

RÉALITÉS INDUSTRIELLES

*« Se défier du ton d'assurance qu'il est si facile de prendre et si dangereux d'écouter »
Charles Coquebert, Journal des mines n°1, Vendémiaire An III (septembre 1794)*



La finance durable



*Publiées avec le soutien
de l'Institut Mines Télécom*

AOÛT 2024

UNE SÉRIE DES
**ANNALES
DES MINES**
FONDÉES EN 1794

RÉALITÉS INDUSTRIELLES

ISSN 2271-7978 (en ligne)

ISSN 1148-7941 (imprimé)

Série trimestrielle - Août 2024

Rédaction

Conseil général de l'Économie (CGE)
Ministère de l'Économie, des Finances
et de la Souveraineté industrielle et numérique
120, rue de Bercy - Télédock 797
75572 Paris Cedex 12
Tél. : 01 53 18 52 68
<http://www.annales.org>

Grégoire Postel-Vinay
Rédacteur en chef

Alexia Kappelmann
Secrétaire générale

Daniel Boula
Secrétaire général adjoint

Magali Gimon
Assistante de rédaction et Maquettiste

Frédérique Linqué
Webmestre et Maquettiste

Publication

Photo de couverture
Générée par IA

Iconographie
Frédérique Linqué

Mise en page
Frédérique Linqué

Impression
Dupliprint Mayenne

Membres du Comité de rédaction

Serge Catoire
Président du Comité de rédaction

Godefroy Beauvallet

Pierre Couveinhes

Jean-Pierre Dardayrol

Jean-Marc Grognet

Hervé Mariton

Grégoire Postel-Vinay

Françoise Roure

Rémy Steiner

Christian Stoffaës

Claude Trink

Benjamin Vignard

La mention au regard de certaines illustrations du sigle « D. R. » correspond à des documents ou photographies pour lesquels nos recherches d'ayants droit ou d'héritiers se sont avérées infructueuses.

Le contenu des articles n'engage que la seule responsabilité de leurs auteurs.

La finance durable

04

Introduction

Sandrine LEMERY et Laure TABOUY

Les fondements de la finance durable

08

La finance responsable : une longue histoire

Grégoire POSTEL-VINAY

17

Tarifcation du carbone en économie ouverte : l'exemple de l'ajustement carbone aux frontières

Raphaël TROTIGNON

20

Les chaires de finance verte et durable : un outil pour transformer la recherche et l'enseignement ?

Patricia CRIFO

Le cadre réglementaire et institutionnel

28

Quel Droit pour la finance durable ?

François Guy TRÉBULLE

32

Un principe de proportionnalité pour en finir avec des normes de durabilité hors normes

Alexandre MONTAY

34

Information de durabilité : le second pilier de l'information normée des entreprises

Patrick de CAMBOURG

38

Le label ISR, un outil en évolution pour aider les investisseurs et les épargnants à participer à la finance durable

Michèle PAPPALARDO

43

Le NGFS : une coalition pour verdir le système financier

Emmanuelle ASSOUAN et Antoine BAKEWELL

48

La Caisse des dépôts et la finance verte

Éric LOMBARD

52

L'Autorité des marchés financiers et la finance durable

Marie-Anne BARBAT LAYANI

55

Dix ans de réglementation de finance durable en Europe : de la mesure du risque financier à l'évaluation de l'impact environnemental

Gabrielle SIRY

Les banques et les investisseurs institutionnels

59

Transition et transformation : l'enjeu double de la finance durable

Jean-Laurent BONNAFÉ

64

Mobiliser les investisseurs en faveur du développement durable: l'exemple européen des marchés obligataires verts, sociaux et durables

Cyril ROUSSEAU et Tomomitsu Victor MARUTA

69

La finance durable : des enjeux et des défis pour les assureurs

Florence LUSTMAN

72

Comment faire réussir la finance durable ?

Pascal DEMURGER

77

Actuariat et durabilité : au service de l'équilibre

Laurence BAUDUIN

80

Verdissement, durabilité : la nouvelle réalité du conseil financier aux entreprises

Margot URSIN

83

Investisseurs responsables : quel impact ?

Marie BRIÈRE

86

Le financement de start-ups pour la transition vers une économie inclusive et durable

Fanny PICARD

Défis et perspectives éthiques

90

Pratiques à risques ou erreurs de communication : toutes les nuances de *greenwashing* ne se valent pas !

Anne-Catherine HUSSON-TRAORE

95

La finance durable et le numérique au service du secteur financier : quels défis éthiques se posent pour les entreprises ?

Laure TABOUY

101

La comptabilité écologique comme moteur d'une économie éco-compatible

Dorothee BROWAEYS

106

Traductions des résumés

110

Biographies des auteurs

Ce numéro a été coordonné par **Sandrine LEMERY** et **Laure TABOUY**

Introduction

Par Sandrine LEMERY

Présidente du conseil de surveillance du Fonds de réserve pour les retraites

Et Laure TABOUY

Neuroscientifique et éthicienne, Université Paris-Saclay et Agence de la biomédecine

La réglementation relative aux critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) en France a connu une évolution importante ces dernières années, en cohérence avec les objectifs européens en matière de finance durable. Les règlements SFDR et MiFID2, ainsi que la directive CSRD, ont été introduits pour améliorer la transparence des produits financiers, renforcer les obligations des conseillers en investissement, et harmoniser la publication d'informations extra-financières par les entreprises. Ces mesures visent à permettre aux investisseurs de mieux identifier les produits financiers correspondant à leurs objectifs ESG, et aux entreprises de rendre compte de leurs performances de manière plus transparente.

Par ailleurs, 2023 a vu émerger en France un consensus concernant le financement de la transition climatique en France avec des besoins d'investissement climat estimés notamment par le rapport de Jean Pisani Ferry et Selma Mahfouz à un ordre de grandeur de 100 milliards d'euros par an en 2030, et la nécessité d'une forte augmentation des crédits publics pour accompagner les acteurs dans la transition.

La finance durable devient ainsi un pilier essentiel de notre économie, cherchant à intégrer des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans les décisions financières pour promouvoir un développement économique responsable. Ce numéro de Réalités Industrielles explore les différentes dimensions de la finance durable à travers quatre parties principales : les fondements de la finance durable ; le cadre réglementaire et institutionnel ; les banques et investisseurs institutionnels ; et enfin, les défis et perspectives éthiques.

Ce numéro est coordonné par deux personnes ayant deux profils différents mais qui se sont rejointes par leur volonté de faire avancer, de manière collaborative, les réflexions sur les enjeux de la finance qui se présentent à nous en 2024.

1. Les fondements de la finance durable

Les principes de base de la finance durable reposent sur l'intégration des critères ESG dans les pratiques financières courantes. Grégoire Postel-Vinay, membre du Conseil général de l'économie, rappelle que la question des usages moraux de l'argent est ancienne, marquée par des interdictions et des encouragements à privilégier certaines pratiques. Il met en lumière les critères de sélection des fonds éthiques et RSE et leurs évolutions, en lien avec les enjeux économiques et industriels, notamment ceux liés au changement climatique. Il souligne que ces fonds, longtemps marginaux, sont en train de devenir une réalité économique majeure, répondant aux attentes croissantes des épargnants dans un contexte où le rôle de régulateur social des États diminue.

Raphaël Trotignon, économiste chargé du pôle énergie et climat de Rexecode, analyse le rôle du « prix du carbone » comme incitation économique à la décarbonation et à la réorientation des flux financiers vers des technologies bas-carbone. En Europe, un nouveau système d'ajustement carbone aux frontières vise à compenser les effets pervers d'une tarification incomplète du carbone. Bien que cette initiative soit destinée à protéger l'industrie européenne de la concurrence déloyale, Raphaël Trotignon avertit que sa mise en œuvre pourrait paradoxalement accroître le déficit de compétitivité de l'industrie européenne, mettant en lumière les défis complexes de la régulation dans la finance durable.

Patricia Crifo, professeur à l'École polytechnique, explore l'impact des chaires de finance verte et durable dans la transformation de la recherche et de l'enseignement supérieur. Depuis deux décennies, ces chaires ont développé des plateformes collaboratives innovantes, réunissant universitaires, industriels et décideurs pour promouvoir les pratiques de finance durable. Patricia Crifo montre comment ces initiatives contribuent à transformer les dynamiques d'enseignement et de recherche grâce à des approches interdisciplinaires et à l'innovation. Ces chaires jouent un rôle important dans la formation des futurs dirigeants et professionnels capables de relever les défis de la durabilité, en catalysant un changement de paradigme vers un système financier plus résilient et inclusif.

2. Le cadre réglementaire et institutionnel

Le cadre réglementaire et institutionnel est fondamental pour structurer et orienter la finance durable. François Guy Trébulle, doyen honoraire de l'École de Droit de la Sorbonne, professeur de droit à Paris 1 Panthéon-Sorbonne, se penche sur la question de l'accompagnement juridique de la finance durable. Il souligne que ce cadre passe par des textes spécifiques, principalement d'origine européenne, mais aussi par une intégration des facteurs de durabilité dans l'ensemble du droit applicable aux entreprises. François Guy Trébulle rappelle que la loi Pacte de 2019 a réécrit l'article 1833 du Code civil, stipulant que les entreprises doivent être gérées en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux. Cette intégration juridique est essentielle pour que la durabilité ne reste pas un concept vague, mais devienne une réalité contraignante pour toutes les entreprises.

Alexandre Montay, délégué général du Mouvement des entreprises de taille intermédiaires (M-ETI), souligne que si la création du concept d'ETI en France a permis de mieux prendre en compte leurs particularités, alors qu'elles contribuent pour environ un tiers à la richesse nationale, il n'en est pas encore de même au niveau européen. Il plaide pour qu'il en soit ainsi et pour que le puissant flux normatif européen lié au Pacte Vert prenne en compte les spécificités des *mid-caps*, afin de ne pas dégrader leur compétitivité et par effet d'éviction de les mettre sur le bord du chemin de financements et de marchés porteurs au profit de productions dans des pays moins contraignants du point de vue environnemental. Il souhaite ainsi, dans l'intérêt même des objectifs environnementaux, que l'impératif de proportionnalité s'impose aux normes de durabilité.

Patrick de Cambourg, président du Sustainability Board de l'EFRAG, aborde l'importance de l'information de durabilité comme un second pilier de l'information normée des entreprises. Il explique que bien que l'information financière ait atteint un bon niveau de maturité, elle présente des limites importantes. Patrick de Cambourg plaide pour une information de durabilité qui couvre les impacts, risques et opportunités des entreprises en matière ESG. Cette transition de l'auto-régulation vers des politiques publiques souligne le besoin croissant de transparence et de responsabilité dans la communication des entreprises.

Michèle Pappalardo, présidente du label ISR (Investissement socialement responsable), discute de l'évolution du label ISR créé en 2016 pour encourager les démarches de finance durable. Initialement ambitieux, le label a dû être révisé en 2023 pour renforcer son exigence et sa crédibilité. Cette révision impose aux fonds labellisés de s'adapter à des critères plus stricts, assurant ainsi aux investisseurs et épargnants la réalité des pratiques de finance durable. Michèle Pappalardo souligne que cette évolution est essentielle pour maintenir la confiance des investisseurs et des épargnants, et pour permettre à la place financière française de continuer à jouer un rôle majeur dans le développement de la finance durable.

Emmanuelle Assouan, directrice générale de la Stabilité financière et des Opérations de la Banque de France, présente le Network of Central Banks and Financial Supervisors for Greening the Financial System (NGFS), une coalition lancée en 2017 pour verdifier le système financier. Le NGFS compte aujourd'hui 150 membres et représente près de 90 % du PIB mondial et des émissions de gaz à effet de serre. Emmanuelle Assouan explique que le NGFS vise à mieux comprendre les interdépendances entre le système financier et la nature, intégrant de fait les risques climatiques et environnementaux dans les missions des banques centrales et superviseurs financiers.

Éric Lombard, directeur général de la Caisse des Dépôts et Consignations, expose le rôle de cette institution dans la finance verte. Éric Lombard souligne que la Caisse des Dépôts, grâce à son modèle unique alliant métiers de prêteur, investisseur et opérateur, est bien positionnée et mobilise 100 Mds€ sur les cinq prochaines années des flux financiers nécessaires à la transformation écologique. Les nouvelles opportunités offertes par la taxonomie européenne et la directive CSRD permettront de mieux cibler les investissements verts, renforçant ainsi l'ambition du Groupe.

Marie-Anne Barbat Layani, présidente de l'AMF, examine l'importance de la régulation pour promouvoir un écosystème financier durable. Elle met en avant le rôle crucial de la Place financière de Paris dans la finance durable et l'importance d'un tandem entre innovation de marché et régulation publique. L'AMF est pleinement mobilisée pour garantir la transparence et la protection des investisseurs, assurant ainsi la crédibilité des produits financiers verts.

Gabrielle Siry, experte nationale détachée à la Commission européenne, retrace l'évolution de la réglementation financière durable en Europe depuis l'Accord de Paris. Gabrielle Siry explique que l'approche de la finance durable s'est élargie de la prise en compte des risques financiers à l'évaluation de l'impact environnemental des activités financières. Elle souligne les nouveaux enjeux, tels que l'influence de la perte de biodiversité sur la stabilité financière et le déficit de couverture assurantielle contre les catastrophes naturelles en Europe.

3. Les banques et investisseurs institutionnels

Les banques et les investisseurs institutionnels jouent un rôle crucial dans la promotion et la mise en œuvre de la finance durable. Jean-Laurent Bonnafé, administrateur directeur général de BNP Paribas, ouvre cette section en décrivant comment la banque est profondément ancrée dans la société, accompagnant ses clients dans leurs projets tout en répondant aux défis environnementaux et sociaux actuels tels que le réchauffement climatique et la perte de biodiversité. Jean-Laurent Bonnafé souligne l'importance de la transition et de la transformation, en

précisant que BNP Paribas adapte ses modèles économiques et ses offres bancaires pour répondre à ces enjeux. Il met en avant la nécessité de temps pour expérimenter et mettre en place des réglementations, tout en soulignant que la transformation vers une finance durable est un marathon, pas un sprint.

Cyril Rousseau, directeur financier de la BEI, met en lumière le rôle des obligations vertes, sociales et durables lancées par la BEI en 2007. Ces instruments financiers, désormais émis à hauteur de 600 Mds€ par an, illustrent l'évolution de la gouvernance vers des cadres réglementaires officiels. Cyril Rousseau discute de la taxonomie européenne et de ses défis d'application, en soulignant l'importance d'une approche proactive et graduelle. La BEI s'engage à soutenir des investissements verts à hauteur de 1000 Mds€ sur la décennie 2021-2030, démontrant ainsi son rôle de fer de lance dans la finance durable en Europe.

Florence Lustman, présidente de France Assureurs, aborde les enjeux et défis de la finance durable pour les assureurs. Elle explique que les assureurs sont des acteurs clés dans la lutte contre le dérèglement climatique, non seulement en protégeant contre les sinistres liés aux événements naturels, mais aussi en orientant leurs investissements vers des entreprises répondant aux critères ESG. Florence Lustman souligne que les investissements nécessaires pour réussir la transition écologique se chiffrent en milliers de milliards d'euros, et que les assureurs jouent un rôle crucial en accompagnant la transition du « brun » vers le « vert ».

Pascal Demurger, directeur général de la MAIF, discute de la manière de faire réussir la finance durable à une époque où un mouvement anti-ESG se développe aux États-Unis. Pascal Demurger plaide pour avancer avec conviction et rationalité, sans abandonner la logique de rendement. Il souligne que l'engagement et la normalisation de la finance durable sont essentiels pour maintenir l'élan et éviter la stagnation ou la régression. La MAIF gère son portefeuille de 20 Mds€ d'actifs en respectant ces principes, démontrant qu'un équilibre entre rentabilité et impact positif est possible.

Laurence Bauduin, présidente de l'Institut des actuaires, examine le rôle des actuaires dans la finance verte. Les actuaires, experts en évaluation et gestion des risques, sont garants des équilibres à long terme du système assurantiel et financier. Laurence Bauduin explique que l'intensification des risques climatiques et géopolitiques place les actuaires en position de référence pour gérer ces nouveaux défis. Les actuaires ont notamment un rôle à jouer sur l'adaptation de certains régimes d'assurance, sur la financiarisation de l'assurance et la décarbonation des passifs d'assurance, mais également dans la collaboration avec les scientifiques d'autres disciplines pour adapter les modèles aux objectifs de l'Accord de Paris.

Margot Ursin, consultante au cabinet Leyton, aborde la nouvelle réalité du conseil financier aux entreprises dans le contexte du Pacte Vert Européen. Elle explique que les entreprises doivent jongler entre des horizons de temps à moyen et long terme pour leurs plans de transition et les actions concrètes à court terme. Les sociétés de conseil financier jouent un rôle clé en aidant les entreprises à accéder à des dispositifs de financement et à trouver des leviers pour leurs plans de transition. Margot Ursin souligne que le verdissement et la durabilité sont essentiels pour une économie compétitive et moderne.

Marie Brière, responsable de la veille investisseurs et des partenariats académiques chez Amundi, discute de l'impact des investisseurs responsables. Sur la base d'une revue de littérature, elle examine la relation entre la politique de responsabilité sociale des entreprises (RSE) et leur performance financière, ainsi que l'influence des investisseurs responsables. Brière met en avant le rôle de l'engagement actionnarial, qui permet aux investisseurs d'influencer les politiques des entreprises et la société dans son ensemble. Elle souligne l'importance de comprendre l'évolution des préférences des investisseurs envers les considérations ESG.

Fanny Picard, présidente du fonds Alter Equity, clôt cette section en discutant du financement des start-ups pour la transition vers une économie inclusive et durable. Fanny Picard explique que les start-ups jouent un rôle crucial en développant des solutions innovantes aux enjeux sociaux et environnementaux. Le financement de ces start-ups, notamment par les fonds à impact, est stratégique pour réussir cette transition. Fanny Picard plaide pour un soutien accru des investisseurs institutionnels, à la fois du point de vue éthique et financier, pour favoriser une économie durable.

4. Défis et perspectives éthiques

La finance durable ne peut se développer efficacement sans prendre en compte les défis et les perspectives éthiques. Anne-Catherine Husson-Traore, directrice générale de Novethic, discute des nuances du *greenwashing* ou écoblanchiment, un terme utilisé pour décrire les pratiques trompeuses des entreprises qui se présentent comme plus respectueuses de l'environnement qu'elles ne le sont réellement. Anne-Catherine Husson-Traore souligne que plus les entreprises verdissent leur communication, plus les attaques sur leurs allégations environnementales sont virulentes. Les accusations d'écoblanchiment sont fréquentes, mais tendent à regrouper des mensonges avérés, des communications exagérées et des pratiques vertes aux impacts limités. Pour la finance durable, il est crucial de distinguer ces différentes pratiques afin de maintenir la crédibilité et la confiance des investisseurs et du public.

Laure Tabouy, neuroscientifique et éthicienne à l'Université Paris-Saclay et à l'Agence de la biomédecine, aborde les questions éthiques soulevées par la responsabilité sociale des entreprises (RSE). Laure Tabouy souligne

l'importance d'orienter des masses considérables d'épargne pour répondre aux enjeux environnementaux, sanitaires et sociaux. Elle explique que les évolutions réglementaires actuelles, telles que la directive CSRD, rendent impératif de repenser les méthodes du monde financier et met en avant l'approche One Health qui intègre les relations complexes entre la santé humaine, animale et environnementale dans les décisions d'investissement. L'éthique doit devenir la pierre angulaire de la finance durable, impliquant un engagement actif de la part des acteurs financiers pour intégrer la durabilité dans tous les aspects de leurs activités.

Dorothee Browaeys, journaliste et auteur, spécialisée dans l'analyse des enjeux économiques et politiques de l'écologie, explore le concept de la comptabilité écologique comme moteur d'une économie éco-compatible. Elle critique les modèles économiques actuels, basés sur le PIB, qui sont aveugles à la destruction des milieux naturels. Dorothee Browaeys propose que la comptabilité, si elle devient écologique, permette de mesurer les impacts socio-environnementaux des organisations et de promouvoir des pratiques de production respectueuses de l'environnement. En France et ailleurs, de nombreux travaux de recherche et d'expérimentation visent à intégrer le capital naturel dans les mesures de performance des organisations, préparant dès lors l'émergence de nouveaux modèles d'affaires durables en accord avec les réglementations européennes du Pacte Vert.

Conclusion

Ce numéro vise à offrir une compréhension de la finance durable selon les différents points de vue de ses acteurs, en examinant ses fondements, son cadre réglementaire et institutionnel, le rôle des banques et des investisseurs institutionnels, ainsi que les défis et perspectives éthiques. Les transformations en cours montrent que la finance durable pourrait devenir la norme, avec une économie verte dominant le paysage financier. Toutefois, pour garantir le succès de cette transition, il est crucial de maintenir l'élan et l'ambition du changement, tout en prenant en compte les complexités éthiques et réglementaires inhérentes à ce domaine.

La finance responsable : une longue histoire

Par Grégoire POSTEL-VINAY,
Ingénieur général des mines

La question des usages moraux de l'argent est fort ancienne. Elle s'est traduite au cours du temps soit par des interdictions de certaines pratiques ou destinations, soit, surtout plus récemment, par des encouragements à privilégier certaines activités, ou pratiques, dans les entreprises et plus généralement des organisations. Cet article reprend et actualise une version écrite en 2011¹, et décrit les critères retenus et leurs principales évolutions, qui sont détaillées par ailleurs dans ce numéro. Il mentionne ensuite des enjeux économiques et industriels au regard notamment du changement climatique, des effets géopolitiques d'approches différenciées, et les implications sur l'action publique que peut avoir la montée en puissance de ces fonds.

Des origines anciennes, religieuses ou philosophiques, entre interdictions et incitations

Des interdits

La question de l'investissement éthique est très ancienne : elle prend notamment sa source dans de nombreux textes fondant les cultures juive, chrétienne ou musulmane. Les débats initiaux portent sur la légitimité ou non d'un taux d'intérêt, aux fins implicites de maintenir les conditions d'une vie commune paisible et prospère d'une communauté, et des relations avec celles qui lui sont exogènes. Les réponses vont selon les périodes de l'interdiction pure et simple, à des conditions relatives à qui l'on prête : pauvre ou riche, frère ou étranger, la notion de fraternité pouvant s'étendre aux proches ou à une nation. Puis viennent la question du niveau légitime du taux et la notion d'usure, des questions au demeurant toujours actuelles.

Ainsi, dans l'Ancien Testament trouve-t-on dans l'Exode : « Si tu prêtes de l'argent à mon peuple, au pauvre qui est avec toi, tu ne seras point à son égard comme un créancier, tu n'exigeras de lui point d'intérêt » (Ex 22,25), prescription qui est étendue à l'étranger pauvre dans le Lévitique : « Si ton frère devient pauvre, et que sa main fléchisse près de toi, tu le soutiendras ; tu feras de même pour celui qui est étranger et qui demeure dans le pays, afin qu'il vive avec toi. Tu ne tireras de lui ni intérêt ni usure » (Lev 35,36). Pourtant, cette exigence ne s'étend pas alors à l'étranger qui n'est pas pauvre : « Tu pourras tirer un intérêt de l'étranger, mais tu n'en tireras point de ton frère ».

