in Integrated Reports », *Sustainability Accounting, Reporting and Assurance*, vol. 36, n° X, p. 220–238.
- MOUSSA T., ALLAM A., ELBANNA S., BANI-MUSTAFA A. (2020), «Can board environmental orientation improve U.S. firms' carbon performance? The mediating role of carbon strategy », *Business Strategy and the Environment*, vol. 29, n° 1, p. 72-86.
- ORSE & PWC (2017), « Critères RSE et rémunération – Guide sur l'intégration de critères RSE dans la rémunération variable des dirigeants et managers », juin.
- ORTAS, E., ÁLVAREZ, I., & ZUBELTZU, E. (2017), « Firms' board independence and corporate social performance: A meta-analysis », *Sustainability*, vol. 9, n° 6, 1006.

PERCIVAL, R. V., SCHROEDER, C. H., MILLER, A. S., & LEAPE, J. P. (2021). *Environmental Regulation: Law, Science, and Policy [Connected EBook with Study Center]*. Wolters Kluwer Law & Business.

PISTONI, A., SONGINI, L., & BAVAGNOLI, F. (2018). « Integrated reporting quality : An empirical analysis », *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 25, n° 4, p. 489–507. 4

RADU, C., & SMAILL, N. (2021), « Alignment versus monitoring: An examination of the effect of the CSR committee and CSR-linked executive compensation on CSR performance », *Journal of Business Ethics*, vol. 180, p. 145-163.

REBERIOUX, A., & ROUDAUT, G. (2018), « Le conseil d'administration : enjeux de gouvernance et de responsabilité », *Revue d'économie financière*, vol. 30, n° 2, p. 163-180.

RECHNER, P. L., & DALTON, D. R. (1991), « CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis », *Strategic management journal*, vol. 12, n° 2, p. 155-160.

ROMITO, S., & VURRO, C. (2021), « Non-financial disclosure and information asymmetry: A stakeholder view on US listed firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 28, n° 2, p. 595-605.

RUBINSTEIN, M. (2002), « Le débat sur le gouvernement d'entreprise en France: un état des lieux », *Revue d'économie industrielle*, vol. 98, n° 1, p. 7-28.

RUTHERFORD, M. A., BUCHHOLTZ, A. K., & BROWN, J. A. (2007), « Examining the relationships between monitoring and incentives in corporate governance, », *Journal of Management Studies*, vol. 44, n° 3, p. 414-430.

SCHIEHL, E., & MARTINS, H. C. (2016), « Cross-national governance research: A systematic review and assessment », *Corporate Governance: An International Review*, vol. 24, n° 3, p. 181-199.

SHLEIFER, A., & VISHNY, R. W. (1997), « A survey of corporate governance », *The journal of finance*, vol. 52, n° 2, p. 737-783.

STERN, N. (2013), « The structure of economic modeling of the potential impacts of climate change: grafting gross underestimation of risk onto already narrow science models », *Journal of Economic Literature*, vol. 51, n° 3, p. 838–859.

[TCFD \(2017\). Recommendations of the task force on climate-related financial disclosure.](#)

TSANG, A., WANG, K. T., LIU, S., & YU, L. (2021). Integrating corporate social responsibility criteria into executive compensation and firm innovation: International evidence », *Journal of Corporate Finance*, Vol. 70, 102070.

TEICHMANN, C., & MONSENEPWO, J. (2018), « La cogestion des salariés (Mitbestimmung) en droit allemand. *Revue de droit comparé du travail et de la sécurité sociale*, vol. 3, p. 28-37.

VELTE, P. (2021), « Meta-analyses on corporate social responsibility (CSR): a literature review », *Management Review Quarterly*, vol. 72p. 627-675.

VOSS, P., & KULMS, M. (2022), « Separating ownership and information », *American Economic Review*, vol. 112, n° 9, p. 3039-62.

VUCHOT, D., RICHARD, B., & BOURDON, P. (2001), « Gouvernement d'entreprise: l'Allemagne ou la dernière révolution du xx e siècle », *Revue d'économie financière*, p. 13-24.

YOUNG, S., & THYL, V. (2014), « Corporate social responsibility and corporate governance: Role of context in international settings », *Journal of Business Ethics*, vol. 122, n° 1, p. 1-24.

ZAMAN, R., JAIN, T., SAMARA, G., & JAMALI, D. (2022), « Corporate governance meets corporate social responsibility: Mapping the interface », *Business & Society*, vol. 61, n° 3, p. 690-752.