Cette obligation d'éviter l'intérêt s'étend à l'humanité dans la tradition chrétienne « (...) Et si vous prêtez à ceux

de qui vous espérez recevoir, quel gré vous en saura-t-on ? Les pécheurs aussi prêtent aux pécheurs, afin de recevoir la pareille. Mais aimez vos ennemis, faites du bien, et prêtez sans rien espérer » (Lc 6, 34-35). Elle se sédimente au Moyen Âge dans le droit canonique par l'interdiction du prêt à usure : *pecunia pecuniam non parit* (« l'argent n'engendre pas l'argent »), qui se fonde aussi sur une vision aristotélicienne dans sa *Politique* : « Aussi a-t-on parfaitement raison d'exéquer le prêt à intérêt, parce qu'alors les gains acquis proviennent de la monnaie elle-même et non plus de ce pour quoi on l'institua, en vue de l'échange. L'intérêt, au contraire, multiplie cet argent même, et l'intérêt est de l'argent d'argent (*νόμισμα νομίσματος*) ; aussi l'usure est-elle de tous les modes d'acquisition le plus contraire à la nature². »

S'agissant du Coran, il interdit également l'usure : l'idée présentée aussi par Jacques Le Goff dans ses travaux sur les intellectuels au Moyen Âge³ selon laquelle le temps n'appartient qu'à Allah, et donc que « vendre du temps » *via* le taux d'intérêt est faire commerce de ce qui n'appartient pas aux hommes. Cela transparait par exemple dans La Génisse : « Ceux qui se nourrissent de l'usure ne se dresseront, au Jour du Jugement, que comme se dresse celui que le Démon a violemment frappé. Il en sera ainsi, parce qu'ils disent : "La vente est semblable à l'usure." Mais Dieu a permis la vente et il a interdit l'usure [...] »⁴. On trouvera un article détaillé sur la finance islamique⁵ dans les *Annales des Mines* de 2012, détaillant en particulier le *mudhârabah*, la *mushâarakah* et s'agissant des placements obligataires, les *sukûks*, ainsi qu'une réflexion

² Aristote, *Politique*, Livre I, X, 1258 b 2-4.

³ Référence à Guillaume d'Auxerre théologien du XII^e et XIII^e siècle auteur de la « *Summa aurea* ».

⁴ Et plus largement dans le Coran XC et XCII.

⁵ <https://www.anales.org/edit/gc/2012/gc108/martin.pdf>

¹ <https://anales.org/ri/2011/ri-mai-2011/postel-vinay.pdf>

sur la compatibilité de la finance islamique avec les critères RSE, et la façon dont elle a montré une résilience face à la crise bancaire de 2008.

Et des incitations

Simultanément, la question de l'emploi de l'argent à des fins utiles, que ce soit pour soi ou pour la communauté, se pose. Dans la tradition juive par exemple avec une exhortation à prendre des risques pour entreprendre, par exemple dans l'Ecclésiaste avec une promesse de retour : « Jette ton pain sur la face des eaux, car avec le temps tu le retrouveras » (Ecc 11-1), qui apparaît dans la tradition chrétienne sous forme d'impératif moral – parabole des talents dans ses diverses formes (Lc 19, 12-26) ou dans la doctrine de l'utilisation universelle des biens de Saint Thomas d'Aquin.

Elle va aussi amener à l'évolution des réponses dans le temps à la question du taux d'intérêt, (qui en pratique n'a jamais cessé d'être utilisé, nonobstant les interdits existants, qu'ils fussent ignorés, ou affinés, ou que seule une fraction de la population, parfois interdite par ailleurs pour d'autres métiers, fût amenée à en faire son métier), et aussi en fonction de ceux à qui telle ou telle communauté envisage de faire payer un intérêt. Les arguments classiques en faveur du paiement d'un intérêt tiennent à la préférence de la possession immédiate sur une possession différée, et s'appuient sur des faits de nature : un champ que l'on a cultivé donne à son propriétaire une récolte en sus de la propriété dudit champ, les moutons donnent de la laine... Si des tentatives tardives de voir une économie fonctionner sans intérêt échouent, comme celle de Proudhon au XIX^e siècle, en revanche, un grand nombre de codes monétaires et financiers vont conserver l'interdiction de taux usuraires⁶ (qui en des temps anciens pouvaient, malgré les interdictions, être parvenus à des niveaux extrêmement élevés, comme le denier tiers – 33 % – ou quart – 25 %).

La montée du capitalisme, du XVIII^e au XX^e siècle

Au milieu du XVIII^e siècle, cette question est considérée par John Wesley, le fondateur du méthodisme, comme le second point le plus important des enseignements du Nouveau Testament (ce qui a quelque importance, compte tenu de ce qu'en 2019 il y avait environ 80 millions de méthodistes dans le monde dans 138 pays, dont notamment aux États-Unis⁷ – pays où cette doctrine a une influence notable –, et qu'en 2023, ceux-ci détenaient entre 55 et 60 % de la capitalisation mondiale d'actions). Max Weber en renforce les fondements théoriques⁸. Cela se traduira,

s'agissant de l'investissement collectif, par de premiers outils un peu frustes, dont celui des Quakers en 1923, destiné à éviter aux investisseurs les placements touchant aux jeux d'argent ou à la consommation d'alcool.

S'agissant de l'église catholique, sa doctrine va évoluer en fonction de préoccupations plus récentes, dans le sens de la préservation de l'humanité face aux risques écologiques et sociaux⁹.

On peut aussi noter les actes du colloque des intellectuels juifs de décembre 1987 sur l'argent, où Emmanuel Lévinas, Roger Fauroux, Alain Finkielkraut, Claude Riveline et Gérard Worms, juste après la crise financière d'octobre 1987, tentaient de tirer les conséquences d'une situation où l'argent s'était dématérialisé, affranchi à la fois de la contrainte de l'espace par les TIC et de la contrainte du temps par les marchés à terme, et traitaient des questions relatives au prêt à intérêt¹⁰.

À partir des années 1960, ces outils vont prendre de l'ampleur, se diversifier et se laïciser, par exemple avec le rapport Brundtland en 1980 traitant à la fois d'attentes au regard des droits de l'Homme, de préoccupations pacifistes ou écologistes, du sort de minorités, puis de conformité à l'« Agenda 21 » lié aux accords de Rio : ils seront, par exemple, utilisés pour les mesures économiques anti-apartheid, jusqu'à ce que Nelson Mandela demande la levée de ces sanctions en 1993. Jusqu'à cette date, toutefois, le montant total de ces fonds n'a jamais excédé 1 % de l'épargne investie en actions, et leur rôle économique était donc marginal.

Par ailleurs, les considérations morales à l'origine de ces fonds se diversifient. Aux fonds éthiques (au départ, fondés surtout sur la préoccupation de ne pas financer des activités jugées répréhensibles) s'ajoutent des fonds RSE (qui tendent à considérer que l'attention portée à la responsabilité sociale et environnementale est gage d'un bon développement, lui-même moralement souhaitable).

L'apparition des fonds RSE

Mais c'est surtout avec la croissance très importante des fonds de pension, et de façon générale de la gestion collective de l'épargne, que ces fonds prennent leur essor. En 2000, une étude du laboratoire d'économétrie de l'École polytechnique fait apparaître que 10 % des fonds d'actions gérés aux États-Unis intègrent des critères éthiques ou de responsabilité sociétale,

⁶ En France, par les articles L.313-5 à 9 du code monétaire et financier et par les articles 314-6 à 9 du code de la consommation https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000033230759/

⁷ <https://worldmethodistcouncil.org/member-churches/name/usa-united-methodist-church/>

⁸ "Die Protestantische Ethik und der Geist des Kapitalismus", Max Weber, 1904-1905.

⁹ Encyclique *Laudato Si* du 24 mai 2015 sur l'environnement peu avant la COP 21, https://www.vatican.va/content/francesco/fr/encyclicals/documents/papa-francesco_20150524_enciclica-laudato-si.html et *compendium* sur la doctrine sociale de 2004, https://www.vatican.va/roman_curia/pontifical_councils/justpeace/documents/rc_pc_justpeace_doc_20060526_compendio-dott-soc_fr.html

¹⁰ Actes du colloque de décembre 1987, paru chez Denoël en 1989, https://www.persee.fr/doc/ether_0014-2239_1990_num_65_2_4264_t1_0299_0000_4

ce qui constitue un phénomène d'une ampleur nouvelle¹¹.

Le début des années 1990 voit se tenir, dans diverses enceintes comme l'OCDE, des débats théoriques sur le bon « mode de gouverne » des entreprises. Schématiquement, ces débats opposent le « modèle rhénan », qui donne une part importante à l'ensemble des « parties prenantes » des entreprises, au « modèle anglo-saxon », qui érige l'actionnaire en seul juge, avec des arguments liés à la fois à la prééminence de la propriété individuelle et à l'efficacité. Le second modèle triomphera. Mais cette victoire, par son ampleur même qui contribue à forger des fortunes énormes et à accroître les inégalités, amplifiée par le développement d'oligopoles de grandes plateformes numériques, va susciter un premier retour de balancier, et ce, sous deux formes...

L'une, en quête de cohérence interne à une théorie, va conduire à l'efflorescence de fondations d'intérêt général, conçues pour recycler les capitaux ainsi accumulés ; à des appels récurrents à une meilleure régulation financière (en dernier lieu, dans le cadre du G20) ; et à la recherche d'outils internationaux régaliens (fiscaux ou normatifs), qui donnent des signaux de prix permettant d'internaliser les coûts des externalités négatives (environnementales et sociales). En France par exemple, cela donnera lieu à l'amélioration des règles relatives aux fondations (en 2002 et 2005, puis lors de multiples modifications fiscales). Aux États-Unis, ces fondations ont un poids nettement plus important, et participent par exemple au développement des universités.

L'autre mènera à la croissance des fonds dits de responsabilité sociale et environnementale et à la tentative de forger et d'affiner une théorie qui permette leur développement, en agissant sur la gouverne des entreprises, indépendamment d'un cadre juridique qui leur soit imposé (tout en respectant les lois existantes). Il s'agit alors de ce qui peut se formuler ainsi : « Puisque le pouvoir est à l'actionariat, il faut qu'il l'exerce pleinement, dans toutes ses composantes de responsabilité ». Cette seconde tendance va aussi s'accompagner d'un cadre légal : national, avec la loi PACTE en France et les entreprises à mission ; européen, dont la CSRD est le dernier avatar et le plus contraignant. À noter que ce cadre n'est pas homogène à l'échelle mondiale, et a fait l'objet de contre-réactions¹².

¹¹ Étude réalisée en marge du rapport demandé par la DiGITIP (ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie) sur l'impact des fonds salariaux étrangers sur la gestion des entreprises et intégrée dans les annexes du rapport ; voir <http://www.ensmp.fr/industrie/digitip/osi/000721fondsethiques.pdf>. D'autres sources plus générales ont été regroupées sur le site : <http://www.admi.net/obs/orse.html>. Voir aussi www.orse.org et <http://www.globalreporting.org/NR/rdonlyres/660631D6-2A39-4850-9C04-57436E4768BD/0/G31GuidelinesinclTechnicalProtocolFinal.pdf>

¹² Voir par exemple l'article de Pascal Demurger dans ce numéro, et la réaction de BlackRock en 2022 au retrait de fonds de pension de Texas, Floride, Virginie, ainsi qu'aux prises de position de Musk contre l'ESG.

Des critères multiples

Les objectifs que se donnent ces fonds ne sont pas uniformes. Schématiquement, on peut les regrouper en quatre grandes catégories.

Les fonds excluant les activités interdites par les premiers fonds éthiques (“sin products” : littéralement « produits du péché »)

Ceci concerne les entreprises d'armement, le tabac, l'alcool, certains jeux¹³...

Les fonds excluant les activités soulevant des préoccupations d'ordre environnemental

Sont concernées :

- Les industries jugées nuisibles en raison de leurs émissions de gaz à effet de serre ou de leurs rejets polluants.
- Les industries du secteur nucléaire : en ce domaine, les positions ont varié dans le temps et selon les pays, s'agissant du nucléaire civil. Les premiers fonds ne prenaient pas en considération des questions comme l'effet de serre et excluaient simplement le nucléaire. La décennie 2000 a conduit à certaines évolutions plus favorables au nucléaire civil, avec la remontée des coûts de l'énergie et une perception accrue des enjeux climatiques. L'accident de Fukushima en 2011 a de nouveau infléchi la majorité de ces fonds dans le sens d'une exclusion. Le balancier est reparti en sens inverse au début de la décennie 2020, avec en Europe, des débats houleux principalement franco-allemands liés à la taxonomie européenne¹⁴, aboutissant à un compromis qui accepte le gaz, co-produit nécessaire du développement des ENR, et le nucléaire, indispensable quantitativement pour répondre aux enjeux du besoin accru d'électricité, et en particulier d'électricité pilotable¹⁵, et aussi au regard des considérations de très long terme sur la demande d'énergie mondiale et le besoin d'électricité de pays émergents.
- La destruction massive de forêts tropicales, les atteintes à la biodiversité.
- La production de pesticides ou le recours massif à ces derniers en agriculture.
- Les exploitations minières portant une atteinte excessive à l'environnement.
- Les atteintes jugées abusives à la vie animale ou au vivant (fourrures de bébés phoques, cosmétiques ou médicaments ayant recours à certaines expérimentations animales, voire parfois recours aux OGM...).

¹³ Il s'agit notamment des jeux d'argent. Le positionnement des fonds éthiques au regard des jeux multimédia émergents n'est ni uniforme ni clair, compte tenu de la grande diversité de ces jeux ; il s'agit souvent de limiter la violence ou les processus addictifs.

¹⁴ https://france.representation.ec.europa.eu/informations/taxonomie-verte-mode-demploi-2022-01-13_fr

¹⁵ Voir « Le nouveau nucléaire », *Responsabilité & Environnement - Annales des Mines*, janvier 2024 : https://annales.org/re/2024/re_113_janvier_2024.html

Les fonds excluant les activités liées à des pratiques sociales jugées inadéquates

Il s'agit des fonds liés aux pratiques sociales suivantes :

- le non-respect du droit syndical ;
- un respect insuffisant des critères d'hygiène et de sécurité pour les salariés ;
- la pratique de la corruption active ou passive, ainsi que les donations à des partis politiques en dehors des limites légales¹⁶ ;
- l'existence de pratiques discriminatoires ou d'une inégalité des chances¹⁷ ;
- l'absence, à l'égard des salariés, de transparence sur les pratiques du groupe au regard de critères éthiques ;
- l'investissement dans des pays dont le régime fait l'objet de sanctions par la communauté internationale au titre des atteintes aux droits de l'Homme (Afrique du Sud dans le passé, Birmanie... – le caractère « à double tranchant » de ces positions donne lieu, du reste, à certaines évolutions de ces fonds).

Les fonds apportant un soutien explicite à des minorités ou à des populations défavorisées

Sont notamment concernés :

- Le soutien à des investissements dans le tiers-monde, à des fins d'aide au développement (cf. par exemple, l'octroi déconcentré de microcrédits selon les idées de Yunus).
- Le soutien à des minorités ethniques ou à des minorités sexuelles, ou le soutien à des actions relatives à la famille, aux enfants, aux femmes, etc. (à noter que l'on trouve dans ces derniers critères, l'expression de valeurs parfois en opposition frontale : il n'y a pas un « politiquement correct » uniforme des fonds éthiques). Ces fonds « communautaires » auraient représenté 5,4 milliards de dollars à la fin de 1999, en croissance de 35 % par rapport à 1997. Leur diversité rend difficile des agrégations statistiques de leurs actions. À titre d'exemple, le fonds mondial dédié à la lutte contre le sida, la tuberculose et le paludisme annonce dans son rapport de 2023 avoir sauvé 59 millions de vies depuis sa création en 2002 ; investit 2 milliards

¹⁶ Cette exclusion pose un problème de cohérence, car les limites légales varient dans de larges proportions d'un pays à l'autre, tandis que les entreprises, comme les fonds d'investissement, sont de plus en plus mondialisées. À titre d'exemple, aux États-Unis, il n'y a pas de limite à ce que les entreprises peuvent apporter aux candidats ; les élections présidentielles de 2019 ont ainsi mis en œuvre environ 1,3 milliard de dollars pour les deux finalistes. En France, les montants sont plafonnés et de deux ordres de grandeur inférieurs : 16 851 000 euros pour chacun des candidats et candidates présents au premier tour de scrutin ; 22 509 000 euros pour chacun des candidats et candidates présents au second tour.

¹⁷ On mentionnera, comme dérivé de cette question, un traitement jugé abusivement différencié des salariés d'un même groupe, selon qu'ils se trouvent dans le tiers-monde ou dans un pays développé (par exemple, pour le traitement du sida).

de dollars par an ; et cherche des effets leviers avec des fondations aux objectifs proches¹⁸.

Une étude d'Eurosif (The European Sustainable Investment Forum) publiée en 2010 décrit de la façon suivante l'engagement actionnarial, sur environ 5 000 milliards d'euros touchés directement ou indirectement par les critères de l'investissement socialement responsable (ISR) en Europe : 1 200 mds€ concernent des critères soit d'exclusion multiple soit de « meilleur dans sa catégorie » ; 986 mds€ sont liés à des exclusions simples, 1 514 mds€ résultent d'engagements sur des critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance ; et 2 828 mds€ sont fondés sur des approches intégrées.

S'agissant des obligations vertes, un rapport de 2024 de Climate Bonds Initiative portant sur 106 pays et 64 monnaies évalue leur montant à 4,4 T\$, dont 2,8 T\$ d'obligations « vertes », 821 G\$ d'obligations fléchées vers des enjeux sociaux, 768 G\$ orientés plus généralement vers des objectifs de soutenabilité¹⁹.

Des évolutions récentes

Trois approches conceptuelles dans le monde

Dans le monde, le développement d'outils conceptuels progresse en empruntant au moins trois voies principales :

- une approche d'inspiration managériale, la Global Reporting Initiative (GRI)²⁰ ; dans un esprit voisin, le "Global Ethical Finance"²¹ se fixe des objectifs chiffrés soit d'accroissement d'investissements en faveur d'actions pour le développement durable, soit de réduction de certains financements (par exemple les aides aux productions ou consommations d'hydrocarbures). Globalement, la lutte contre le changement climatique tend à prédominer²² ;
- une approche par les normes (cf. la norme ISO 26 000 qui a vu le jour à la fin de 2010, ou les normes ISSB²³) ;
- des initiatives politiques dans le cadre du G20, tendant à légitimer et renforcer le développement de fonds RSE.

Un fort développement aux États-Unis

¹⁸ <https://www.theglobalfund.org/en/results/> et https://www.theglobalfund.org/media/11613/strategy_globalfund2023-2028_narrative_fr.pdf

¹⁹ https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sotm23_02h.pdf

²⁰ Qui vise à une certaine universalité, modulée cependant par le respect de la diversité des cultures.

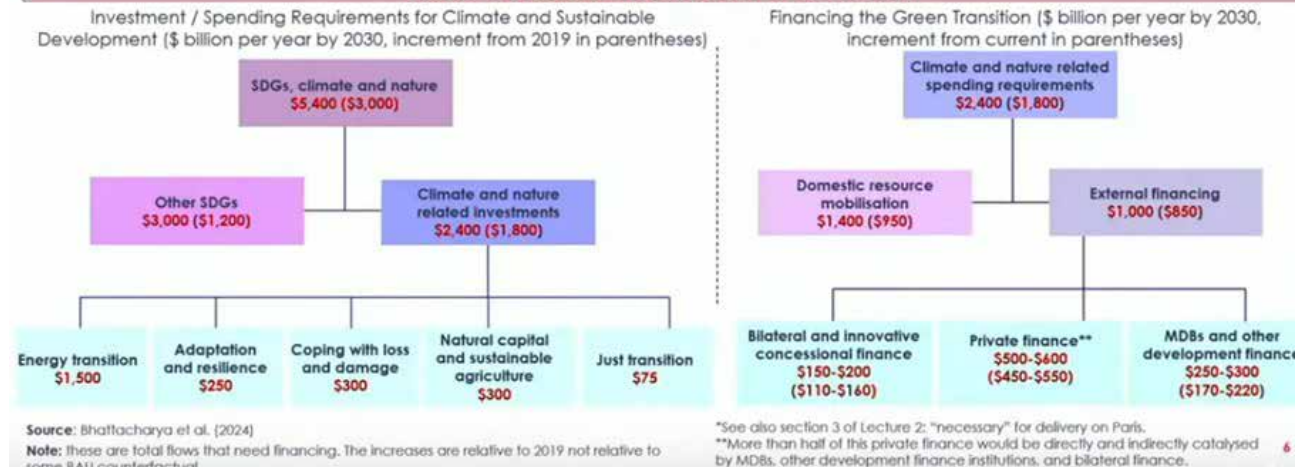
²¹ <https://www.globalethicalfinance.org/2024/05/13/gefi-insight-series-climate-and-nature-finance-time-for-action/>

²² Voir par exemple le détail des priorités des fonds dans le rapport 2023 d'Eurosif notamment figures 4, 12 à 15 : <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2023/05/Eurosif-Report-on-Climate-related-Data.pdf>

²³ Exposé de Sue Lloyd, vice-présidente du ISSB, le 30 avril 2024 : <https://www.pjie.com/sites/default/files/2024-04/2024-04-30llyodppt.pdf>

Creating finance for necessary* \$2.4trn p.a. of climate investment, by 2030 in EMDEs (other than China): collaborations to manage and share risk

The four sources (DRM, private, MDBs, concessional) are complementary and mutually supportive. Different activities will need different mix of financing. Private sector is deterred by actual and perceived risk. By managing and reducing risk through appropriate collaborations, particularly involving MDBs, and through guarantees, etc., can bring down cost-of-capital. See work of Independent High-Level Expert Group on Climate Finance (Bhattacharya, Songwe, Stern) for COPs 26, 27, 28.



« Créer les 2,4 trillions de dollars par an requis pour les investissements mondiaux pour le climat »
 (Source : conférence de Nicholas Stern, Peterson Institute for international economics, 17 avril 2024).

Aux États-Unis, la croissance de ces fonds s'est accélérée durant la décennie 2000. Le développement de l'intermédiation financière éloignant *de facto* les épargnants de leurs choix d'épargne, une demande s'est fait jour qui a abouti à ce que 10 % des actifs en actions répondent, d'une façon ou d'une autre, à des critères éthiques explicitement formulés par les gestionnaires spécialisés. Une douzaine de critères prédominaient alors, qui sont par ordre décroissant d'importance : le tabac, les armes, l'environnement, l'égalité des conditions de travail, les produits et services qualifiés d'éthiques, les alcools, les jeux d'argent, les relations avec les minorités, les droits de l'Homme, les conditions de travail, l'investissement en faveur de certaines communautés, l'expérimentation animale. Le changement climatique est depuis passé en première priorité. À noter que la bulle Internet a favorisé le changement d'échelle de ces fonds : la sobriété numérique n'était pas une préoccupation au début des années 2000 (et la consommation des réseaux était alors beaucoup moindre, tandis que les très grosses sources de consommation, cryptoactifs, intelligence artificielle, n'existaient pas), et l'investissement dans le numérique apparaissait en revanche comme cochant un grand nombre de cases de la RSE, tout en assurant la meilleure rentabilité du capital.

Surtout, deux évolutions majeures se font jour :

- On passe de systèmes d'exclusion pure et simple à des approches moins manichéennes et économiquement plus efficaces, où l'investissement dans l'entreprise est lié à des rapports d'activité spécifiques montrant les efforts engagés et les progrès obtenus chaque année dans les domaines surveillés.

- À côté des critères d'exclusion sont apparus des domaines d'investissement privilégiés (développement, lutte contre l'effet de serre, biodiversité...). Toutefois, le mandat de Donald Trump s'est traduit par une minimisation des enjeux environnementaux, suivi par plusieurs États ou certains magnats, conduisant à l'abandon de critères RSE par certains grands fonds : nouveau retour de balancier par rapport à celui qui avait présidé à leur lancement. *A contrario*, le Peterson Institute mettait l'accent en mai 2024 sur les montants colossaux requis pour se conformer aux objectifs des COP successives sur le climat (que Nicholas Stern évalue à des investissements mondiaux de 4T \$/an d'ici 2030 dont 2,4T \$ hors Chine), et donc sur la nécessité d'orienter l'épargne vers ces investissements²⁴.

En Europe, certains pays du Nord se détachent

C'est au Royaume-Uni que le décollage des fonds éthiques a suivi le plus rapidement celui constaté aux États-Unis, avec, dès la mi-2000, environ 50 milliards de livres sterling investis au travers d'une quarantaine de fonds, suivis de la création du "Footsie for good"²⁵. Les pays du Nord de l'Europe ont investi davantage à partir des années 2000 (Danemark, Pays-Bas, Finlande, mais pas l'Allemagne). Le cas de la Norvège est particulier, qui gère selon des critères éthiques une large partie de son fonds souverain de retraites, lui-même financé par ses ressources pétrolières et gazières.

²⁴ Conférence de Nicholas Stern en avril 2024 (à partir de la 39^e minute : <https://www.youtube.com/watch?v=uwE0Fi2bReM>)

²⁵ <https://www.lseg.com/en/ftse-russell/indices/ftse4good>

La France, avec le fonds de réserve des retraites²⁶, le Royaume-Uni, puis l'Allemagne, ont introduit dans leur droit interne la mention de ces critères dans la gestion de fonds de retraite.

La Commission avait songé au départ à réglementer les agences de notation sociale et environnementale, mais la crise de 2002 a provisoirement mis fin à ses ambitions. Toutefois, l'idée de référentiels « communément admis » a ressurgi en 2011, dans le cadre de travaux menés par le Commissaire Barnier (Livre vert portant notamment sur la diversité au sein des conseils d'administration de sociétés cotées) ; le processus a finalement abouti à la mise en place de la directive CSRD²⁷, entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2024.

Le décollage en France est récent, mais spectaculaire

En France, le décollage est assez récent, mais spectaculaire : on compte ainsi un fonds créé lors de chacune des années suivantes : 1983, 1985, 1989, 1994, 1995, 1997, suivis de la création de deux fonds en 1998, de sept en 1999, de dix au cours du premier semestre 2000. Mais les montants, inférieurs au milliard d'euros, n'atteignent alors qu'un pour mille du total des OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières) de la place de Paris. L'accélération de ce décollage résulte de multiples facteurs :

- La création en 1997, par les Caisses d'épargne et la Caisse des Dépôts et Consignations, d'un cabinet de conseil et de recherche sur ces fonds, l'Arese, qui sera repris ultérieurement pour devenir Vigéo.
- L'action d'associations comme l'ORSE (Observatoire de la responsabilité sociétale des entreprises), permettant de disposer d'une expertise et de mener des actions de sensibilisation auprès des grandes entreprises²⁸, et qui bénéficiera à ses débuts de l'appui d'une part du patronat chrétien (par exemple Bertrand Collomb).
- La « bulle Internet », qui va un temps faire considérer les fonds RSE, alors fortement pondérés en valeurs des TIC, comme une panacée alliant une surperformance des marchés à la satisfaction d'objectifs sociétaux. La croissance des encours gérés est ainsi de 57 % en 1999 et de 52 % en 2000. Ce phénomène est transitoire, mais il aura néanmoins contribué, comme dans d'autres pays, au changement d'échelle des fonds RSE.
- La création du fonds de réserve des retraites géré selon des critères RSE.
- L'action de centrales syndicales, par exemple la CGC, soucieuse d'un « investissement responsable » par des cadres qui se voyaient bénéficier, au début des années 2000, de plus-values boursières dans des proportions jusqu'ici inconnues ; d'autres confédérations, telle la CFTD, feront de la RSE un axe de travail permanent : en témoignent par exemple la direction de Vigéo prise par Nicole Notat en 2002, son article sur la performance responsable des entreprises²⁹ en 2011, puis le rapport Notat-Sénard de mars 2018 préfigurant la création des entreprises et organismes à mission dans la loi PACTE.
- L'adaptation du droit fiscal français en 2008-2009 permettant l'accueil de fonds islamiques, selon les recommandations du rapport Pastré sur les "Sukuk" et "Murabaha". Il est à noter que ces fonds³⁰ ont globalement mieux résisté que d'autres à la crise financière, et qu'ils ont crû dans le monde de 700 G\$ en 2008 à 1 540 G\$ en 2012, et environ 3 700 G\$ en 2024.
- Les travaux du Centre d'analyse stratégique du Premier ministre relatifs à la prospective du travail et de l'emploi à l'horizon 2030, qui comportent des recommandations sur la RSE.
- Les publications de rapports ayant trait à la RSE par les entreprises (notamment les plus grandes) en application de l'article L.225-102-1 du Code de commerce modifié en 2010 et en dernier lieu le 1^{er} août 2023³¹.
- Plus récemment, la montée de la demande de sens du salariat jeune, dans un contexte de tension sur les recrutements. Ainsi, un jeune sur cinq aurait-il déjà changé d'emploi pour des raisons écologiques, ou envisage de le faire pour des raisons éthiques. Le dernier rapport "Gen Z and Millennial Survey" de Deloitte indique que 70 % considèrent crucial que les entreprises agissent contre le changement climatique, et 25 % se renseignent sur les politiques environnementales des entreprises avant de postuler. En outre, 54 % de la génération Z et 48 % des millennials font pression sur leurs employeurs pour des actions climatiques, chiffre en hausse depuis 2022.

Les implications des fonds éthiques en termes de compétitivité des entreprises et de politique économique

Plusieurs questions se posent lorsque l'on veut mesurer les impacts de ces fonds sur l'activité...

²⁶ <https://www.fondsdereserve.fr/fr/investissement-socialement-responsable/le-frr-et-le-changement-climatique> ; créé en 2001 il a culminé à 40 G€ en 2015. La réforme des retraites a amené à un financement de la CADES à hauteur de 2,5 G€/an réduisant le FRR à 21,3 G€ en 2022.

²⁷ https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en?prefLang=fr&etrans=fr

²⁸ <https://www.orse.org/>

²⁹ <https://annales.org/ri/2011/ri-mai-2011/NOTAT.pdf>

³⁰ <https://www.mordorintelligence.com/fr/industry-reports/global-islamic-finance-market>

³¹ https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000047926145

La question de l'efficacité économique

L'efficacité économique des fonds éthiques ou RSE se heurte à diverses critiques. Cette question ne paraît pas définitivement tranchée : en faveur d'une réponse positive, on trouve la littérature managériale de type "ethics pays off", une certaine résilience des fonds RSE (et des fonds islamiques) aux secousses liées à la crise financière... Enfin, citons le rapport de 2010 de Novethic : « 84 % des investisseurs considèrent que la prise en compte des critères ESG (environnementaux, sociaux, de gouvernance) représente un type de gestion qui maximise l'intérêt des bénéficiaires sur le long terme. C'est un point clé, dans la mesure où il y a encore cinq ans les investisseurs considéraient que l'intégration ESG pouvait être contraire à leur responsabilité fiduciaire. » D'autres éléments, moins positifs, arguent soit du caractère encore indécidable de l'impact à long terme des critères, soit de la part encore faible prise par ces fonds dans la finance mondiale, les économies restant *de facto* guidées par des considérations souvent à plus court terme. Sur une vingtaine d'années, toutefois, on constate une forte croissance des actifs gérés selon des critères RSE, tandis que ces critères continuent de s'affiner : c'est le cas avec la taxonomie pour l'énergie, par exemple, et la directive CSRD force les différentes parties prenantes à structurer davantage leurs approches.

En termes de politique économique, cela plaide en faveur du soutien à la recherche sur les fonds éthiques et RSE et sur leurs effets, et aussi en faveur d'un suivi des outils qui les ont mis en œuvre à grande échelle, comme le fonds de réserve des retraites.

La réalité des pratiques au regard des annonces – l'écoblanchiment

La réalité des pratiques au regard des annonces est une seconde question ouverte ; en matière de politique publique, cela plaide en faveur de la nécessité de disposer de formes de certification sur des référentiels, et d'agir en vue de l'élaboration et de la mise en œuvre de normes internationales, au besoin *via* des expertises de chercheurs (ce qui a été le cas pour l'ISO 26 000). Cela plaide aussi pour une transparence des critères, laquelle a fait, en France, l'objet de communications de l'AMF³².

Plus globalement, la croissance de la finance durable et la création de jurisprudence par leurs gestionnaires peuvent conduire, à terme, à une éviction des entreprises qui ne se conformeraient pas à leurs critères de la part des marchés de capitaux gérés selon des critères de durabilité. Une mise à l'écart souvent justifiée, du point de vue de la RSE (par exemple, le principe de « nommer pour faire honte », ou bien la logique poussant à l'adoption par anticipation de normes environnementales plus contraignantes, et bien sûr la conformité au droit de la consommation pour éviter les allégations trompeuses). Il faut cependant éviter des cas d'éviction injuste ou contreproductive :

- Certaines entreprises, notamment des PME, ne peuvent se livrer à des analyses très complexes et approfondies de leurs analyses en cycle de vie, faute de moyens et de données : leur imposer *via* leurs grands donneurs d'ordre ou leur banquier des contraintes excessives dans un contexte de concurrence mondiale ouverte peut avoir des effets contre-productifs, soit de délocalisation soit de fermeture pure et simple au profit de zones moins contraintes.
- D'autres peuvent *de facto* se comporter selon des critères RSE mais ne pas satisfaire à une présentation purement formelle.
- Les critères imposés par des analystes financiers peuvent être inadéquats : il en est ainsi souvent des contrats garantissant une électricité « verte ». Qui supposent, à état donné du parc de production électrique, que le fournisseur qui garantit des électrons « verts » à un client soit *de facto* amené à fournir des électrons « bruns » simultanément à d'autres, faisant ainsi d'un contrat un argument d'écoblanchiment sans effet réel sur les émissions globales.
- Des concurrents d'une entreprise donnée peuvent lancer des campagnes de dénigrement qui affecteront sa valeur, à l'occasion par exemple d'une fusion ou acquisition en cours. Donner à de telles campagnes une audience démesurée ne sert pas, en fait, des objectifs de développement durable.

Pour éviter les excès, il importe donc d'avoir en la matière une expertise forte, et, de plus en plus, reconnue au plan international, en termes de critères. En effet, les données doivent être fiables, homogènes pour pouvoir être comparables d'une entreprise à l'autre, et certifiées par un tiers externe et neutre ; autant de conditions qu'il n'est pas toujours facile de réunir.

L'article d'Anne-Catherine Husson-Trahoré dans ce numéro traite par ailleurs extensivement du *greenwashing*.

L'incertitude dans laquelle les fonds éthiques et socialement responsables peuvent mettre les entreprises

L'insécurité juridique que peuvent générer ces fonds existe tout d'abord dans les pays développés. Par exemple, des « traitements discriminatoires » (sous forme de discriminations positives) sont requis par certains de ces fonds aux États-Unis (dont le cadre légal fait cohabiter des communautés disparates), alors que la tradition, constitutionnalisée, des pays de droit romain est différente, et que notre interprétation des droits de l'Homme trouverait illégales certaines de ces discriminations.

Des difficultés peuvent également exister entre pays développés et PVD : le critère du simple respect du droit local n'est pas suffisant aux yeux des fonds pour les pays qui ne respectent pas le cadre fixé par le droit du travail en vigueur dans les pays développés (par exemple, l'interdiction du travail des enfants, ou certaines normes environnementales). Mais une transposition brutale de critères de pays développés dans des PVD est également contreproductive : il faut

³² <https://www.amf-france.org/fr/reglementation/doctrine/doc-2021-03>

donc que l'entreprise assume une position médiane, génératrice de risques, tant vis-à-vis des droits locaux que vis-à-vis de son actionnariat. Dans un tel contexte, on peut craindre des situations de sous-investissement, qui sont elles aussi contreproductives. D'où la nécessité d'études de cas, nombreuses et tenant compte de la diversité des situations.

De façon générale, l'articulation entre le « bien » tel que le conçoivent ces fonds, opérant à échelle mondiale, et le « bien » vu comme la conformité à la loi varie selon les États et pose la question de la confrontation avec les lois. À cet égard, la réponse de l'ISO 26 000 (à savoir la nécessité de respecter les droits locaux) est un compromis minimal qui laisse bien des questions en suspens. De façon optimiste, on peut y voir une illustration du fait que les échanges internationaux peuvent être une source d'amélioration des processus législatifs, ce que notait déjà Montesquieu, au Livre XX de *De l'esprit des lois*. En tout état de cause, il y a une sorte de compétition entre les règles édictées par les États et celles qui le sont, implicitement ou explicitement, par les fonds RSE.

Les impacts sectoriels

On peut :

- se réjouir de la prise en compte des émissions de gaz à effet de serre *via* ces fonds, notamment sur les marchés d'États ayant conservé des positions diplomatiques dilatoires à cet égard ;
- suggérer que certaines industries à risques ne fassent pas l'objet d'une mise à l'index systématique, mais plutôt de bilans équilibrés et fondés sur de la prospective à long terme³³ ;
- constater que les critères actuels de ces fonds continuent à favoriser *de facto* l'investissement dans le numérique (*cf.* le thème des usages verts des TIC), mais à un degré qui tend à décroître alors que les préoccupations de sobriété numérique, elles, s'accroissent et que la part des gaz à effet de serre liés à l'usage du numérique pourrait doubler d'ici 2030³⁴ ;
- noter que la montée en puissance de ceux de ces fonds qui intègrent des critères environnementaux conduit à renforcer les sources de financement

³³ Voir sur ce point les rapports de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) et de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) sur les perspectives énergétiques mondiales à long terme et l'ouvrage de J.-P. Dupuy *Pour un catastrophisme éclairé* (École polytechnique, Centre de recherche en épistémologie appliquée et Groupe de recherche et d'intervention sur la science et l'éthique, pour le Commissariat au Plan, mars 2001). À cet égard, la finance, fût-elle RSE, peut être par nature plus volatile que des réalités physiques face à des situations accidentelles, sauf à s'appuyer sur des perspectives longues et sur des institutions suffisamment solides pour résister à des pressions médiatiques parfois très conjoncturelles.

³⁴ Sur les contributions positives et négatives du numérique à l'effet de serre, voir notamment https://Annales.org/re/2023/re_110_avril_2023.html

d'économies d'énergie, et que le soutien à de tels fonds s'avère bénéfique à plusieurs titres³⁵.

L'orientation de l'épargne

Les raisons qui militent en faveur de l'épargne salariale, et plus généralement de l'orientation vers l'épargne en actions, se heurtent pour une part de la population à des sensibilités qui peuvent être précisément satisfaites par les objectifs des fonds éthiques.

À l'échelle mondiale, le sujet est traité dans la conférence de Nicholas Stern citée plus haut. Les Français affichent quant à eux une préférence pour la sécurité : taux d'épargne très élevé (21 % durant la crise du Covid, 17,5 % encore en 2023, contre 4,6 % aux États-Unis, et de l'ordre de 10 % en Europe) nonobstant un niveau de protection sociale également élevé en comparaisons internationales. Cette épargne, environ 6 000 G€, est cependant peu productive, ce qui freine la reprise économique : si une part sert logiquement à financer l'achat de logements, pour environ deux tiers, elle sommeille sur des comptes bancaires ou est placée en épargne règlementée (assurance vie, livret d'épargne) ; en outre, une part notable de l'épargne la plus active va aux États-Unis³⁶, où elle cofinance des concurrents à la France et à l'UE (choix logiques des épargnants pour des raisons de rentabilité et d'équilibre des risques, mais qui sont un défi pour améliorer la compétitivité tant européenne que nationale). Ces choix affectent le niveau de la consommation, mais surtout le financement d'investissements productifs et d'innovation. Dans une certaine mesure, l'attrait de placements durables incluant des innovations pour les adaptations et l'atténuation du changement climatique peuvent mobiliser la part de l'épargne la plus passive, et s'orienter en faveur de notre territoire. Le sujet des livrets verts d'épargne et d'autres incitations comparables ont au demeurant animé les débats en 2023.

La facilitation d'un consensus international sur les règles commerciales

La même considération qu'au point précédent vaut dans des organes de gouvernance internationaux, qu'il s'agisse des COP successives ou dans une certaine mesure à l'OMC nonobstant son affaiblissement : certains de ces fonds peuvent apporter des éléments de réponse aux préoccupations qu'y expriment les PVD pour réduire leur écart de croissance avec les pays développés. Il s'agit, d'une part, de mobiliser des fonds pour des formes soutenables de développement (on vient d'atteindre avec un peu de retard les

³⁵ Une telle orientation est favorable à l'industrie et à l'emploi, en réduisant les freins à la croissance générés par le renchérissement des coûts des hydrocarbures. Elle donne des marges de manœuvre macroéconomiques tant en termes de commerce extérieur qu'en termes de maîtrise de l'inflation et de limitation d'une tendance induite à la hausse des taux qui pourrait réduire la croissance de l'Union européenne.

³⁶ Discours d'Emmanuel Macron à la Sorbonne le 24 avril 2024 : « Chaque année, notre épargne, à hauteur d'environ 300 milliards d'euros par an, va financer les Américains » et idée franco-allemande de lancer un produit d'épargne européen : <https://www.ft.com/content/853f0ba0-c6f8-4dd4-a599-6fc5a142e879>

100 milliards de dollars de soutien des pays avancés, et des ressources privées seront aussi nécessaires) mais aussi d'user de l'effet de levier de la maîtrise technologique « verte » par des entreprises multinationales, pour répondre aux enjeux de pays en développement, d'où viendront les principaux accroissements d'émissions de gaz à effet de serre, ou de menaces à la biodiversité³⁷.

Conclusion

Les fonds éthiques et RSE, longtemps restés une réalité économique mineure, sont en passe de cesser de l'être. Ils tendent à combler une attente de l'épargnant, alors même que la population de plusieurs grands pays industrialisés estime que le rôle de régulateur social des États s'amenuise, laissant davantage de place à l'initiative individuelle.

³⁷ L'impératif kantien d'universalisme dans l'expression du droit et du bien, confronté à la mondialisation, pose des problèmes de plus en plus aigus. La solution pratique suppose des « démarches de progrès », qui requièrent de la continuité dans le temps, et auxquelles les fonds éthiques peuvent apporter des outils. De façon plus pragmatique, il est clair que les divergences sur les questions environnementales entre PVD et pays développés (depuis la conférence de Doha en 2001) ne peuvent avoir d'issue autre que celle apportée par des processus continus, parmi lesquels les fonds éthiques peuvent fournir des éléments de réponse.

Leur poids nouveau a plusieurs conséquences en termes de politique économique. Il est probable qu'il y ait intérêt à favoriser leur croissance, tout en facilitant le débat sur la cohérence des critères qu'ils mettent en avant, dans les trois grands domaines que sont les droits de l'Homme (et de leur corollaire, le développement), les aspects sociaux et le développement durable. Cela passe par un suivi des règles de transparence en matière d'information (*a priori* via l'AMF), par des colloques et débats organisés avec des instituts de recherche en gestion et en économie, des écoles, des universités, le Medef, des organisations syndicales, et bien entendu les agences de notation concernées...

La transparence et l'élargissement du choix des épargnants qui en résultera devraient rendre plus facile la nécessaire évolution de l'épargne salariale. Simultanément, les entreprises françaises seront mieux à même de répondre à une demande mondiale émergente des marchés de capitaux au lieu de simplement la subir, en étant exclues de certains d'entre eux. En outre, cette prise en compte est susceptible de conforter l'image de l'entreprise auprès des Français, tâche nécessaire alors que demeure une fracture entre les quelque six millions de salariés du secteur exposé à la concurrence internationale et dégageant des marges de croissance soutenable, et ceux qui apparaissent en majorité moins directement aux prises avec les réalités concurrentielles. Cette tâche de réconciliation est particulièrement nécessaire, si l'on veut répondre aux défis posés par la crise économique, et en sortir par le haut.

Tarification du carbone en économie ouverte : l'exemple de l'ajustement carbone aux frontières

Par Raphaël TROTIGNON
Pôle Énergie-Climat de Rexecode

Le « prix du carbone » est une incitation économique puissante à la décarbonation du capital économique existant et à la réorientation des flux financiers vers le développement et le déploiement des technologies « bas-carbone ». Mais un tel prix du carbone n'existe pas de manière uniforme au niveau mondial, alors que la plupart des capitaux, des biens et des services transitent facilement tout autour du globe. En Europe, où le prix du carbone est élevé, un nouveau système d'ajustement carbone à la frontière va progressivement être mis en place pour tenter de neutraliser les effets pervers de cette tarification incomplète. Mais, si l'intention de protéger l'Europe face à une concurrence déloyale qui serait néfaste à l'industrie et au climat est bienvenue, l'architecture envisagée pour ce système risque en réalité d'accroître le déficit de compétitivité de l'industrie européenne.

Après le vote final du Parlement européen le 18 avril 2023, l'Europe a adopté une réforme de son système d'échange de quotas d'émissions de gaz à effet de serre, qui renforce le rôle dévolu au « prix du CO₂ » en Europe. En induisant une hausse du coût d'utilisation des énergies fossiles, un tel prix du carbone est une incitation économique puissante à la décarbonation. Il fait monter le coût relatif des usages et procédés de production carbonés face aux solutions décarbonées, et donc leur rentabilité économique, induisant ainsi une décarbonation progressive du capital économique et une réorientation des flux financiers vers la construction d'un nouveau capital « vert ». Le prix du carbone est aussi un instrument d'optimisation des coûts de la décarbonation à l'intérieur de l'Europe et une source de redistribution de l'effort entre acteurs et entre pays, car donner un coût aux émissions de CO₂ incite à réduire d'abord les émissions là où les coûts de la décarbonation sont les plus faibles.

Le système actuel : le rôle clé des permis d'émission

L'Union européenne a été la première région du monde à donner un prix aux émissions industrielles de gaz à effet de serre, au moyen d'un système de permis d'émission négociables qui a démarré en 2005. Elle a depuis été imitée par d'autres pays ou régions, notamment en Amérique du Nord, où aucun système fédéral ne s'applique mais où des marchés régionaux du carbone existent, ainsi qu'en Asie, en particulier en Chine et en Corée du Sud. Mais l'Europe reste aujourd'hui la zone où le « prix du carbone » est le

plus élevé, autour de 75 €/tCO₂ en moyenne ces trois dernières années, pour les établissements industriels couverts (World Bank, 2023).

Lorsqu'un coût associé aux émissions de carbone ne s'applique qu'à une seule zone géographique, les entreprises actives au sein de la zone sont pénalisées par ce renchérissement du CO₂ que ne subissent pas leurs concurrentes à l'extérieur de la zone. Il peut en résulter une baisse de la production des biens carbonés dans la zone au profit d'importations de biens identiquement, voire plus carbonés, depuis les zones avec une tarification du carbone plus faible ou inexistante. Dans cette configuration, l'introduction ou la hausse du prix du carbone pour les entreprises locales génère un transfert d'émissions, habituellement appelé « fuite de carbone ». C'est une mécanique doublement néfaste, car elle conduit à l'affaiblissement de la compétitivité de la production dans la zone à prix élevé du carbone sans entraîner en contrepartie de baisse des émissions de gaz à effet de serre au niveau mondial (Dechezleprêtre et Sato, 2017).

C'est pourquoi l'Europe a mis en place un système spécifique pour les industries soumises au risque de fuite de carbone. Jusqu'à présent, celles-ci reçoivent annuellement des permis de façon gratuite, en quantité limitée. Ceci leur permet de ne pas avoir à subir tout ou partie du coût d'achat des permis, et donc de neutraliser ou minimiser l'impact sur la compétitivité (European Commission, 2019). Ce système ne les dissuade pas, du moins en théorie, de réduire leurs émissions si cet abattement est économiquement efficace (l'incitation demeure tant que leur coût de réduction d'une tonne de CO₂ est inférieur à la valeur d'un permis). Ce système d'allocation gratuite ne semble néanmoins pas

soutenable à moyen-long terme, car le plafond total de permis dans lequel il s'inscrit diminue, alors que dans le même temps les niveaux de production se maintiendraient, voire augmenteraient.

À la recherche d'un dispositif pour neutraliser le différentiel de coût du carbone

Avec la disparition des allocations gratuites et la hausse du prix des permis, plusieurs types de mécanismes peuvent être introduits pour atténuer un choc de coût qui pèsera sur la compétitivité européenne (Bordoff, 2009). Un premier système consisterait à imposer une taxe sur tous les produits entrant dans l'Union, égale pour chaque produit à son contenu carbone (les émissions associées à sa production à l'extérieur du territoire) multiplié par le prix de la tonne de CO₂ en Europe. Il faudrait également, à l'inverse, exempter les exportations des producteurs européens afin d'effacer ce différentiel de coût pour les marchandises sortantes. La difficulté est qu'un tel mécanisme requiert un système d'information et de traçabilité pour l'intégralité des produits, dans tous les pays, et à tous les maillons des chaînes de production. Ce système serait théoriquement bien adapté, mais soulève des problèmes complexes et probablement insurmontables dans sa mise en œuvre.

Un second mécanisme est celui décrit par le prix Nobel d'économie 2018, William Nordhaus, dans son article sur les « Climate Clubs » (Nordhaus, 2015). Pour éviter la complexité d'une tarification carbone à la frontière qui tienne compte du contenu en gaz à effet de serre de chaque produit, Nordhaus préconise l'instauration d'un tarif douanier uniforme pesant sur tous les produits, carbonés ou non, importés depuis les pays extérieurs à un « club de pays » ayant introduit une tarification carbone équivalente. Avec cette approche, le mécanisme à la frontière devient un instrument de politique commerciale qui incite les pays ne faisant pas partie du « club » à mettre en place une tarification du carbone équivalente. Elle permet de ne pas avoir à mesurer le contenu en gaz à effet de serre de chaque produit.

Le texte sur lequel le Parlement et le Conseil ont convergé est une tentative de s'approcher du premier système, tout en respectant les règles de l'OMC (EU Parliament and Council, 2023). Le « mécanisme d'ajustement carbone à la frontière » européen (MACF, ou CBAM en anglais) s'applique aux importateurs européens d'un certain nombre de produits, au moment de l'entrée de ceux-ci sur le territoire douanier européen. Il requiert l'achat par l'importateur de certificats, vendus par l'autorité européenne à un prix variable reflétant le prix moyen du permis européen de CO₂ sur une période donnée, en nombre suffisant pour compenser les émissions incluses dans les produits importés. C'est à l'importateur de faire la démonstration, sur la base d'informations fournies par l'exportateur, du contenu en carbone des produits en question. En contrepartie de la mise en place de ce système,

les allocations gratuites de permis, dont l'objet est similaire et qui feraient doublon, seraient progressivement abandonnées.

Comme il est difficile de déterminer avec exactitude le contenu en gaz à effet de serre de tous les produits qui entrent en Europe, le MACF européen se concentre sur un certain nombre limité de produits peu transformés comme certains produits de base en acier, en aluminium, le ciment et certains produits chimiques spécifiques. La liste en annexe du texte précise les codes douaniers des produits concernés. Au total, ce sont 571 codes-produits qui seront concernés sur les quelque 10 000 codes que contient la nomenclature des douanes pour les échanges extérieurs.

Le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières : un périmètre étroit, mais des effets de bord potentiellement majeurs

Nous avons analysé les données des douanes françaises pour l'année 2019 et identifié les produits qui seront concernés par le dispositif (Redoulès et Trotignon, 2023). Les importations de biens de la France en 2019 représentaient 575 milliards d'euros. Les produits effectivement sur la liste du MACF représentent 27 milliards d'euros, soit 4,7 % de la valeur des importations totales de la France. Sur ces 27 milliards, 20 correspondent à des importations des autres pays européens et ne seront donc pas couverts, puisque déjà sujets au prix du carbone. Les importations en France depuis l'extérieur de l'Europe de produits sur la liste du MACF représentent donc une valeur totale de 7 milliards d'euros, soit 1,2 % du total de la valeur des importations. Le rééquilibrage théorique procuré par le MACF se limitera donc à un champ d'application restreint.

La facture pour l'Europe du renchérissement des importations est difficilement quantifiable, car elle dépendra des quantités de produits importés, du contenu carbone propre à chaque couple produit-pays, et du prix du carbone en Europe. L'étude d'impact de la Commission européenne estime néanmoins que le surcoût total à l'importation serait au niveau européen de l'ordre de 2 milliards d'euros par an, soit de l'ordre de 300 millions d'euros pour la France.

Si le champ d'application du MACF paraît limité, il s'accompagne d'un second volet bien plus général. La suppression des allocations gratuites de permis va en effet étendre le choc de coût non pas aux seules importations mais aussi à l'ensemble de la production domestique des secteurs concernés. À terme, si tous les permis aujourd'hui alloués gratuitement étaient vendus aux enchères, cela représenterait au prix du CO₂ actuel une dégradation des comptes d'exploitation des entreprises de l'ordre de 40 milliards d'euros par an au niveau européen, et 3 milliards d'euros en France. Le renchérissement lié à la suppression des permis gratuits se révèle donc bien plus important que l'effet lié à la seule hausse du prix des importations.

Des intentions louables, une exécution douteuse

Si, sur le papier, ce système peut protéger les producteurs européens pour les quelques produits concernés, il a plusieurs défauts majeurs. Premièrement, ce ne sont pas les entreprises des pays exportateurs qui paieront le prélèvement à la frontière, mais les entreprises européennes utilisant les biens concernés comme consommation intermédiaire entrant dans leur processus de production. Ce sont donc ces secteurs utilisateurs qui vont faire les frais de l'opération en voyant augmenter le prix de leurs intrants.

En augmentant ainsi le coût de la transformation des produits de base, le système est une incitation à la délocalisation des chaînes aval, dans la mesure où elles ne seraient pas elles-mêmes incluses dans le système. Le risque est de voir fuir, par exemple, les chaînes de production automobile ou les fabricants de machines, incités à se délocaliser là où les produits en métaux utilisés en intrants et concernés par le MACF sont moins coûteux pour importer ensuite les produits transformés, sans payer aucun ajustement carbone à la frontière (Cham, 2023).

Les données des consommations intermédiaires des branches fournies pour la France par l'Insee montrent ces interdépendances sectorielles et leurs effets possibles en cascade. La production de la branche « sidérurgie et première transformation de l'acier » par exemple sert de consommation intermédiaire à 77 branches sur les 138 qui représentent l'économie française. Pour 11 branches parmi ces 77, la valeur des consommations intermédiaires issues de la sidérurgie et de la première transformation de l'acier représente plus de 10 % de la valeur ajoutée de la branche en question (fabrication de machines, construction automobile...), et jusqu'à 37 % de la valeur ajoutée pour la branche de « fabrication d'éléments en métal pour la construction ». Si le secteur de la sidérurgie devait répercuter intégralement le coût du CO₂ dans le prix de l'acier primaire, cela représenterait une hausse d'environ 20 % du prix de l'acier. Ces 11 branches verraient ainsi le prix de leurs intrants augmenter et donc leur valeur ajoutée diminuer de 2 à 7,4 %, à volume constant et en l'absence de répercussion dans leur prix de vente du choc de coût subi en amont.

Dernier défaut, et non des moindres, le MACF impose un coût supplémentaire aux produits entrant sur le territoire, permettant d'aligner leur coût sur ceux produits de manière plus onéreuse en Europe, mais il ne prévoit aucunement de mécanisme de compensation à l'export. Or les produits de base produits en Europe, avec un prix du carbone élevé, risquent de perdre en compétitivité sur les marchés à l'exportation qui ne font pas face à un même prix du carbone. Si le MACF tente de neutraliser les effets de compétitivité sur le marché domestique, il aggrave le problème de compétitivité sur les marchés extérieurs. Le mécanisme d'allocation gratuite de permis n'avait pas ce défaut (Evans *et al.*, 2021, Jakob et Mehling, 2023).

Ces différents points méritent donc attention. Des études pourraient être menées pour préciser les effets

économiques sur le tissu industriel européen, déjà malheureusement dans une situation peu favorable (Charlet *et al.*, 2023). La plupart des pays européens dont la France affichent pourtant des velléités de « réindustrialisation verte », dans un contexte déjà défavorable puisque les conditions d'une croissance industrielle verte se sont raffermies outre-Atlantique et en Chine (Didier, Koléda & Trotignon, 2024). Enrico Letta (Letta, 2024) et Mario Draghi (Draghi, 2024) l'ont d'ailleurs rappelé dans le cadre de leurs missions respectives sur l'avenir du marché unique et de la compétitivité européenne.

Bibliographie

- BORDOFF J. E. (2009), "International trade law and the economics of climate policy: Evaluating the legality and effectiveness of proposals to address competitiveness and leakage concerns", in BRAINARD L. & SORKIN I. (éd.), *Climate Change, Trade, and Competitiveness: Is a Collision Inevitable?*, Washington, DC, Brookings Institution, pp. 35-68.
- CHAM C. (2023), « Le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières : un moyen de rétablir le level playing field ? », *Annales des Mines - Réalités industrielles*, mai.
- CHARLET V., DIOPA. & LOLO D. (2023), « Emplois industriels menacés par la crise énergétique, le MACF et l'IRA : une estimation », La Fabrique de l'industrie, avril.
- DECHEZLEPRÊTRE A. & SATO M. (2017), "The impact of environmental regulations on competitiveness", *Review of Environmental Economics and Policy*, 11(2), pp. 183-206.
- DIDIER, KOLÉDA & TROTIGNON (2024), Faire de la décarbonation un levier de croissance : La France face aux stratégies mondiales de décarbonation, Document de travail n°90, Rexecode.
- DRAGHI M. (2024), "Radical change is needed", as reported in "Draghi's report holds the key to Europe's future competitiveness", eunews.it, April.
- EUROPEAN COMMISSION (2019), Commission Delegated Decision (EU) 2019/708 of 15 February 2019 supplementing Directive 2003/87/EC of the European Parliament and of the Council concerning the determination of sectors and subsectors deemed at risk of carbon leakage for the period 2021 to 2030.
- EU PARLIAMENT AND COUNCIL (2023), Regulation (EU) 2023/956 of the European Parliament and of the Council of 10 May 2023 establishing a carbon border adjustment mechanism.
- EVANS S., MEHLING M. A., RITZ R. A. & SAMMON P. (2021), "Border carbon adjustments and industrial competitiveness in a European Green Deal", *Climate Policy*, 21(3), pp. 307-317.
- JAKOB M. & MEHLING M. (2023), "Comparing policy options to address export-related carbon leakage. The role and potential of innovation support", Ecologic Institute.
- LETTA E. (2024), Much more than a market. Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens.
- REDOULÈS & TROTIGNON (2023), « L'architecture de l'ajustement carbone aux frontières menace l'objectif de réindustrialisation », Repères n°6, Rexecode.
- NORDHAUS W. (2015), "Climate clubs: Overcoming free-riding in international climate policy", *American Economic Review*, 105(4), pp. 1339-1370.
- WORLD BANK (2023), "State and trends of carbon pricing 2023".

Les chaires de finance verte et durable : un outil pour transformer la recherche et l'enseignement ?

Par Patricia CRIFO

Professeure d'économie à l'École polytechnique, membre du CREST (CNRS) et chercheure associée à Cirano (Montréal, Canada)

Si le développement de la finance verte et durable apparaît comme un outil important pour orienter les activités économiques vers des voies plus responsables sur le plan écologique et social, les établissements d'enseignement supérieur développent depuis ces deux dernières décennies des plateformes collaboratives innovantes, à travers les chaires de finance verte et durable, dans lesquelles les universitaires, les industriels et les décideurs convergent pour innover et faire progresser la recherche, l'enseignement et les pratiques en matière de finance durable. Cet article explore comment ces chaires peuvent contribuer à transformer la dynamique d'enseignement et de recherche de l'enseignement supérieur grâce aux leviers scientifiques et techniques qu'elles développent.

Introduction

Marginale jusqu'au début des années 2000, la finance durable consiste à intégrer des critères extra-financiers, environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), dans le processus d'évaluation des investissements. En 2022, 96 % des entreprises du G250¹ publient des rapports développement durable ou ESG (elles étaient 45 % vingt ans plus tôt à le faire), 46 % publient des rapports sur la perte de biodiversité et 64 % (respectivement 49 %) reconnaissent que le changement climatique (respectivement les enjeux sociaux) constitue un risque pour leur activité (KPMG, 2022). Parallèlement, près de 400 investisseurs ont signé un engagement à intégrer les informations ESG dans leurs décisions d'investissement (PRI, 2023, voir la Figure 1).

Aujourd'hui, la finance verte et durable apparaît donc comme un outil essentiel pour orienter les activités économiques vers des voies plus responsables sur le plan écologique et social. Or, alors que l'urgence de lutter contre le changement climatique et les inégalités sociales s'intensifie, les établissements d'enseignement supérieur jouent un rôle central dans la formation de la future génération de décideurs dotés des connaissances et des compétences nécessaires pour mener cette transition écologique et sociale. De ce point de vue, ces deux dernières décennies ont vu le développement d'un certain nombre de chaires de finance verte et durable, représentant des pôles dynamiques où les universitaires, les industriels et les décideurs convergent pour innover et faire progresser

la recherche, l'enseignement et les pratiques en matière de finance durable. Cet article explore comment ces chaires peuvent contribuer à transformer la dynamique d'enseignement et de recherche de l'enseignement supérieur grâce aux leviers scientifiques et techniques qu'elles développent.

Comprendre la finance verte et durable – cartographie de l'écosystème français

La cartographie de la finance verte et durable en France réalisée par Finance for Tomorrow, l'Institut Louis Bachelier et le Forum pour l'Investissement responsable met en lumière plus de 150 organisations : « académiques », « institutions publiques », « ONG, *think-tanks*, réseaux », et « secteur privé » ; avec des activités dans dix thèmes : climat, biodiversité, énergie, mobilité, carbone, économie sociale et solidaire, responsabilité sociale entreprise, éthique de la finance, investissement socialement responsable, développement (voir la Figure 2).

Parmi ces 150 acteurs de l'écosystème de la finance verte et durable, un certain nombre d'entre eux travaillent ensemble sous la forme de chaires d'enseignement et / ou de recherche. Véritables plateformes de collaboration visant à faire progresser la recherche, l'enseignement et l'évaluation des politiques dans le domaine de la finance verte et durable, ces chaires s'appuient sur des partenariats entre des établissements d'enseignement supérieurs et des institutions financières, en impliquant éventuellement des institutions gouvernementales et des organisations à but non lucratif, autour d'un programme de travail conçu ensemble sur un horizon

¹ G250 : les 250 plus grandes entreprises mondiales en termes de chiffre d'affaires, sur la base du classement Fortune 500 de 2021. N100 : échantillon mondial des 100 premières entreprises en termes de chiffre d'affaires dans 58 pays, territoires et juridictions.

temporel de trois à cinq ans. Ces chaires adoptent une approche multidimensionnelle englobant des projets de recherche et le développement de programmes d'enseignement, à l'interface entre la théorie et la

pratique, et en encourageant l'innovation et les débats avec l'industrie et les régulateurs. Nous présentons deux exemples de ce type de partenariats développés au sein de l'Institut Polytechnique de Paris : FDIR

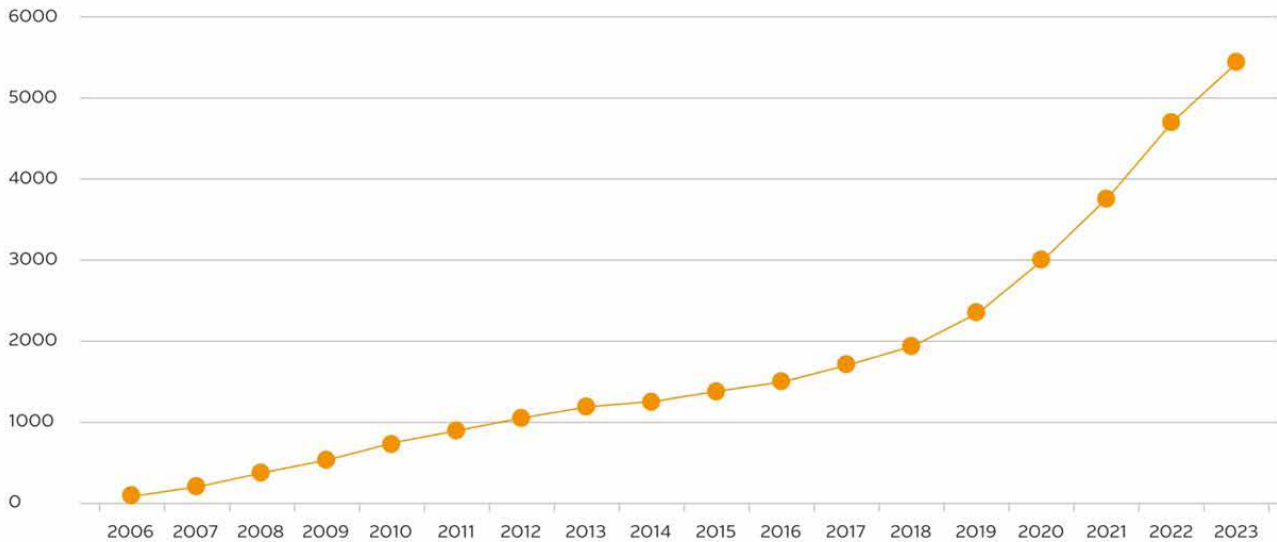


Figure 1 : Croissance du nombre de signataires des principes pour l'investissement responsable (PRI)
(Source : https://dwtyzx6upklss.cloudfront.net/Uploads/z/s/n/pri_ar2023_smaller_file_8875.pdf).

Les principes pour l'investissement responsable (PRI) ont été mis en place par les principaux investisseurs mondiaux avec le soutien de l'Initiative Finance du programme des nations unies pour l'environnement (UNEP-FI) et le Pacte Mondial des Nations unies en 2007. Les signataires des PRI s'engagent à respecter les principes suivants :

- prendre en compte les questions ESG dans les processus d'analyse et de décision en matière d'investissements ;
- prendre en compte les questions ESG dans les politiques et pratiques d'actionnaires ;
- demander aux entités dans lesquelles ils investissent de publier des informations appropriées sur les questions ESG ;
- favoriser l'acceptation et l'application des PRI auprès des acteurs de la gestion d'actifs ;
- travailler ensemble pour accroître l'efficacité dans l'application des PRI ;
- rendre compte individuellement de ses activités et de ses progrès dans l'application des PRI.

Source : <https://www.unpri.org/download?ac=10965>

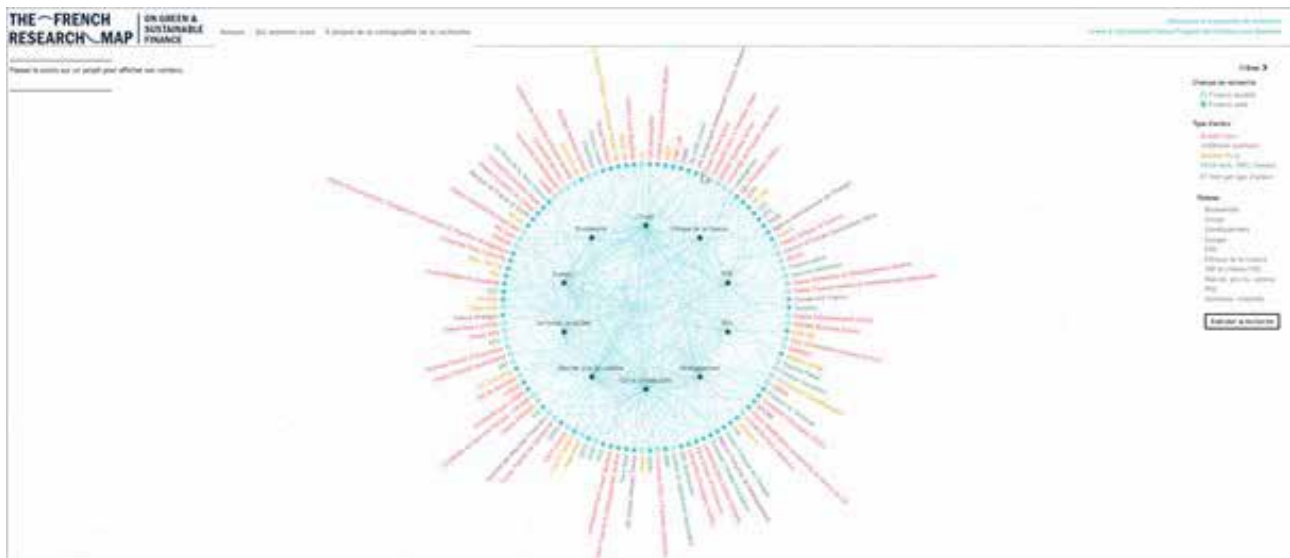


Figure 2. La cartographie sur la finance durable en France (Source : Cette cartographie digitale et collaborative est proposée par Finance for Tomorrow et l'Institut Louis Bachelier, en collaboration avec le FIR – Forum pour l'investissement responsable dans l'écosystème des acteurs français de la recherche en finance verte et durable pour le rendre plus accessible aux professionnels de la finance, aux chercheurs et aux étudiants, <https://institutdelafinancedurable.com/actualites/cartographie-acteurs-recherche-finance-durable/>).

et E4C. Mais comment ces initiatives peuvent-elles transformer la recherche et l'enseignement dans le domaine de la finance verte et durable ?

Transformer la recherche et l'enseignement de la finance verte et durable

Les chaires de finance verte et durable contribuent à transformer la recherche et l'enseignement à travers quatre grands leviers.

Tout d'abord, en termes d'opportunités de recherche, ces chaires servent d'incubateurs pour une recherche et un enseignement de pointe sur la finance verte, le développement durable ou encore la transition énergétique, allant par exemple de l'évaluation des risques climatiques à l'investissement d'impact. En impliquant les étudiants dans les activités de recherche développées, ces chaires forment la prochaine génération de chercheurs, praticiens et décideurs qui s'engagent à faire progresser les connaissances en matière de finance verte et durable. C'est à la fois la recherche académique, l'enseignement et la recherche professionnelle qui s'en trouvent transformés en bénéficiant d'un accès aux ressources, aux données et aux réseaux d'excellence sur ces thématiques, et en offrant aux acteurs impliqués des possibilités de collaboration scientifique, d'amélioration des programmes et de développement professionnel innovants, à l'échelle nationale et internationale.

Par ailleurs, les activités proposées dans ces chaires, qu'il s'agisse d'ateliers, séminaires et conférences ou projets de collaboration plus ciblés, permettent le développement d'une expertise en matière de finance verte et durable, intégrant des approches pédagogiques

innovantes dans les enseignements (cours, modules, programmes, certificats ; jeux, simulations, cours en ligne, etc.). Cela favorise une culture d'apprentissage continu et d'innovation, enrichissant ainsi l'expérience éducative des étudiants. Témoin de cet essor, le prix FIR-PRI à l'initiative du forum pour l'investissement responsable (FIR) et des principes pour l'investissement responsable (PRI) récompense depuis 2016 la meilleure initiative pédagogique en finance durable à l'échelle européenne².

Ces chaires s'appuient en outre sur le développement de programmes interdisciplinaires. Notamment, en s'appuyant sur la culture d'ingénierie économique de leurs équipes, elles impliquent de nombreuses disciplines allant de l'économie, la gestion, la sociologie, les sciences des données aux mathématiques appliquées, l'informatique, les statistiques, la finance, et les sciences humaines, avec un socle méthodologique commun et une articulation théorie / empirique clé. Cette interdisciplinarité peut aller jusqu'à associer les sciences économiques et sociales et la finance, avec les sciences des matériaux et l'ingénierie ou encore la géophysique pour offrir aux étudiants les moyens d'acquérir une compréhension globale de la finance verte et durable, qui réponde aux défis du développement durable, de la transition énergétique et de ses enjeux économiques et financiers.

Enfin, les chaires de finance verte et durable sont un levier d'apprentissage par la pratique en offrant aux étudiants des opportunités de stages, projets de recherche appliqués (projets "capstone") et défis (challenges, *hackathon*, etc.). En s'associant avec des acteurs du secteur, les étudiants se familiarisent ainsi avec les pratiques de pointe et les tendances émergentes

² Voir https://www.frenchsif.org/isr_esg/nos-actions/prix-fir-pri-finance-et-developpement-durable/

en matière de finance verte et durable. Cet apprentissage par l'expérience améliore non seulement l'employabilité des étudiants, mais leur inculque également le sens de l'objectif et de la responsabilité dans la création d'impacts sociaux et environnementaux positifs par le biais de la finance.

Ces différents leviers de transformation de l'enseignement et la recherche sont illustrés plus particulièrement à travers le cas du programme de recherche « Finance Durable et Investissement Responsable (IR FDIR) » de Toulouse School of Economics et l'École polytechnique, et du centre interdisciplinaire Energy4climate (E4C) de l'Institut Polytechnique de Paris et l'École des Ponts ParisTech.

Étude de cas 1 : l'IR Finance Durable et Investissement Responsable (Toulouse School of Economics et École polytechnique)³

Créée en 2007 entre l'École polytechnique et l'IDEI de Toulouse avec le soutien de l'Association FDIR et de l'AFG, l'initiative de recherche FDIR a été reconduite cinq fois au cours de ses (presque) deux décennies d'existence. Elle compte aujourd'hui quatre institutions partenaires et neuf sponsors (voir la Figure 3 p. 24).

L'IR FDIR est née du constat que le développement rapide des sommes investies en investissement responsable impose une réflexion sur le mode de gestion, de sélection, de validation et d'évaluation de ces investissements. Est-ce que la responsabilité sociale d'une entreprise lui permet de générer un supplément de valeur que les gestionnaires de portefeuille devraient intégrer dans leurs évaluations ? L'épanouissement de l'investissement responsable nécessite de réfléchir à de nouveaux modes d'évaluation des actifs financiers pour prendre en compte les enjeux du développement durable. La théorie moderne de la finance n'a pas à ce jour offert d'outils permettant d'appréhender cette question. L'investissement responsable, en lien avec le concept de développement durable, offre une alternative intéressante. Les citoyens étant aussi des investisseurs, ils peuvent exprimer leurs engagements au travers de leurs investissements. Peu de travaux académiques avaient été consacrés à cette approche lors de la création de l'IR FDIR à la fin des années 2000 ; elle paraît cependant à la fois importante pour les acteurs économiques, et intéressante pour les chercheurs en économie.

Les objectifs de l'IR FDIR sont triples :

- contribuer au développement et à la diffusion des théories et pratiques dans le domaine de l'investissement responsable, à la fois par des recherches et des programmes de formation ;
- faciliter un contact direct entre les partenaires académiques et les membres de l'initiative, à leur mutuel bénéfice (voir la Figure 3 p. 24) ;
- accroître et consolider le niveau d'excellence des partenaires académiques et des membres en organisant une activité de réflexion, de formation et de recherche de dimension internationale autour d'un thème d'intérêt général.

Pour atteindre ces objectifs, l'IR FDIR mène des recherches autour de trois thèmes principaux : évaluation des performances et des risques ESG à long terme ; gouvernance d'entreprise ; et engagement actionnarial.

Composée d'une équipe d'une vingtaine de chercheurs et d'une dizaine de doctorants et post-doctorants financés par FDIR, cette initiative donne lieu à une trentaine de publications en moyenne par an, soit depuis sa création : plus de 150 articles dans des revues scientifiques, plus de 150 présentations lors de conférences scientifiques, plus de 100 articles dans la presse (*Le Monde*, *Les Échos*, *La Tribune*, *Libération*, *Financial Times*, *L'opinion*), 6 livres publiés sur la finance durable, 4 Cahiers de l'Institut Louis Bachelier consacrés à la finance durable. Elle a également donné lieu à plus de 50 ateliers académiques et plus de 20 réunions scientifiques bilatérales avec les partenaires, 15 conférences scientifiques organisées, plus de 10 cours par an sur le thème de la finance durable (au niveau master et licence), 5 prix de thèse FIR-PRI, 1 prix Nobel d'économie pour Jean Tirole, 1 prix Nobel de la Paix pour Christian Gollier en tant que membre du GIEC.

En termes d'enseignement, l'IR FDIR a permis le déploiement d'innovations pédagogiques importantes. En particulier, elle permet chaque année à une délégation d'étudiants de participer aux conférences des Nations unies sur le changement climatique, l'École polytechnique ayant obtenu le statut d'observateur aux COP. D'un point de vue pédagogique, cette participation est valorisée dans un cours avec ECTS, pour lequel les étudiants doivent rédiger un article de vulgarisation publié par exemple dans la revue *Polytechnique Insights* ou dans des médias nationaux (*Les Échos*) ou internationaux.

De même, FDIR permet la réalisation de projets "capstone", qui sont des mémoires de master appliqués pour lesquels les étudiants doivent réaliser une étude scientifique consistant en l'évaluation des plans

³ Source : <https://www.tse-fr.eu/fr/missions-de-linitiative-de-recherche-fdir>










	ABN-AMRO Investment Solutions
	Amundi AM
	Caisse des Dépôts
	CANDRIAM Institute for Sustainable Development
	Edmond de Rothschild Asset Management
	Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR)
	HSBC Global Asset Management (France)
	LBP AM
	Square Management - Square Research Center

Figure 3 : Les parties prenantes de FDIR : les sponsors (Source : <https://www.tse-fr.eu/fr/acteurs-concernes>).

	Association Française de la Gestion Financière (AFG)
	École Polytechnique
	Institut Louis Bachelier
	Toulouse School of Economics

Figure 4 : Les parties prenantes de FDIR : les institutions (Source : <https://www.tse-fr.eu/fr/acteurs-concernes>).

d'action climat et finance verte et durable des acteurs régionaux (villes et région) et économiques (entreprises et investisseurs), en bénéficiant d'un double encadrement académique et professionnel au sein du master "Economics for Smart Cities and Climate Policy" de l'École polytechnique.

Étude de cas 2 : le Centre interdisciplinaire Energy4Climate (Institut Polytechnique de Paris)⁴

Le Centre interdisciplinaire Energy4Climate (E4C) créé en juin 2019 par l'Institut Polytechnique de Paris et l'École des Ponts ParisTech s'implique dans la transition énergétique et la finance durable, par le biais de la recherche, de la formation et de l'innovation. E4C est né du constat suivant. L'humanité est confrontée à un défi climatique d'une ampleur inégalée et dont l'origine humaine ne fait plus de doute. Maintenir le réchauffement climatique en dessous de la limite de 2°C implique de développer des solutions adaptées. Une trentaine de laboratoires travaillent au sein d'E4C (voir la Figure 5 ci-dessous) sur quatre thématiques transversales, pour réduire les émissions de gaz à effet de serre, améliorer l'efficacité énergétique, déployer la distribution d'énergie renouvelable et évaluer les politiques publiques (voir la Figure 6 p. 26).

L'ambition du centre E4C est d'atteindre le plus haut niveau d'excellence par une approche interdisciplinaire impliquant différents domaines allant des sciences économiques et sociales, aux sciences des matériaux et de l'ingénierie, des mathématiques appliquées, de la finance et de l'informatique à la géophysique. Le centre E4C vise à permettre aux étudiants et chercheurs de relever les défis des politiques publiques de l'énergie et de la finance durable, en proposant une analyse systémique des obstacles à l'atténuation du changement climatique et à la transition énergétique. Pour cela, E4C développe des plateformes instrumentales,

des modèles pour la prospective énergétique et la prévision, ou encore un centre de données. Former la future génération d'acteurs de l'énergie est également une priorité pour E4C. Il propose ainsi des masters, des Ph.D. tracks sur cinq ans, un parcours entrepreneuriat pour les étudiants souhaitant créer une start-up ainsi qu'un challenge international étudiant.

Parmi les innovations pédagogiques qu'il a développées, E4C propose une plateforme pédagogique mutualisée, la Medialib, constituant un véritable laboratoire vivant de transmission du savoir en favorisant l'enrichissement itératif de la production de contenus pédagogiques⁵. De même, chaque année, E4C organise un défi pour permettre aux étudiants de contribuer à la résolution de problèmes cruciaux dans la lutte contre le changement climatique et la finance verte⁶.

Perspectives et défis à venir

Dans le domaine de la finance verte et durable, plusieurs questions cruciales méritent l'attention dans les années à venir, auxquelles ces initiatives de recherche et centres interdisciplinaires devront s'atteler pour permettre un passage à l'échelle.

La mesure d'impact. Il est essentiel de développer des mesures et des méthodologies solides pour mesurer avec précision l'impact environnemental et social des investissements, non seulement sur les émissions de carbone, mais aussi sur des paramètres de durabilité plus larges tels que la préservation de la biodiversité, l'équité ou la justice sociale (transition juste), et la résilience au changement climatique. Or, face à la démarche de mesure d'impact, le mouvement de la finance verte et durable se heurte à plusieurs difficultés : la production et la communication de l'information manquent de maturité (disponibilité, qualité et normalisation) par rapport à l'information financière. D'autre part, les fonds doivent réussir à comparer et agréger des indicateurs nombreux et variés (qualitatifs,

⁴ Source : <https://www.e4c.ip-paris.fr/#/fr/>

⁵ Voir <https://www.e4c.ip-paris.fr/#/fr/education/medialib>

⁶ Voir <https://www.e4c.ip-paris.fr/#/fr/education/challenge>

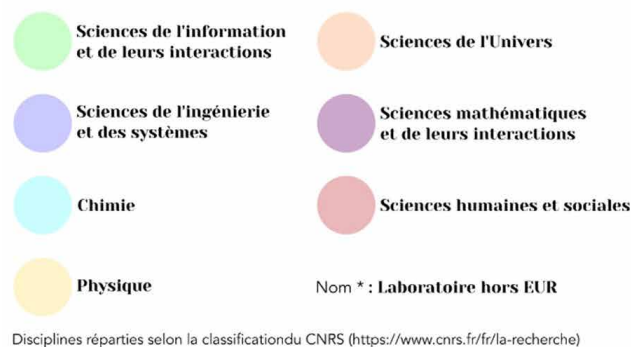


Figure 5 : Laboratoires et disciplines scientifiques du Centre E4C de l'Institut Polytechnique de Paris (Source : <https://www.e4c.ip-paris.fr/#/fr/about/laboratories>).



Figure 6 : Les actions de recherche du centre E4C (Source : <https://www.e4c.ip-paris.fr/#/fr/research/introduction>).

quantitatifs, enjeux sociaux et environnementaux), afin de prendre des décisions d'investissement et de rendre compte de l'impact du fonds à partir de mesures réalisées au niveau des entreprises (Arjaliès *et al.*, 2024).

L'évaluation et la gestion des risques. Comprendre et gérer les risques financiers associés au changement climatique est un enjeu crucial pour la finance verte et durable. Cela implique d'évaluer les risques physiques (par exemple, les phénomènes météorologiques extrêmes, l'élévation du niveau de la mer) ainsi que les risques de transition (par exemple, les changements de politique, les changements technologiques ou les changements de préférence des consommateurs) et de les intégrer dans les processus de prise de décision en matière d'investissements.

L'innovation dans les produits financiers. Il faut également évaluer rigoureusement l'innovation dans les produits et instruments financiers qui favorisent la durabilité et la résilience, que ce soit les obligations vertes, les prêts liés à la durabilité, ou les produits d'assurance verts par exemple. Le développement des labels de finance verte et durable représente une avancée importante dans ce domaine, mais leur multiplicité peut aussi représenter un risque de manque de lisibilité et de confusion pour les investisseurs (Crifo *et al.*, 2020).

Les cadres réglementaires. Le renforcement des cadres réglementaires de finance verte et durable est essentiel pour garantir la transparence et la responsabilité des rapports extra-financiers. De ce point de vue, la directive européenne CSRD sur la divulgation d'informations visant à aligner les flux financiers sur les objectifs climatiques et de développement durable représente une avancée significative dans la promotion des pratiques commerciales durables, mais elle est également confrontée à des défis importants. L'élargissement du champ d'application des rapports accroît notamment la complexité des exigences et représente un véritable challenge pour la collecte de données, la normalisation et l'établissement de rapports.

Conclusion

Les chaires de finance verte et durable sont à l'avant-garde de la transformation de la recherche et l'enseignement, permettant aux étudiants, chercheurs et professionnels d'acquérir ou renforcer leurs connaissances et compétences et l'état d'esprit nécessaires pour relever les défis urgents en matière de durabilité. En favorisant une collaboration interdisciplinaire, en offrant des possibilités d'apprentissage par la pratique, en impliquant les enseignants-chercheurs et les professionnels dans des projets appliqués, en menant des recherches de pointe et en contribuant à l'évaluation des politiques

de finance verte et durable, ces chaires catalysent un changement de paradigme dans l'enseignement supérieur et la recherche en faveur d'une finance axée sur le développement durable. Alors que nous évoluons dans un monde de plus en plus complexe et interconnecté, on ne saurait trop insister sur le rôle de ces chaires dans la formation des futurs dirigeants engagés dans la construction d'un système financier plus résilient et plus inclusif.

Références

- ARJALIÈS D.-L., BOUCHET V., CRIFO P. & MOTTIS N. (2024), « La mesure d'impact et l'Investissement Socialement Responsable (ISR) : Un tour d'horizon », in TCHOTOURIAN E., BRES L. & GEELHAND DE MERXEM L. (éd.), *Zone frontières et entreprise socialement responsable – Perspective multiple : droit, administration et éthique*, Éditions Thomson Reuters and Yvon Blais, à paraître, <https://ssrn.com/abstract=3733755>
- CRIFO P., DURAND R. & GOND J.-P. (2020), « Le rôle des labels dans la finance verte : construction et régulation d'un marché des labels en France », *Revue d'Économie Financière*, 138 (2020-2), pp. 209-223.
- KPMG (2022), "Big shifts, small steps", Survey of sustainability reporting 2022.
- PRI (2023), PRI 2022-2023 Annual Report, <https://www.unpri.org/annual-report-2023>
- E4C (2023), Présentation du centre interdisciplinaire Energy4Climate, <https://www.e4c.ip-paris.fr/#/fr/about/presentation/>
- FDIR (2023), Présentation de l'initiative de recherche FDIR, <https://www.tse-fr.eu/fr/fdir>

Quel Droit pour la finance durable ?

Par François-Guy TRÉBULLE

Doyen honoraire de l'École de Droit de la Sorbonne, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne

L'accompagnement juridique de la finance durable passe par des textes spécifiques, désormais principalement d'origine européenne, mais, au-delà, implique que l'ensemble du Droit applicable aux entreprises intègre pleinement les facteurs de durabilité.

Le Droit applicable aux questions de durabilité ne peut pas se réduire à un code ou à une discipline dans la mesure où leur prise en compte conduit à un renouvellement très radical du rapport au financement des entreprises, et, au-delà, aux entreprises elles-mêmes. Là où pendant très longtemps l'approche comptable et financière était regardée comme suffisante pour révéler la valeur de l'entreprise, la prise en compte des questions de durabilité impose désormais un renouvellement marqué. En ce sens, la finance durable est dans une forme de rupture par rapport à la finance « classique » dans la mesure où elle repose sur des dimensions auparavant sous-estimées lorsqu'elles n'étaient pas ignorées. Il s'agit d'une reconnexion de l'approche financière avec les déterminants de la valeur des entreprises entendue dans une perspective concrète et de long terme.

La question « Quel Droit pour la finance durable ? » appelle plusieurs lectures. Après son accueil dans le « droit souple », promu notamment par l'OCDE ou l'Initiative Financière du Programme des Nations unies pour l'Environnement, ou émanant des régulateurs et autorités sectorielles, le Droit accueille désormais pleinement la finance durable. Vu d'ici, la réponse est certainement, au premier chef, le Droit de l'Union européenne, tant a été puissante l'action de l'Union en la matière. Si le Droit français a pu, à d'assez nombreuses reprises, être aux avant-postes de la durabilité, qu'il s'agisse de la publication d'informations par les sociétés les plus importantes¹ ou de la vigilance², c'est incontestablement le Droit de l'Union, qui prévaut et ceci pour des raisons évidentes liées aux contraintes du marché européen. Cette observation est d'autant plus importante que les débats juridiques très vifs qui agitent les États-Unis à propos de la prise en compte des enjeux liés à la finance durable doivent être placés en contemplation d'une approche radicalement différente en Droit européen.

L'un des traits déterminants, que l'on retrouve dans la plupart des textes juridiques relatifs à la finance durable, est la volonté de réinsérer la finance dans

une perspective extrêmement ancrée dans les conséquences, l'impact, des activités financées. Cette approche devra être articulée avec le principe de neutralité ou de non-immixtion, selon lequel le fournisseur de crédits n'est en rien comptable de ce qui est fait avec les fonds mis à disposition d'une entreprise. Ce principe déjà en recul sous l'influence de politiques volontaristes liées notamment à la lutte contre la fraude et la corruption est difficile à articuler avec des approches dans lesquelles l'empreinte du secteur financier en matière de durabilité devient une préoccupation importante.

L'évolution est assumée dans le Plan d'action européen de 2018³ : il s'agit bien de « modifier radicalement le mode de fonctionnement du système financier », pour lui faire jouer un rôle dans la réaction qu'il convient d'avoir par rapport notamment « aux conséquences catastrophiques et imprévisibles de plus en plus nombreuses du changement climatique et de l'épuisement des ressources ». Au-delà de la question climatique qui a certainement eu un effet d'accélération du processus, l'exigence d'une « économie plus verte et plus durable » est fondamentalement liée à la reconnexion du système financier avec les activités financées, et plus encore avec leurs conséquences. Il s'agit, d'un certain point de vue, de rompre avec une matrice auto centrée qui appréciait les performances de son seul point de vue, dans des termes de rentabilité financière, pour se placer dans une autre matrice qui cherche à intégrer l'ensemble des performances entendues en termes financiers (qui ne sont pas répudiés) mais complétées par d'autres dimensions, relatives au climat, à la biodiversité, aux droits de l'Homme, à l'intégrité du marché, etc. Le plan d'action de 2018 évoque « la contribution du système financier à la croissance durable et inclusive en finançant les besoins à long terme de la société » et le renforcement de la stabilité financière « en intégrant les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (facteurs ESG) dans la prise de décisions en matière d'investissement ». À vrai dire avoir une approche mêlant finance et objectifs concrets n'est pas en soi révolutionnaire. Il est plus nouveau que l'ensemble du système financier soit (ré)orienté

¹ L. 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques.

² L. 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre.

³ Communication de la Commission, « Plan d'action : financer la croissance durable », 8 mars 2018, COM(2018)97 final qui annonçait déjà une réorientation des flux de capitaux vers une économie plus durable.

vers un objectif de durabilité. Rompant avec une approche qui a montré ses potentialités destructrices, l'objectif poursuivi est de mettre en place un « processus consistant à tenir dûment compte des considérations environnementales et sociales dans la prise de décisions d'investissement », et donc inéluctablement à réorienter les investissements vers des activités s'inscrivant dans la temporalité et les objectifs de la durabilité.

On voit bien la dynamique de reconnexion évoquée puisque les effets concrets de l'activité financée, en termes de climat, de biodiversité, de relations professionnelles, de liens avec les parties prenantes, de droits de l'Homme... devront être envisagés (donc nécessairement mesurés sur des bases fiables), ainsi que la gouvernance des entreprises financées dont il est établi qu'elle est indissociable des objectifs poursuivis. Il s'agit de dépasser l'approche qui a prévalu si longtemps, reposant sur une prise en compte focalisée sur la seule appréciation comptable rendue possible par la conversion monétaire d'éléments divers. Le recours à l'évaluation et la fongibilité de la monnaie ont présenté bien des atouts, mais ont conduit à l'occultation d'enjeux non réductibles à une approche exclusivement comptable. L'originalité de la finance durable est qu'elle implique une évolution sans rupture : il ne s'agit pas de supprimer ou de remplacer l'approche comptable mais bien de la compléter par ces éléments que l'on a un temps qualifié d'extra-financiers, et dont la prise en compte enrichit d'une nouvelle dimension l'appréhension des activités. Le Droit applicable à la finance durable va impliquer à la fois la traduction d'exigences directes et leur dépassement bien au-delà du cadre initial de son déploiement.

Des exigences juridiques spécifiques

Si l'objectif est de reconnecter la finance et les enjeux de durabilité, cela suppose de construire les conditions d'appréciation de cette durabilité. Il convient donc qu'à l'image des exigences du Droit comptable, les diverses dimensions de la durabilité puissent répondre à des principes identifiés, faire l'objet de contrôles par des tiers pour garantir la fiabilité d'éléments qui deviennent déterminants.

Dans la compréhension du saisissement par le Droit des enjeux de la finance durable, une clef est fournie par le règlement 2019/2088 du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, qui pose trois définitions essentielles : les « facteurs de durabilité » sont entendus comme « des questions environnementales, sociales et de personnel, le respect des droits de l'Homme et la lutte contre la corruption et les actes de corruption »⁴.

⁴ On retrouve là les thèmes centraux de la responsabilité sociale des entreprises qui « couvre au moins les droits de l'Homme, les pratiques en matière de travail et d'emploi, les questions environnementales, et la lutte contre la fraude et la corruption » V. la Communication de la Commission du 25 octobre 2011, Responsabilité sociale des entreprises : une nouvelle stratégie de l'UE pour la période 2011-2014 : COM(2011)681 final point 3.3.

La notion de « risque en matière de durabilité » recouvre « un événement ou une situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui, s'il survient, pourrait avoir une incidence négative importante, réelle ou potentielle, sur la valeur de l'investissement ». On soulignera la consécration de la prise en compte des facteurs ESG qu'implique cette formule et la focalisation sur les incidences les plus grandes – le qualificatif « importante » étant assumé –, envisagées dans une dimension d'anticipation – la prise en compte des incidences « potentielles » supposant que l'on n'attende pas qu'elles se soient réalisées pour agir.

La troisième définition à rappeler est celle de « l'investissement durable », dont on comprend qu'il est indissociable de la finance durable. Il est présenté comme un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif environnemental⁵, un objectif social⁶ ou un investissement dans le capital humain ou des communautés économiquement ou socialement défavorisées, « pour autant que ces investissements ne causent de préjudice important à aucun de ces objectifs et que les sociétés dans lesquels les investissements sont réalisés appliquent des pratiques de bonne gouvernance, en particulier en ce qui concerne des structures de gestion saines, les relations avec le personnel, la rémunération du personnel compétent et le respect des obligations fiscales ». Ici, ce qui apparaît déterminant est bien de mesurer l'effet positif sur les facteurs de durabilité de l'investissement réalisé. Le règlement se situait dans une claire dynamique de Droit financier. C'est également le cas du règlement « Taxonomie » du 18 juin 2020⁷, qui lui aussi est tout entier à placer dans la dynamique du Droit de l'investissement. Il vise d'ailleurs, notamment, à permettre d'apprécier le « degré de durabilité environnementale d'un investissement »⁸. On voit que le complément « durable » est désormais très explicitement consacré à côté des éléments plus traditionnels pris en compte par le Droit financier.

Avec la directive CSRD sur « la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises »⁹ c'est le Droit des sociétés qui accueille de manière plus large la durabilité. Il s'agit, pour les entreprises qui y sont soumises, d'imposer la publication d'informations « qui permettent de comprendre les incidences de l'entreprise sur les questions de durabilité, ainsi

⁵ Mesuré par exemple au moyen d'indicateurs clés en matière d'utilisation efficace des ressources concernant l'utilisation d'énergie, d'énergies renouvelables, de matières premières, d'eau et de terres, en matière de production de déchets et d'émissions de gaz à effet de serre ou en matière d'effets sur la biodiversité et l'économie circulaire.

⁶ En particulier, un investissement qui contribue à la lutte contre les inégalités ou qui favorise la cohésion sociale, l'intégration sociale et les relations de travail.

⁷ Règlement 2020/852 du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables.

⁸ Une activité économique étant considérée comme durable sur le plan environnemental si cette activité économique contribue substantiellement à un ou plusieurs des objectifs environnementaux ; ne cause pas de préjudice important ; et est exercée dans le respect des garanties minimales prévues.

⁹ Directive (UE) 2022/2464 du 14 décembre 2022.

que les informations qui permettent de comprendre la manière dont les questions de durabilité influent sur l'évolution des affaires, les résultats et la situation de l'entreprise ». Ces informations doivent être corrélées au modèle commercial et à la stratégie de l'entreprise, et reposent notamment sur une présentation dynamique. Celle-ci est assumée également à l'échelle des groupes. On retrouve en Droit interne l'ensemble des exigences européennes depuis l'adoption de l'ordonnance n°2023-1142 du 6 décembre 2023 relative à la publication et à la certification d'informations en matière de durabilité et aux obligations environnementales, sociales et de gouvernement d'entreprise des sociétés commerciales.

Au-delà des exigences spécifiques

Si l'évolution récente, particulièrement du Droit de l'Union européenne, conduit à imposer aux sociétés les plus importantes des contraintes explicites en matière de publication d'informations relatives à la durabilité par les entreprises, il y a un double mouvement d'expansion de ces informations qui doit être évoqué.

D'une part, les entreprises soumises à l'obligation de publication doivent au moins en partie répercuter les obligations qui pèsent sur elles dans leur chaîne de valeur. Il serait faux de considérer que la prise en compte des questions de durabilité s'arrête à la porte des grandes entreprises. En réalité, celles-ci apparaissent comme les agrégateurs d'évolutions qui concernent l'ensemble de l'économie.

Le dépassement des frontières géographiques a été souligné par le Conseil constitutionnel, qui a admis que le législateur est fondé à tenir compte des effets que les activités exercées en France peuvent porter à l'environnement à l'étranger. Ainsi que le commentaire de la décision du 31 janvier 2020 l'a relevé, l'objectif de protection de l'environnement « revêt une portée universelle dont s'infère la possibilité pour le législateur de promouvoir cette protection partout sur la planète »¹⁰. On peut croire que les droits de l'Homme ou la santé soient universels. Le dépassement concerne aussi les frontières entre les différentes organisations concernées : le renouvellement paradigmatique de la durabilité impose une modification très grande du rapport aux facteurs pertinents. Ce mouvement n'est possible que grâce à l'apparition d'outils technologiques permettant de le faire. Ils sont désormais disponibles. Les entreprises vont devoir organiser la collecte et la remontée des informations qu'elles doivent dispenser. C'est dès à présent le Droit commun des contrats qui doit traduire ces exigences : par les contrats qui les lient à leurs fournisseurs et prestataires, les entreprises obligées en matière de durabilité vont être conduites à faire de celle-ci une dimension explicitement intégrée à leurs exigences contractuelles. Il y a là une manifestation de l'universalité du phénomène : l'évolution n'a de sens que dans la mesure où elle concerne toutes les activités et tous les impacts, directs ou indirects, de l'entité

concernée. Il n'est pas possible de prétendre respecter les droits humains ou l'environnement ici mais de s'approvisionner auprès d'entreprises qui n'en ont cure. Il n'y a pas d'alternative à considérer que la durabilité est devenue une composante pleine et entière du produit ou de la prestation, et doit donc faire l'objet d'exigences et de contrôles. C'est ainsi, pour prendre un exemple très trivial, que le caractère décarboné de l'électricité en France peut être un élément d'attractivité pour des entreprises qui doivent établir leur bilan carbone. À l'inverse, le travail forcé dans une chaîne d'approvisionnement présente des risques importants et pas uniquement d'image pour les entreprises concernées.

Par le biais des informations dues, en matière financière comme en Droit des sociétés, le rayonnement de la durabilité va progressivement atteindre l'ensemble des activités, quelles que soient la taille et la localisation des acteurs concernés. Déjà, les clauses contractuelles et conditions générales d'achat se font les relais de ces exigences, et les premières décisions consacrant leur efficacité ont été rendues. *A contrario*, la possibilité que des marchés, privés ou publics, soient fermés aux acteurs qui ne relèveraient pas le défi d'un authentique passage à des démarches effectives en matière de durabilité pourra être un moteur puissant pour faire évoluer les comportements. Il est notable que la préoccupation des risques en matière de durabilité ne concernera pas que l'amont mais aussi l'aval des chaînes de valeur. Il y a là une forme d'extension d'approche par le cycle de vie, qui conduit à replacer toute activité dans son contexte global, invitant à s'interroger sur ce qui le constitue comme sur ce à quoi il concourt. Ici, on retrouvera des exemples saisissants avec la question de la prise en compte des émissions de scope 3 en matière de gaz à effet de serre, ou encore des conséquences de l'usage de ses biens ou produits. La responsabilité de l'entreprise qui a vendu un bien ou rendu un service ne peut être confondue avec celle de l'utilisateur, final ou intermédiaire, mais elle existe cependant, et chacun peut être conduit à rendre des comptes de la manière dont il prend en compte cette dimension « aval ». C'est l'un des enjeux de la détermination de ce qu'est la conduite responsable attendue des entreprises.

D'autre part, la pertinence des informations en matière de durabilité conduit à attendre leur prise en compte bien au-delà du seul cercle des entreprises explicitement identifiées par les textes emblématiques ne visant que les plus importantes. Le Droit applicable à la finance durable formalise des exigences en matière de durabilité tant des acteurs de la finance que des plus grandes entreprises, et cela se retrouve dans les textes européens récents, notamment les dernières directives CSRD et CSDDD sur la diligence attendue dont le processus d'adoption est en cours de finalisation. Il ne faut pas se méprendre. Ces textes ne sont que la formalisation adaptée aux acteurs les plus importants d'obligations qui relèvent du Droit commun. Il n'est pas possible de se désintéresser des conséquences de son activité, il n'est pas légitime d'être négligent parce que l'on n'aurait pas une certaine taille... outre les exigences « par ricochet », nées des contraintes pesant sur les plus grandes, toutes les entreprises

¹⁰ V. Commentaire Décision n°2019-823 QPC du 31 janvier 2020, Union des industries de la protection des plantes.

doivent désormais, même si c'est sans exigence de formalisation particulière, intégrer dans leur préoccupation les facteurs et les risques liés à la durabilité.

C'est d'ailleurs bien en ce sens qu'il faut lire l'article 1833 du Code civil, réécrit par la loi PACTE de 2019¹¹, et qui dispose que « la société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité ». C'est également le sens de la jurisprudence constitutionnelle qui

¹¹ Loi n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

répète avec constance qu'il résulte des articles 1 et 2 de la Charte de l'environnement « que chacun est tenu à une obligation de vigilance à l'égard des atteintes à l'environnement qui pourraient résulter de son activité ». Formalisée dans certains cas, l'exigence de prise en compte de la durabilité rayonne désormais sur toutes les activités et tous les acteurs économiques, et ceci dans l'ensemble des champs juridiques.

À la question « Quel Droit pour la finance durable ? », la réponse doit certainement être le Droit, tout le Droit, international, européen et interne, spécial et commun, car sans le Droit, la durabilité restera un mot vain.

Un principe de proportionnalité pour en finir avec des normes de durabilité hors normes

Par Alexandre MONTAY

Délégué général du METI

Depuis la création de la catégorie ETI en 2008, la France calibre davantage la politique économique à son tissu d'entreprises dans ses différentes composantes (TPE, PME, ETI, GE). La progression du nombre d'ETI depuis seize ans en atteste. La prise en compte de l'entièreté du tissu productif n'a pas encore pénétré les institutions européennes. Le puissant flux normatif européen lié au "Green Deal", faute de détourner la catégorie ETI ou *mid-caps*, risque de dégrader leur compétitivité et par effet d'éviction de les mettre sur le bord du chemin de financements et de marchés porteurs. L'impératif de proportionnalité doit s'imposer aux normes de durabilité.

Les ETI, une innovation française qui permet de mieux calibrer la politique économique

En créant la catégorie statistique ETI en 2008¹, la France a été le premier pays européen à donner corps à une réalité du tissu économique qui échappait jusqu'ici à la conception de la politique économique.

Depuis seize ans, la puissance publique, et les dirigeants politiques ont progressivement pris conscience qu'entre les PME et les grandes entreprises, la France était dotée d'un actif stratégique qu'elle avait jusqu'ici, non seulement copieusement ignoré, mais qu'à force de mesures économiques inadaptées, elle avait contribué à fragiliser, accentuant la désindustrialisation et ses nombreuses conséquences : sur la balance commerciale (déclassement de nos parts de marchés à l'international), perte de chaînes économiques et de valeurs entières, mais aussi et surtout sur la cohésion sociale et territoriale de nos villes moyennes et de nos zones rurales, dont les ETI « grandes entreprises du coin » sont les premières parties prenantes et alliées.

Concomitamment à la création de la catégorie ETI débute le lent réveil de l'industrie dans le débat public économique. Ce réveil tardif mais engagé depuis seize ans s'est fait à coup de crises successives, crise financière, « gilets jaunes », pandémie de la Covid-19, crise de l'énergie ; il a contribué à remettre dans le radar les ETI, « nos champions cachés » et leur puissante contribution à l'économie du pays : 3,5 millions d'emplois, près de 40 % de l'industrie

manufacturière, 125 000 sites sur le territoire national, (34 % des exportations).

Des politiques publiques mieux calibrées et prenant davantage en compte leurs spécificités (dans les domaines fiscaux et sociaux) ont par ailleurs contribué à densifier le nombre d'ETI françaises, passé de 4 700 ETI en 2008 à 6 200 aujourd'hui. Beaucoup reste à faire cependant, notamment dans le champ normatif. Pour les seules ETI françaises, le coût total des normes a été évalué à 28 Mds€ par an², soit l'équivalent de 2,6 % du chiffre d'affaires total de la catégorie.

La proportionnalité de la norme aux ETI, la grande absente du "Green Deal" et du flot normatif lié aux enjeux de durabilité

Ce bon réflexe, encore à parfaire dans notre pays, n'a pas encore pénétré les institutions européennes. Une entreprise de 51 M€ de chiffre d'affaires est aujourd'hui considérée par l'Union européenne comme une grande entreprise, l'équivalent de Total, de CMA-CGM, de Volkswagen ou encore Thyssen, alors même que leurs ressources financières et humaines sont sans commune mesure.

Sans commune mesure pour absorber les chocs normatifs, conçus sans proportionnalité puisque ni la Commission européenne, ni le Parlement ne distinguent ni n'identifient, à ce stade, les ETI ou *mid-caps*, qu'ils considèrent *de facto* comme appartenant à la catégorie des grandes entreprises.

¹ <https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c2034#>

² Cascade normative des ETI, METI / Mawenzi, juin 2023.

CSRD, un exemple emblématique

Dans le cadre des très nombreux textes associés au Green Deal et aux enjeux de durabilité, la directive sur le *reporting* extra-financier CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) constitue un exemple emblématique.

Alors qu'elle entre en vigueur cette année pour les ETI auparavant concernées par la NFRD et l'année prochaine pour toutes les autres ETI, elle promet d'alourdir significativement le coût des normes pour cette catégorie d'entreprises et, plus largement, d'accroître l'impact de la complexité sur leur développement.

S'agissant du coût

L'étude d'impact publiée par la Commission européenne l'évaluait à 3,6 Mds€, auxquels s'ajouteraient 1,2 Md€ de surcoûts ponctuels. Impact, engagé avant les travaux sur les jeux d'indicateurs ESRS menés par l'EFRAG, qui a été très largement sous-estimé. Le METI (Mouvement des entreprises de taille intermédiaire) a interrogé un panel d'ETI des secteurs de l'industrie, de la distribution et de la logistique. Le coût initial par ETI représente une enveloppe moyenne de 800 000 € sur deux ans. Pondéré suivant la répartition sectorielle des ETI, il atteint 4 Mds€ pour les 6 200 ETI françaises sur les deux premières années de mise en œuvre. Nous parlons ici de 12,5 % du volume d'investissements de la catégorie en 2023 et près de 13 % du volume d'investissement annuel moyen sur les cinq dernières années. Ce coût initial comprend : les coûts de prestations externes (notamment : réalisation de la matrice de double matérialité) ; les ETP mobilisés en interne ; les coûts d'adaptation / d'acquisition IT (par exemple : nouveau logiciel EPM - Enterprise Performance Management).

S'agissant de la complexité

Les ETI interrogées soulignent la difficulté à définir précisément les indicateurs et les procédures de collecte des données associées, aussi en raison d'incertitudes, voire de lacunes quant à la fiabilité des technologies disponibles.

L'adaptation des systèmes d'information et l'acquisition de nouveaux logiciels sont jugées particulièrement problématiques

L'investissement est important, or le retour sur investissement (ROI) est d'autant plus incertain que les nouveaux outils peuvent rapidement s'avérer caducs.

S'ajoute enfin le flou persistant du cadre normatif

À titre d'exemple, pour la phase de contrôle, les normes d'assurance limitée seront, dans un premier temps, définies par les États-membres, avant que la Commission européenne n'en adopte avant le 1^{er} octobre 2026, lesquelles devraient ensuite devenir des normes d'assurance raisonnable avant le 1^{er} octobre 2028. Ce flottement ne manquera pas de

générer coûts et complexité supplémentaires pour les entreprises, sans compter le risque juridique associé.

Au regard du choc de complexité que laisse entrevoir l'arsenal législatif et réglementaire lié au Green Deal, le METI, comme d'autres organisations à l'échelle européenne, appelle la nouvelle Commission européenne à revoir sa copie en se fondant sur un principe maître : la proportionnalité à la taille des entreprises.

Cette position commence à être progressivement entendue puisque la Commission travaille, dans le cadre de son "*relief package*", et, à l'initiative de la France et de l'Allemagne, à la création d'une catégorie "*small mid-caps*" (250 à 500 salariés). Une première étape encourageante vers la proportionnalité.

Conclusion

La décarbonation de 11 000 ETI et PME de croissance françaises, largement engagée, nécessitera 25 Mds€ de Capex additionnels par an jusqu'à 2030 selon la deuxième édition de l'Observatoire INBONIS-METI publiée en avril 2023.

Face à ce colossal mur d'investissements, il importe de ne pas diverger les Capex et Opex des ETI dans des exercices de conformité disproportionnés, aussi fastidieux que coûteux.

Il importe également de bien mesurer les effets de bord d'une réglementation qui viendrait à exclure des marchés publics et privés européens ou internationaux des circuits de financement ou assurantiels, des entreprises saines, dynamiques et en croissance, qui ne parviendraient pas à cocher, sur un plan strictement formel, les innombrables cases et indicateurs de durabilité qui n'ont pas été conçus pour et avec elles.

Information de durabilité : le second pilier de l'information normée des entreprises

Par Patrick de CAMBOURG

Président du EFRAG Sustainability Reporting Board (EFRAG SRB)

Il y a nécessité croissante d'un second pilier d'information normée des entreprises, centré sur la durabilité. Si les données financières ont atteint une certaine maturité, leurs limites sont évidentes, notamment leur caractère rétrospectif et leur focalisation sur des aspects tangibles. L'essor de l'information de durabilité vise à combler ces lacunes en intégrant les impacts ESG. Cependant, les défis sont nombreux : données peu fiables, manque de comparabilité, et fragmentation des demandes. La réponse de l'UE, avec la Corporate Sustainability Reporting Directive, est ambitieuse. Elle impose un *reporting* obligatoire pour les grandes entreprises et PME cotées, couvrant l'ensemble des enjeux de durabilité et introduisant un régime d'audit. Les normes ESRS, adoptées par l'UE, visent à harmoniser les pratiques et à garantir une cohérence mondiale. Pourtant, l'inclusion des PME est essentielle, d'où la proposition de normes simplifiées. Cette transition vers une information durable est cruciale pour guider les décisions futures, nécessitant un effort concerté à la fois au niveau européen et mondial.

L'information financière fournie par les entreprises a fait des progrès considérables au cours des dernières décennies, elle a atteint un bon niveau de maturité et de qualité générale et est aujourd'hui stabilisée. Chacun connaît ses qualités, mais perçoit aussi les limites qui résultent des concepts sous-jacents : caractère rétrospectif, biais potentiel court-termiste, périmètre borné par une vision stricte du contrôle, « myopie » sur l'immatériel créé par l'entreprise ou sur les risques et opportunités qui ne se traduisent pas par des obligations en termes de *cash-flow*. Autant de limites qui révèlent un écart très important entre les valeurs comptables et les valeurs réelles observées des entreprises, écart qu'aucune approche comptable en juste valeur ne saurait combler ! Autant de limites qui conduisent les utilisateurs, les entreprises elles-mêmes et les autorités publiques à s'interroger sur l'opportunité de créer un second pilier de l'information normée des entreprises ! De ce constat découle l'émergence récente et spectaculaire de l'information de durabilité, souvent définie par son ambition de couvrir les impacts, risques et opportunités des entreprises en matière environnementale, sociale et de gouvernance (ESG). La période actuelle est caractérisée par un basculement de ces questions de l'univers des initiatives privées et de l'auto-régulation vers la sphère des politiques publiques. Il est important de s'attacher à comprendre le pourquoi et le comment de ce basculement.

Qualité des données ESG et de l'information de durabilité : un défi à relever, une problématique politique et technique

Les enjeux mondiaux liés au changement climatique et au développement durable ont mis en avant la nécessité d'une économie plus durable. Les objectifs de l'Accord de Paris et les objectifs de développement durable (ODD) ont suscité une prise de conscience large et une sensibilisation réelle des décideurs politiques. En découle une mobilisation croissante des initiatives en vue d'une transformation profonde des économies mondiales. En revanche, le manque de données fiables et comparables sur les questions de développement durable ainsi que d'indicateurs relatifs à la performance des entreprises constitue un obstacle majeur. En effet, il n'existe ni politique publique ni stratégie d'entreprise ni démarche de financement sérieuse qui puisse être décidée et mise en œuvre sans données de base de qualité. Une étude récente de l'OCDE¹ a souligné les différences dans les approches de durabilité, les incohérences des données, le manque de comparabilité des critères ESG et des méthodes de notation, ainsi que l'incertitude quant à l'impact de l'intégration ESG sur l'allocation d'actifs, entravant ainsi l'efficacité des

¹ ESG Investing and Climate Transition, Market Practices, Issues and Policy Considerations OECD, 2021.

démarches et de l'investissement ESG à l'échelle mondiale.

En 2021, ces défis ont été clairement identifiés par la Commission européenne² :

- Manque de données ESG comparables et de qualité : les entreprises omettent souvent des informations jugées importantes par les investisseurs et autres parties prenantes, rendant les données publiées difficiles à comparer d'une entreprise à l'autre. Les utilisateurs de ces informations peuvent être dépourvus de base solide, ou incertains quant à la qualité des données disponibles.
- Difficultés liées à l'absence de coordination des demandes de données ESG : les structures de rapports de durabilité non coordonnées entraînent de multiples demandes de données conduisant à une fragmentation, une faible comparabilité et des coûts administratifs élevés.
- Fiabilité des données : le manque de normalisation et la diversité des approches et méthodologies, même au sein d'une même juridiction, posent des problèmes de comparabilité, et suscitent des doutes quant à la qualité et la vérifiabilité des informations communiquées.

Dès l'instant qu'il existe une volonté politique de créer un environnement de données ESG de qualité, les décideurs politiques et les organismes de normalisation ou de régulation sont confrontés à d'importantes questions méthodologiques qui permettent de dessiner le cadre envisagé :

- Champ d'application des rapports : faut-il se concentrer uniquement sur les sociétés cotées en bourse ou inclure un groupe plus large d'entreprises, y compris le cas échéant les petites et moyennes entreprises ?
- Éventail des sujets de durabilité à couvrir : les régimes d'information doivent-ils s'attacher à couvrir les questions climatiques seulement compte tenu de l'urgence ou celles relatives à l'environnement au sens large, et, également, celles relatives au social et à la gouvernance ?
- Principe de matérialité : comment tenir compte à la fois de la matérialité financière (les risques et opportunités pour l'entreprise) et de la matérialité d'impact (les incidences de l'entreprise sur l'environnement et les personnes), et qui sont les principaux destinataires des informations (actionnaires et prêteurs ou toutes les parties prenantes de l'entreprise) ?
- Existence ou non d'un corpus normatif de référence et aspect obligatoire ou volontaire des différentes informations à fournir ?

² Résumé exécutif de l'analyse d'impact du document de travail des services de la Commission européenne accompagnant la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2013/34/UE, la directive 2004/109/CE, la directive 2006/43/CE et le règlement (UE) n°537/2014, en ce qui concerne la publication d'informations sur le développement durable par les entreprises.

- Audit obligatoire ou non, et rapport ESG « papier » ou numérique : quelles sont les meilleures approches pour garantir la qualité et l'accessibilité des informations fournies ?

Les réponses apportées à ces questions méthodologiques sont déterminantes pour fixer le niveau d'ambition des régimes légaux et réglementaires envisagés. Elles peuvent prendre différentes formes en fonction de la direction que chaque juridiction entend prendre, à raison de son niveau d'adhésion à l'objectif de qualité, de sa culture juridique et entrepreneuriale et des circonstances politiques du moment. Ceci a une conséquence directe sur la capacité à favoriser la cohérence internationale, susceptible par ailleurs d'être inspirée par des initiatives telles que celles développées par l'IFRS Foundation et la Global Reporting Initiative (GRI).

Dans ce contexte, une fois les choix structurels faits, la normalisation des cadres et normes de *reporting* présente un potentiel considérable de changement de paradigme en termes de qualité. Une approche normalisée permet également de rationaliser « l'offre et la demande » de données ESG, ce qui réduit les coûts tant pour les préparateurs que pour les utilisateurs.

Union européenne : une réponse à la mesure des enjeux

Pour répondre aux enjeux, l'Union européenne fait le choix de réviser son cadre législatif et de se doter d'un cadre normatif solide. Elle s'efforce ainsi de combiner des objectifs politiques ambitieux en matière de développement durable avec les défis liés au manque de données fiables en provenance des entreprises, en instaurant un nouveau régime de *reporting* de durabilité. Ces dernières années, l'Union européenne s'est en effet fixé des objectifs ambitieux en matière de développement durable, notamment avec le "Green Deal" européen, la nouvelle loi sur le climat et le dispositif de finance durable, afin en particulier d'orienter les flux de capitaux vers les investissements massifs nécessaires. Pour soutenir ces objectifs, et apporter une solution à la question cruciale des données, le Parlement et le Conseil européens ont appelé à de nouvelles actions en matière d'information de durabilité, soulignant l'importance de disposer d'informations fiables, comparables et pertinentes pour approfondir l'union des marchés de capitaux.

En réponse à cet appel, sur proposition de la Commission européenne, la directive sur l'information de durabilité des entreprises (Corporate Sustainability Reporting Directive-*CSRD*) a été adoptée en juin 2022 par les co-législateurs. Cette législation introduit un régime obligatoire d'information de durabilité pour les grandes entreprises au sens de la réglementation européenne (250 + employés) et les petites et moyennes entreprises cotées. La *CSRD* prévoit que l'information doit porter sur l'ensemble des impacts, risques et opportunités significatifs de l'entreprise, qu'elle est préparée selon des normes à caractère réglementaire

(les ESRS) élaborées selon le principe de double matérialité, et qu'elle est présentée comme un chapitre spécifique (le rapport de durabilité) du rapport de gestion de l'entreprise, ce qui permet une publication en même temps que les états financiers, et organise ainsi de façon pragmatique un dispositif fondé sur deux piliers d'information normée. De plus, la directive instaure un régime d'audit obligatoire. La numérisation des rapports sur le développement durable, également exigée par la CSRD via l'ESAP, est, enfin, destinée à faciliter l'utilisation des données ESG en stockant toutes les données issues des rapports des entreprises et en les rendant accessibles au public.

Près de 45 000 entités ou groupes européens sont concernés par la directive, ce qui représente plus de 50 % du PIB européen. Les délais de mise en œuvre de la directive sont ambitieux puisque la mise en œuvre doit intervenir en 2024 et 2025 pour l'essentiel. La directive impose l'utilisation des normes européennes de rapport sur le développement durable élaborées par l'EFRAG et adoptées par la Commission européenne. C'est l'objectif poursuivi par les European Sustainability Reporting Standards (ESRS).

Ces normes résultent d'une démarche qui prend pour point de départ les divers cadres de développement durable existants, de la Global Reporting Initiative (GRI) à la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), de la Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD) aux objectifs de développement durable des Nations unies et aux normes ISO. Elles intègrent les principes directeurs des Nations unies, les lignes directrices de l'OCDE pour les entreprises multinationales, ainsi que des principes basés sur des conventions internationales telles que celles de l'Organisation Internationale du Travail. Les ESRS intègrent également les informations liées aux réglementations de l'UE, comme le Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), le Benchmark Regulation et le Taxonomy Regulation. Enfin, ces normes font le choix délibéré de favoriser une interopérabilité avec les autres systèmes normatifs de référence, notamment celui développé en parallèle à l'élaboration des ESRS par l'IFRS Foundation, que d'autres zones politiques et économiques sont ou seront amenées à considérer.

Au-delà d'une démarche de consolidation, les normes couvrent de manière exhaustive les aspects ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance), et offrent dès lors un cadre solide pour des données ESG plus cohérentes et fiables, soutenant ainsi la transition durable.

Le premier jeu de 12 normes ESRS (2 normes transversales et 10 normes thématiques couvrant l'ensemble des sujets de durabilité) a été publié par l'EFRAG en novembre 2022, et adopté, après quelques ajustements, par la Commission européenne en juillet 2023 par voie d'acte délégué. Ces normes sont applicables dans les 27 pays de l'Union sans transposition.

Le régime de *reporting* de durabilité ainsi mis en place illustre les choix politiques et l'approche de normalisation de l'Union au regard des problématiques évoquées

plus haut : l'Union se place indubitablement en position de *leadership* en la matière au niveau mondial ; cependant, elle prend soin d'assurer l'interopérabilité de ses normes avec les initiatives normatives internationales qui existent par ailleurs, ce qui permet de créer un environnement global cohérent. La mise à disposition publique d'informations sur le développement durable des entreprises est aussi gage de démocratie économique et entrepreneuriale, toutes les parties prenantes pouvant évaluer et prendre en considération la performance passée et les trajectoires des entreprises en matière de durabilité. Comme souligné dans une étude d'impact récente, « la bonne mise en œuvre des ESRS devrait contribuer à l'amélioration de la qualité de vie des citoyens³ ».

Participation de tous les acteurs et proportionnalité : la question de l'inclusion des PME

Le régime européen porte sur les grandes entreprises, au sens européen du terme. Dans le reste du monde, c'est souvent des seules grandes entreprises cotées qu'il s'agit. Or les PME jouent un rôle crucial dans les économies mondiales, représentant une part importante de la valeur ajoutée et de l'emploi. La démarche de fiabilisation des données de durabilité qui contribue à la mise en œuvre des transitions nécessaires doit donc s'efforcer d'inclure le secteur des PME pour avoir un impact significatif.

De fait, les PME sont confrontées à des demandes complexes d'information en relation avec la durabilité émanant soit de grandes entreprises gérant leurs relations avec leurs chaînes de valeur, soit d'institutions financières elles-mêmes mobilisées sur le financement des transitions et soumises à des exigences prudentielles inspirées par des objectifs politiques généraux. Les PME ont elles-mêmes des enjeux de durabilité qui leur sont propres et qu'elles ont avantage à analyser et traiter dans la perspective de leur développement à moyen et long terme.

Pour relever ces défis en Europe, l'EFRAG a élaboré des normes simplifiées d'information de durabilité pour les PME. L'objectif est de créer un système inclusif permettant à toutes les entreprises de participer à la transition vers une économie durable. L'EFRAG a ainsi élaboré deux projets, soumis à consultation publique, avec pour objectif de présenter son avis technique final à la Commission européenne pour la fin de l'année 2025. La norme projetée pour les petites et moyennes entreprises dont les titres sont cotés sur les marchés réglementés de l'Union européenne (ESRS LSME) est juridiquement contraignante, conformément à la CSRD, et vise une population d'entreprises limitée en nombre. La norme projetée pour les autres PME

³ Cost-benefit analysis of the first set of draft European Sustainability Reporting Standards, CEPS, November 2023.

(ESRS VSME) est un outil d'application volontaire⁴ et beaucoup plus simple (entre 20 et 30 données fondamentales), qui vise à faciliter leur participation à la transition vers une économie durable, et à répondre aux demandes d'informations d'une manière efficace et proportionnée. Les PME non cotées (y compris les microentreprises) représentent la grande majorité des entreprises en Europe, soit environ 22 millions d'entités. La norme VSME représente pour elles une opportunité à la fois de commencer, de manière proportionnée, à contrôler leur trajectoire et leur performance ESG et de mieux accéder aux opportunités commerciales résultant de la transition, y compris l'accès à la finance durable.

L'acceptation par le marché est cruciale pour la norme volontaire PME, l'objectif de simplification est déterminant : les PME adoptent cette norme comme un outil de

reporting simple tandis que leurs partenaires commerciaux acceptent de remplacer leurs multiples questionnaires par la plateforme normée.

En conclusion

Les limites de l'information exclusivement financière, les objectifs associés à un développement économique et social durable, et les transitions majeures qui en découlent impliquent un changement radical des systèmes d'information pour mettre à disposition des parties prenantes les données nécessaires à la prise de décision. Il est heureux à cet égard que l'Union européenne ait adopté une démarche ambitieuse en la matière et qu'elle s'associe à tous ceux qui, au plan international, s'efforcent également d'organiser cette mutation que d'aucuns qualifient de « révolution silencieuse ». Il reste à transformer l'essai en réussissant la mise en œuvre en Europe, et en stimulant l'ambition et l'interopérabilité au niveau global. C'est à ce prix que la génération actuelle pourra se dire « comptable » de ce qu'elle aura fait auprès des générations futures !

⁴ <https://www.efrag.org/Activities/2309261112573240/VSME?AspxAutoDetectCookieSupport=1#> et https://single-market-economy.ec.europa.eu/document/download/8b64cc33-b9d9-4a73-b470-8fae8a59dba5_en?filename=COM_2023_535_1_EN_ACT_part1_v12.pdf&prefLang=fr

Le label ISR, un outil en évolution pour aider les investisseurs et les épargnants à participer à la finance durable

Par Michèle PAPPALARDO

Présidente du comité du label ISR et présidente de la Fondation de l'Université Gustave Eiffel

Le label ISR, créé en 2016 par le ministère des Finances, est destiné à encourager les gestionnaires de fonds à adopter des démarches de finance durable et à assurer les investisseurs et les épargnants de la réalité de celles-ci. À l'origine ambitieux, il a séduit de plus en plus de fonds, mais il a été progressivement dépassé par les progrès de la finance durable, ce qui a affaibli la confiance des utilisateurs. La refonte du référentiel adoptée fin 2023 vise donc à renforcer l'exigence du label pour lui redonner toute sa crédibilité. Désormais, les 1 200 fonds environ labellisés au 1er janvier 2024 doivent évoluer pour s'adapter à cette modification, ce qui nécessite un effort important de la part des sociétés de gestion et conduira probablement à l'abandon du label pour certaines d'entre elles. Mais c'est le prix de la crédibilité !

Un label pionnier à sa création

L'Accord de Paris à l'origine de la création du label ISR

L'article 2 de l'Accord de Paris, signé à l'issue de la COP21 en 2015, précise que, pour « renforcer la riposte mondiale à la menace des changements climatiques », il faut notamment rendre « les flux financiers compatibles avec un profil d'évolution vers un développement à faible émission de gaz à effet de serre et résilient aux changements climatiques ». Bien entendu, certains acteurs de la finance avaient commencé à prendre des initiatives en ce sens mais, à partir de 2015, les initiatives ont commencé à se multiplier dans un contexte peu normé laissant beaucoup de marge de manœuvre à la créativité mais aussi à la facilité. Il est donc apparu nécessaire d'encadrer les bonnes pratiques, à la fois pour servir de guide aux acteurs qui voulaient participer « sérieusement » à cette nouvelle finance et pour faciliter les choix des investisseurs en les orientant vers les produits relevant effectivement de cette nouvelle finance durable.



■ ■ RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

Figure 1 : Logo du label ISR
(Source : ministère chargé des Finances).

Un label généraliste sous la tutelle de Bercy

C'est dans ce cadre que le label ISR a été imaginé et porté par le ministère chargé des Finances tandis que le ministère chargé de l'Écologie créait le label Greenfin, fin 2015. Ces deux labels français de finance durable, créés à la même période, poursuivent toutefois des objectifs différents. Si le label Greenfin garantit la qualité consacrée à la protection de l'environnement, le label ISR vise un objectif plus large et cherche à identifier les supports d'épargne qui ont une démarche ESG, c'est-à-dire qui intègrent dans leur gestion des principes environnementaux, certes, mais aussi sociaux et de gouvernance. C'est un label généraliste, visant initialement essentiellement les valeurs mobilières cotées, et non un label « vert » ; il doit permettre d'identifier des placements financiers qui visent à concilier performance économique et efficacité sociale ou environnementale, en finançant des entreprises qui contribuent au développement durable dans tous les secteurs d'activités. L'intérêt du label ISR est de préciser, dans un référentiel, la manière dont les fonds doivent être gérés pour atteindre cet objectif, avec suffisamment de précisions pour que l'on puisse vérifier et attester le fait que la gestion du fonds est conforme aux règles énoncées dans le référentiel.

En ce qui concerne le label ISR, si la validation du référentiel relève de la responsabilité du ministère chargé des Finances qui assure la tutelle du label, ce dernier prend ses décisions sur la base des avis et des recommandations d'un comité, lui-même nommé par le ministre chargé des Finances. Ce comité du label ISR est notamment chargé de faire des propositions d'évolution ou d'interprétation du référentiel du label et de sa mise en œuvre. L'attribution du label aux fonds

candidats et les contrôles ultérieurs sont, quant à eux, effectués par des organismes d'audit externes : l'Afnor, EY France et Deloitte.

Transparence et process au cœur du référentiel du label

En 2015-2016, lorsque le travail d'élaboration du référentiel du label ISR a été lancé, un certain nombre de concepts de la finance durable étaient encore balbutiants. Le référentiel d'origine, adopté en 2016 visait donc à accompagner les sociétés de fonds motivées en précisant les règles de gestion et de transparence à mettre en œuvre pour concevoir un fonds d'investissement socialement responsable. Par conséquent, ce premier référentiel était plutôt un « référentiel de process » qui correspondait à l'état du secteur financier ; il visait notamment à obliger les sociétés de gestion à définir leur stratégie ESG pour chaque fonds labellisé ISR et à la faire connaître, afin que l'on puisse vérifier que les méthodes utilisées pour la gestion du fonds correspondent bien à son objectif stratégique.

La nécessité d'une refonte ambitieuse

Un label apprécié mais critiqué

Le label ISR pour les valeurs mobilières s'est largement diffusé, au fur et à mesure que les sociétés de gestion se sont organisées pour répondre aux critères du label et que la demande de fonds ISR s'est renforcée, notamment grâce à des obligations d'utilisation dans les assurances-vie et les plans épargne retraite à partir de 2020, prévues dans la loi PACTE (2019).

Le graphique ci-dessous (Figure 2) montre la progression du nombre de fonds valeurs mobilières labellisés, qui atteint plus de 1 300 fonds à fin avril 2024, pour une capitalisation d'environ 800 milliards d'euros.

Progressivement d'autres labels de finance durable ont été mis en place chez nos voisins européens, en général plus exigeants et, par conséquent, avec moins de fonds labellisés. Des critiques ont donc commencé à s'élever, considérant que le label ISR jouait, certes, un rôle pédagogique auprès des acteurs financiers, des épargnants et des investisseurs, mais qu'il mettait trop l'accent sur les méthodes et la procédure, et pas assez sur les résultats atteints par les fonds en matière de durabilité ; il y avait dès lors un risque d'écoblanchiment.

Cette contestation a conduit le ministre chargé des Finances à demander, en 2020, un bilan et une analyse prospective à l'Inspection générale des Finances qui a rendu le 8 décembre 2020¹ un rapport sans concession sur le label ISR. Selon elle, il était menacé de disparition à moins d'évolutions radicales de sa gouvernance et de son référentiel. L'IGF indiquait notamment que « le label ISR fait à l'épargnant une promesse confuse », situation qui « procède d'une hésitation quant à l'objectif de politique publique poursuivi par le label, entre promotion des pratiques de l'industrie et réallocation de l'épargne ». Elle recommandait « de rehausser le niveau d'exigence du label », de bien l'articuler avec les réglementations européennes en matière de produits durables et d'ajouter des « exclusions normatives et sectorielles, indispensables pour garantir la crédibilité du label aux yeux de l'épargnant ».

Une nouvelle gouvernance

À la suite de ce rapport, la réforme du label ISR a été lancée le 25 mars 2021 par Bruno Le Maire et Olivia Grégoire. Les premières décisions ont visé à faire évoluer, comme le souhaitait également l'IGF, la gouvernance du label, en modifiant les méthodes de travail et les moyens du comité du label, en le dotant

¹ Inspection générale des Finances (2020), « Bilan et perspectives du label ISR », n°2020-M-038-03, décembre 2020.

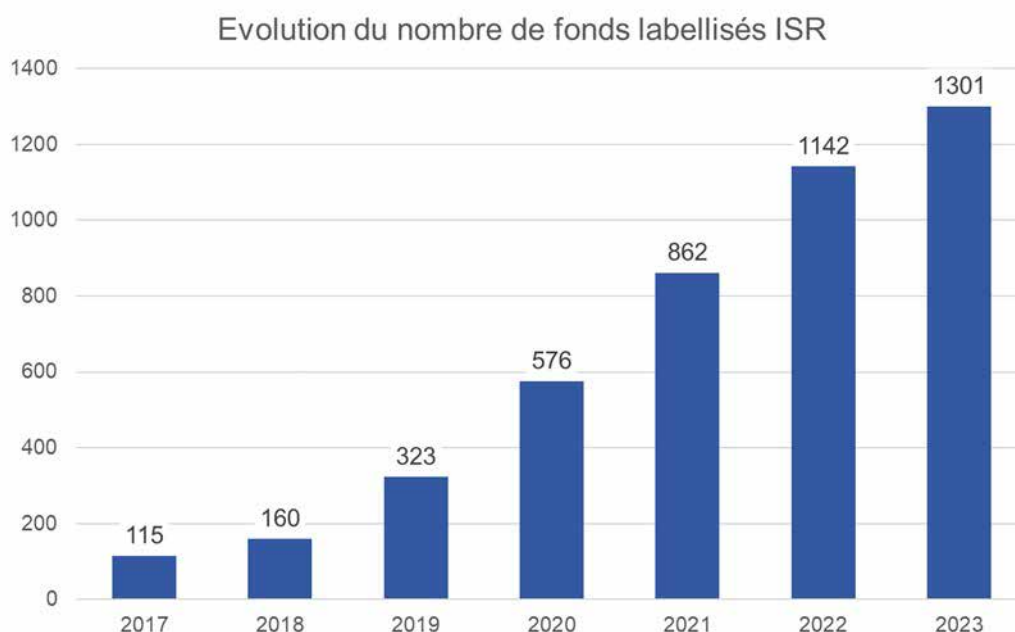


Figure 2 : Évolution du nombre de fonds labellisés ISR (Source : comité du label ISR).



Figure 3 : Calendrier de la constitution du nouveau référentiel (Source : comité du label ISR).

notamment d'un secrétariat, mais aussi en faisant évoluer sa composition. Celle-ci a été profondément renouvelée, en laissant moins de place aux représentants des sociétés de gestion et en diversifiant au contraire l'origine des treize membres, nommés *intuitu personae*, pour leurs expériences et compétences.

Le nouveau comité, animé du souci d'entendre toutes les parties prenantes et de travailler dans la plus grande transparence, a procédé en deux temps. Il a d'abord précisé les orientations d'évolution du référentiel sur lesquelles il proposait, dans un second temps, d'élaborer le nouveau référentiel. Chacune de ces deux étapes, en 2022 puis en 2023, a donné lieu à une consultation publique.

Cette méthode a permis une appropriation collective progressive des changements profonds apportés au référentiel et a probablement facilité l'acceptation de la version refondue. Le comité a travaillé pendant environ dix-huit mois avant de proposer, en juillet 2023, ses recommandations définitives au ministre, qui a pris l'arrêté de publication du nouveau référentiel² le 12 décembre 2023.

Un référentiel beaucoup plus exigeant

L'objectif de la refonte du référentiel ISR pour les valeurs mobilières est de proposer un label plus exigeant pour les gestionnaires de fonds, plus lisible pour les épargnants et plus efficace pour le financement d'un modèle plus durable. Pour atteindre ce but, trois axes majeurs d'évolution du référentiel ont été retenus :

1. La réaffirmation du caractère généraliste du label mais avec une sélectivité renforcée : le taux de sélectivité des entreprises les moins bien notées par rapport à l'univers initial d'investissement des fonds passe de 20 à 30 %, sachant que la notation des entreprises doit

assurer un minimum d'équilibre entre les trois domaines E, S et G. En outre, à la différence du référentiel précédent, des exclusions sont prévues dans les domaines environnementaux, sociaux et de gouvernance. Enfin, les dispositions concernant la gestion des controverses, la politique d'engagement actionnarial et de vote sont plus précises et contraignantes.

2. L'exigence systématique de double matérialité dans la gestion des fonds labellisés : en cohérence avec les réglementations européennes et afin de s'assurer que l'incidence des investissements sur l'environnement, le domaine social et la gouvernance soit bien analysée par les fonds labellisés, ces derniers doivent prendre en compte les principales incidences négatives (PIN), telles que définies par le règlement européen SFDR³ ; cela implique une analyse par les fonds de l'ensemble des effets négatifs potentiels de chaque émetteur de leur portefeuille dans les domaines E, S et G.

3. L'intégration d'une politique climat dans la gestion de tous les fonds labellisés. Même pour un label généraliste, l'urgence climatique rend nécessaire un traitement particulièrement exigeant des fonds labellisés au regard de leurs conséquences sur le climat. C'est pourquoi un cadre d'exclusion spécifique est mis en place pour les activités liées au charbon, à l'exploitation d'énergies fossiles non conventionnelles, à l'ensemble des nouveaux projets d'exploration, d'exploitation et de raffinage d'énergies fossiles (conventionnels et non conventionnels), ainsi qu'aux activités de production d'électricité trop fortement émettrices de gaz à effet de serre. Par ailleurs, les fonds labellisés devront analyser les plans de transition de l'ensemble des entreprises en portefeuille ; les entreprises ayant un fort impact climatique devront progressivement s'engager dans une trajectoire de transition alignée avec l'Accord de Paris.

² <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/ff2f6ef4-9470-4aab-8ea0-eb17eea5cff5/files/2e4cfefb-9295-45c6-a8b2-77fe11af904b> et parution en mars 2024 pour mise en œuvre immédiate d'un référentiel de 55 pages ; les critères d'exclusion figurent en pages 47 et 48 : <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/ff2f6ef4-9470-4aab-8ea0-eb17eea5cff5/files/2e4cfefb-9295-45c6-a8b2-77fe11af904b>

³ Sustainable Finance Disclosure Regulation règlement (UE) 2019/2088 du 27 novembre 2019.

Les défis à venir

Une mise en œuvre progressive

Le nouveau référentiel est entré en application le 1^{er} mars 2024 pour les nouveaux fonds candidats. Plusieurs sont en cours de certification.

Quant aux fonds déjà labellisés avec la version précédente du référentiel, ils bénéficient d'une période de transition jusqu'au 1^{er} janvier 2025 pour leur mise en conformité avec le nouveau référentiel. Ainsi, à partir de cette date, l'ensemble des fonds seront progressivement audités selon la nouvelle version du référentiel.

Cette période d'adaptation est nécessaire, parce que le changement de référentiel pour les fonds déjà labellisés nécessite de nombreux aménagements pour les gestionnaires des fonds.

Les sociétés de gestion sous pression

L'avenir du label est maintenant entre les mains des sociétés de gestion. C'est à elles de décider si elles souhaitent ou non continuer à proposer à leurs clients des fonds labellisés, ce qui va nécessiter de leur part, en règle générale, un approfondissement de leur démarche ESG. C'est un choix important, qui va leur demander un travail non négligeable pour appliquer les nouvelles exigences du label.

Les commentateurs s'inquiètent souvent des conséquences des exclusions sur l'évolution du nombre de fonds labellisés, mais cet aspect de la refonte n'est pas celui qui est le plus perturbateur pour les fonds. En effet, la plupart des exclusions sociales et de gouvernance sont souvent déjà appliquées par les fonds. Quant aux exclusions environnementales, qui portent essentiellement sur les énergies fossiles, elles vont concerner environ 45 % des fonds, mais pour des montants qui sont en règle générale relativement faibles, puisqu'au total moins d'1 % de la capitalisation des fonds concerne des entreprises actives dans le secteur des énergies fossiles. Le nombre de fonds qui sera sensiblement affecté par ces exclusions est donc limité. Par ailleurs, s'aligner sur les exclusions du nouveau référentiel n'est pas une évolution complexe à mettre en œuvre.

Au contraire, beaucoup de nouvelles dispositions du label vont demander aux sociétés de gestion un effort important de modification de certaines de leurs méthodes. C'est le cas notamment des obligations nécessitant :

- de définir de manière très stricte leur univers d'investissement initial ;
- de veiller à ce que les pondérations des domaines E, S et G soient d'au moins 20 % chacune dans la notation des entreprises du portefeuille, ou d'expliquer pourquoi ce n'est pas possible ;
- d'avoir des politiques de gestion des controverses et d'engagement actionnarial structurées et transparentes ;

- de voter dans 90 % des AG des sociétés françaises et dans 70 % des AG des autres sociétés, à partir de 2026 ;
- de mesurer les principales incidences négatives des entreprises de leur portefeuille ;
- d'analyser les plans de transition des entreprises de leur portefeuille.

Selon la taille des fonds et celle des sociétés de gestion, ces nouvelles obligations vont être plus ou moins facile à mettre en œuvre et à supporter, y compris en termes de coût. Elles vont également nécessiter des évolutions dans les entreprises qui seront sollicitées par les gestionnaires des fonds dans lesquels elles sont présentes. Ces évolutions accompagnent celles créées par les textes européens, notamment la CSRD⁴ et, pour les plus grandes, la CS3D⁵ ; elles leur donnent plus de force et en renforcent l'urgence ainsi que l'attention qui y est portée, ce qui est bien normal pour un label mais peut faire reculer certains gestionnaires, d'autant que les textes européens sont un peu moins ambitieux que prévus initialement.

Il n'est donc pas possible de dire aujourd'hui combien de fonds choisiront de se mettre dès 2025 en situation d'appliquer le nouveau référentiel, certaines sociétés de gestion pouvant décider de ne pas renouveler la labellisation de tout ou partie de leurs fonds ou de ne le faire que progressivement au cours des prochaines années.

De nouveaux chantiers pour le comité du label ISR

L'adoption par le ministre des propositions du comité du label ouvre une nouvelle page pour l'action de ce dernier, qui a aussi la responsabilité de faire la promotion du label ISR et de son évolution, auprès de toutes les parties prenantes intéressées.

Cela commence par les sociétés de gestion avec lesquelles le comité et son secrétariat s'efforcent de mener des actions d'explication du nouveau référentiel, notamment à l'aide de webinaires mais aussi de multiples échanges formels et informels. Parallèlement, il est nécessaire de mener des actions pédagogiques auprès des professionnels, notamment des conseillers financiers qui vont devoir accompagner les investisseurs et les épargnants dans leurs propres démarches ESG. Enfin dès la fin de l'année 2024, le comité reprendra des actions de communication dans les médias grand public, afin d'expliquer les évolutions du label et de renforcer la confiance des investisseurs et des épargnants, puisqu'à partir du début de 2025, ils vont pouvoir investir dans de nombreux fonds labellisés qui appliqueront le nouveau référentiel.

Par ailleurs, après ces deux années passées à travailler sur le label ISR des valeurs mobilières, le comité

⁴ Corporate Sustainability Reporting Directive, directive (EU) 2022/2464 du 14 décembre 2022

⁵ Corporate Sustainability Due Diligence Directive, non encore publiée.

a commencé à travailler sur le label applicable à d'autres catégories d'actifs :

- Le label ISR Immobilier, qui présente de nombreuses spécificités adaptées à cette catégorie d'actifs, a été créé en 2020 ; quatre ans plus tard, plus d'une centaine de fonds sont labellisés et les premiers renouvellements de labellisation sont en cours. Il est donc temps de tirer parti des enseignements de ces premières années de fonctionnement pour faire évoluer le référentiel dans le même esprit que celui qui a guidé la refonte du label des valeurs mobilières : exigence, lisibilité, confiance.
- Le label des valeurs mobilières, fondé sur des démarches *best in class* ou de meilleure moyenne, s'applique essentiellement aux valeurs cotées. Or de nombreux fonds de capital investissement ont des démarches ESG, parfois même très sophistiquées.

Le ministre chargé des Finances a donc demandé au comité du label de travailler sur un possible label ISR adapté aux valeurs non cotées et les réflexions viennent de commencer.

Conclusion

Les progrès de la finance durable en France et en Europe passent par la confiance des investisseurs et des épargnants dans les produits qui s'en réclament. Dans ce cadre, le label ISR a un rôle primordial à jouer et c'est bien pour le renforcer que des changements majeurs ont eu lieu depuis octobre 2021. Ces efforts doivent se poursuivre pour que l'ensemble de la place financière française continue à jouer un rôle majeur dans le développement d'une finance durable au service de la transition juste.

Le NGFS : une coalition pour verdir le système financier

Par Emmanuelle ASSOUAN et Antoine BAKEWELL

Banque de France

Lancé en 2017 à Paris à l'initiative de huit banques centrales et superviseurs, dont la Banque de France qui en assure le secrétariat, le Network of central banks and financial supervisors for Greening the Financial System (NGFS) compte désormais 137 membres et 21 observateurs, et représente près de 90 % du PIB mondial et des émissions de GES. Depuis son lancement, le NGFS contribue activement aux efforts de prise en compte des risques climatiques et de verdissement du système financier, grâce à une méthode fondée sur la collaboration et le partage d'expériences entre ses membres et avec ses partenaires. Cette méthode vise d'abord à mieux comprendre les interdépendances entre le système financier et la nature au sens large, afin d'intégrer les risques climatiques et environnementaux (C&E) dans le cadre des missions des banques centrales et superviseurs, et, plus généralement, de mobiliser les acteurs financiers, pour soutenir la transition vers une économie bas-carbone et plus durable.

Dans un article publié en 1824 dans l'ancêtre de la présente revue, Joseph Fourier présentait ses « Remarques générales sur les Températures du globe terrestre et des espaces planétaires ». Il y soulignait notamment le rôle de la composition de l'atmosphère dans la détermination de l'équilibre énergétique et de la température de la Terre, en notant le rôle de certains gaz plus tard nommés « gaz à effet de serre ». Deux cents ans plus tard, le changement climatique, la dégradation de la nature et la transition écologique elle-même sont devenus des phénomènes majeurs – « macro-critiques » selon Christine Lagarde, alors présidente du FMI¹ –, avec également des implications macro-économiques.

La mobilisation des acteurs financiers s'accélère désormais depuis dix ans. La qualification de « tragédie de l'horizon » donnée au décalage entre l'horizon temporel du changement climatique et celui des acteurs économiques et financiers par le Gouverneur de la Bank of England, Marc Carney, lors d'un discours en 2015, a été un moment fondateur pour les régulateurs. La même année, l'Accord de Paris donnait un rôle de premier plan au système financier en affirmant l'objectif de rendre les flux financiers compatibles avec un développement à faible émission de gaz à effet de serre (GES) et résilient aux changements climatiques.

C'est dans cette dynamique que le Network of central banks and financial supervisors for Greening the Financial System (NGFS) fut lancé au sommet One Planet de décembre 2017 à Paris, à l'initiative de huit banques centrales et superviseurs. Sept ans plus tard,

le NGFS rassemble 137 membres et 21 observateurs² qui, ensemble, représentent plus de 100 pays, près de 90 % du PIB mondial et des émissions de GES, et sont collectivement responsables de la surveillance de toutes les banques d'importance systémique mondiale et de 80 % des groupes d'assurance actifs à l'échelle internationale.

Depuis son lancement, le NGFS contribue activement aux efforts de prise en compte des risques climatiques et de verdissement du système financier, grâce à une méthode fondée sur la collaboration et le partage d'expériences entre ses membres et avec ses partenaires. Nous proposons dans cet article de revenir sur les grands axes de cette méthode, qui vise d'abord à mieux comprendre les interdépendances entre le système financier et la nature au sens large, afin d'intégrer les risques climatiques et environnementaux (C&E) dans les missions des banques centrales et superviseurs financiers, et, plus généralement, de mobiliser les acteurs du système financier, pour soutenir la transition vers une économie bas-carbone et plus durable.

Comprendre les interdépendances entre le système financier et la nature

Le changement climatique, la perte de biodiversité et le dépassement des limites planétaires sont porteurs de risques pour le système financier

Au niveau mondial, 2023 a été l'année la plus chaude jamais enregistrée, la température moyenne mondiale entre février 2023 et janvier 2024 dépassant de 1,5°C les niveaux préindustriels. En Europe, les épisodes

¹ Fonds Monétaire International (2015), « La marée montante doit porter aussi les plus petites embarcations », discours de Christine Lagarde, directrice générale, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp061715>

² <https://www.ngfs.net/en/about-us/membership>

de chaleur extrême deviennent plus fréquents, l'intensité des pluies et la sévérité des sécheresses augmentent³. Ces évolutions ont des conséquences sur la sécurité alimentaire et énergétique, et, *in fine*, l'économie mondiale : avec 38 000 milliards de dollars de dommages chaque année d'ici à 2050, la production mondiale sera probablement de 19 % moindre que si nous avons agi plus tôt⁴, avec des implications sur l'inflation, en particulier sur sa volatilité et son hétérogénéité par pays ou secteur, comme l'ont déjà démontré les périodes de vagues de chaleur passées⁵.

Au-delà du changement climatique, la dégradation de la nature et de la biodiversité a également des conséquences pour l'économie, du fait de la dépendance de l'économie aux services rendus par les écosystèmes⁶. Cette dépendance a été mise en évidence par des études récentes de la Banque de France⁷ et de la BCE⁸, qui ont trouvé que 75 % des prêts aux entreprises dans la zone euro dépendent fortement d'au moins un service écosystémique ; de même, pour 42 % du montant des actions et obligations détenues par des institutions financières françaises.

Loin d'être désencastrée du monde physique, la finance est profondément ancrée dans les réalités économiques et terrestres. Alors que six des neuf limites planétaires ont été franchies du fait des activités humaines⁹, il devient crucial pour les superviseurs de comprendre précisément comment ces nouveaux risques sont transmis au système financier. Par exemple, en France, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) estime que la sinistralité pourrait être multipliée par cinq ou six pour les départements les plus touchés par des risques physiques, avec des implications directes sur les capacités de remboursement de certains emprunteurs et des risques d'amplification à l'ensemble du système financier compte tenu du caractère systémique du changement climatique

et de ses possibles impacts macro-économiques¹⁰. C'est pour cela que, dès 2019, le NGFS a reconnu la nécessité pour les banques centrales et superviseurs de prendre en compte le changement climatique et la transition dans l'exercice de leurs missions¹¹.

Le NGFS travaille à améliorer la compréhension de ces risques par le système financier

Afin d'appréhender les risques C&E de manière harmonisée, le NGFS a contribué à l'élaboration d'un langage commun pour les acteurs financiers. La grammaire de celui-ci repose sur la distinction entre risques physiques et de transition : alors que les premiers résultent des dommages directement causés par les phénomènes météorologiques et climatiques ou par la dégradation de la nature et la perte de services écosystémiques, les seconds peuvent se matérialiser lors de la mise en place de réglementations pour assurer un modèle économique bas-carbone et protecteur de la nature, en particulier quand la transition est désordonnée. Le cadre conceptuel du NGFS sur les risques financiers liés à la nature¹² réplique et opérationnalise également cette approche pour les risques liés à la nature et à la perte de biodiversité, et fournit ainsi aux banques centrales et superviseurs une méthode pour les identifier et évaluer.

Cependant, avoir les bons mots ne suffit pas pour estimer les impacts des risques climatiques et environnementaux : il faut aussi les bons modèles, qui nous en donnent une vision dynamique au-delà de la seule approche statique. À la différence de l'analyse des risques financiers traditionnels, l'analyse des risques C&E ne peut se fonder sur des données passées, et nécessite des analyses prospectives fondées sur des scénarios¹³. Le NGFS développe et met à disposition des institutions financières des scénarios climatiques, qui permettent d'explorer les futurs plausibles pour les aider à évaluer les risques financiers et à préparer le système financier aux chocs qui peuvent survenir.

³ European Environment Agency (2024), European Climate Risk Assessment, <https://www.eea.europa.eu/publications/european-climate-risk-assessment>

⁴ Kotz M., Levermann A. & Wenz L. (2024). The economic commitment of climate change. *Nature*, <https://doi.org/10.1038/s41586-024-07219-0>

⁵ Ciccarelli M., Kuik F. & Hernández C. M. (2023), The asymmetric effects of weather shocks on euro area inflation (Banque centrale européenne).

⁶ Dasgupta P. (2021), The Economics of Biodiversity: The Dasgupta Review, (London: HM Treasury), <https://www.gov.uk/government/publications/final-report-the-economics-of-biodiversity-the-dasgupta-review>

⁷ Svartzman R. *et al.* (2021), Un « printemps silencieux » pour le système financier ? Vers une estimation des risques financiers liés à la biodiversité en France (Banque de France), <https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/wp826.pdf>

⁸ Boldrini S. *et al.* (2023), Living in a world of disappearing nature: physical risk and the implications for financial stability. (Banque centrale européenne), <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op333-1b97e436be.en.pdf>

⁹ Rockström, J. *et al.* (2023), "Safe and just Earth system boundaries", *Nature*, 619, pp. 102-111, <https://doi.org/10.1038/s41586-023-06083-8>

¹⁰ ACPR (2021), « Une première évaluation des risques financiers dus au changement climatique. Les principaux résultats de l'exercice pilote climatique 2020 », Analyses et synthèses, n°122, mai.

¹¹ 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

¹² NGFS (2023), 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

¹³ Bolton P. *et al.* (2020), The green swan. Central Banking in the age of climate change, (Banque des règlements internationaux), <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>

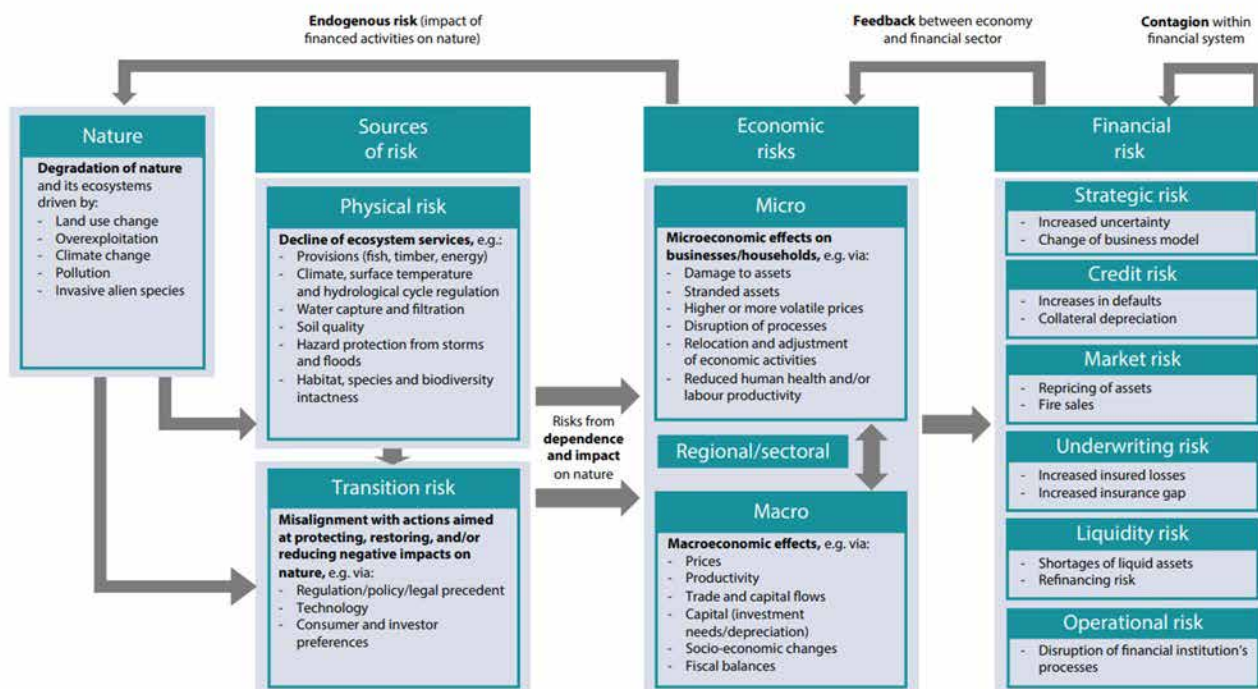


Figure 1 : Chaînes de transmission des risques financiers liés à la nature (Source : NGFS (2023), Nature-related Financial Risks: A Conceptual Framework to guide Action by Central Banks and Supervisors).

La dernière édition de ces scénarios montre que pour parvenir à des émissions nettes de CO₂ nulles d'ici à 2050, il faudra déployer des efforts de transition dans tous les secteurs de l'économie. Toutefois, une transition immédiate et coordonnée sera moins coûteuse qu'une action désordonnée ou l'absence d'action à long terme¹⁴.

Le développement de ces scénarios pose néanmoins plusieurs défis. Les scénarios actuels permettent d'évaluer l'impact des politiques climatiques et des risques physiques à long terme, or les catastrophes naturelles et les récentes tensions sur les marchés de l'énergie ont déjà des implications sur l'économie. En couvrant un horizon temporel de trois à cinq ans, les nouveaux scénarios à court terme du NGFS permettront de surmonter ces limites¹⁵. En outre, les modèles actuels peinent à intégrer les spécificités de la nature, en particulier la non-substituabilité des écosystèmes. L'extension des scénarios aux risques environnementaux sera l'un des chantiers à venir pour le NGFS¹⁶.

¹⁴ NGFS (2023), NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors – Phase IV, <https://www.ngfs.net/en/ngfs-climate-scenarios-phase-iv-november-2023>

¹⁵ NGFS (2023), Conceptual note on short-term scenarios, <https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/conceptual-note-on-short-term-climate-scenarios.pdf>

¹⁶ NGFS (2023), NGFS Recommendations toward the development of scenarios for assessing nature-related economic and financial risks, <https://www.ngfs.net/en/ngfs-recommendations-toward-development-scenarios-december-2023>

Intégrer les risques climatiques et environnementaux dans les missions des banques centrales et superviseurs financiers

Le verdissement des missions des banques centrales est mené « en raison et dans le cadre de nos mandats »

La question de la légitimité des banques centrales à agir sur les sujets climatiques et environnementaux est régulièrement soulevée, lorsqu'elles ne sont pas accusées de ne pas en faire assez. Toutefois, ce sont les implications des risques climatiques sur la stabilité des prix et la stabilité financière qui exigent que les banques centrales s'intéressent au changement climatique en raison et dans le cadre de leurs mandats, et non pas en dépit ou au-delà. Cette prise en compte du changement climatique dans l'exercice de leur mandat pourra contribuer à la transition écologique, précisément car elle garantira la stabilité macro-financière, condition préalable au déploiement des investissements requis par la transition.

L'approche par les risques des sujets C&E induit également une redirection des flux financiers vers des investissements plus durables, lorsque le risque est correctement évalué et intégré dans les prix. Pour contribuer à la transition dans l'économie réelle, les décisions d'investissement doivent être prises en fonction de la trajectoire d'alignement des actifs sur les objectifs climatiques. Les plans de transition constituent en ce sens

une opportunité pour que les acteurs privés montrent le chemin vers une économie plus durable et résiliente, en déterminant les étapes intermédiaires qui leur permettront d'atteindre leurs objectifs. Dans ses publications, le NGFS explore ainsi le rôle que les superviseurs financiers peuvent jouer pour veiller à ce que les institutions financières conçoivent et mettent en œuvre des plans de transition crédibles vers des modèles économiques bas-carbone¹⁷.

De la compréhension à l'action : l'actualisation des missions de banques centrales et superviseurs financiers

Les banques centrales et superviseurs financiers ont commencé à intégrer les risques C&E dans le suivi de la stabilité financière et la micro-supervision, tant pour les banques que les assurances¹⁸. La BCE a ainsi pris des mesures au regard des résultats de sa revue thématique conduite en 2022, exigeant que les banques européennes soient en conformité avec les attentes établies en 2020 en matière d'intégration des risques C&E dans leur gouvernance, stratégie et gestion des risques pour fin 2023, et que l'intégralité des recommandations soit respectée pour fin 2024¹⁹. À la demande de la Commission européenne, un exercice climatique "Fit for 55" a par ailleurs été lancé pour évaluer la capacité des banques à faire face à la décarbonisation de l'économie européenne d'ici 2030.

Les membres du NGFS intègrent aussi plus directement les enjeux de durabilité dans la gestion de leurs portefeuilles propres. Par exemple, la démarche d'investissement responsable engagée par la Banque de France dès 2018 permet d'illustrer la manière dont un investisseur peut mettre en œuvre une telle démarche, et de mieux appréhender les enjeux concrets qui y sont liés. Outre l'exclusion de ses investissements des émetteurs dont le chiffre d'affaires est lié au charbon thermique, et l'alignement d'une partie de ses portefeuilles sur une trajectoire compatible avec l'Accord de Paris, elle estime également l'impact de ses portefeuilles sur la biodiversité²⁰.

Enfin, les banques centrales intègrent progressivement les évolutions liées au climat dans la politique monétaire. Il s'agit à la fois de prendre en compte les évolutions liées au climat dans les modèles macro-économiques, afin de mieux comprendre les incidences du changement climatique sur la dynamique structurelle de l'inflation²¹ et d'ajuster les opérations de

politique monétaire aux risques liés au climat²². Depuis 2022, l'Eurosystème intègre ainsi des considérations relatives au changement climatique dans les achats de titres du secteur des entreprises, notamment en orientant les achats d'actifs vers les émetteurs ayant la meilleure performance climatique.

Mobiliser les membres du réseau et au-delà pour un système financier plus résilient et plus durable

Le NGFS favorise le passage à l'action de l'ensemble de ses membres

La stratégie du NGFS est alors de mettre à disposition de la communauté financière ses travaux et outils pour maintenir et faciliter leur action. Les scénarios climatiques NGFS représentent ce bien public que le réseau fournit aux acteurs économiques et financiers. En fournissant des hypothèses de chocs climatiques plausibles, ces scénarios servent notamment à mener des stress tests climatiques. Ainsi, à la suite de l'exercice pilote mené en 2020, l'ACPR a mené un nouvel exercice de stress test climatique en 2024, dédié exclusivement aux assureurs : ces exercices permettent de mesurer l'exposition des institutions financières aux risques climatiques et leur résilience face à ceux-ci, tout en les y sensibilisant.

Du fait de la diversité économique et géographique de ses membres, et afin de permettre un passage à l'action rapide des membres les plus récents ou qui ont moins de ressources à dédier à l'intégration des risques C&E, le NGFS fait de la formation une priorité. Outre les nombreux webinaires organisés à travers ses groupes de travail et la publication de guides thématiques, le NGFS a lancé en 2021 le Climate Training Alliance, en partenariat avec la Banque des règlements internationaux. Cette alliance met à disposition des ressources, et fournit des conseils sur la manière d'établir un programme interne de renforcement des capacités en matière de connaissances liées au climat et à l'environnement.

Le NGFS tente en particulier de répondre aux attentes de ses membres des économies émergentes, dont les besoins diffèrent en partie de ceux des économies avancées. En s'intéressant aux manières de mobiliser des flux financiers supplémentaires pour accélérer la transition dans les pays du Sud, et financer leur adaptation aux impacts du changement climatique. Sa *taskforce* sur la *blended finance* a ainsi étudié la manière dont des financements publics pourraient permettre de mobiliser des fonds privés, et une nouvelle *taskforce* sur l'adaptation a été lancée pour mieux comprendre les conséquences, notamment assurantielles, des impacts à court terme du changement climatique.

¹⁷ NGFS (2024), NGFS Transition Plan Package Cover Note, <https://www.ngfs.net/en/ngfs-transition-plan-package>

¹⁸ NGFS (2022), Capturing risk differentials from climate-related risks. A progress report, https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/capturing_risk_differentials_from_climate-related_risks.pdf

¹⁹ BCE (2023), SSM supervisory priorities for 2024 (Banque centrale européenne).

²⁰ Banque de France (2024), Rapport Durabilité 2023 : L'action durable de la Banque de France et de l'ACPR (à paraître en juin 2024).

²¹ NGFS (2020), Climate Change and Monetary Policy Initial takeaways, https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/climate_change_and_monetary_policy.pdf

²² NGFS (2021), Adapting central bank operations to a hotter world: Reviewing some options (March 2021).

... et mobilise les acteurs économiques et financiers

Si le NGFS promeut l'action climatique des banques centrales et des autorités de surveillance, c'est en complément aux politiques climatiques et non en substitut à ces politiques. En particulier, si un secteur financier privé soucieux du climat peut faciliter, accélérer, voire promouvoir la transition, il ne peut ni se substituer aux entreprises et aux ménages dans leurs décisions d'investissement et de consommation, ni compenser les lacunes des politiques climatiques. Les conclusions de la COP28 soulignent l'urgence de redoubler d'efforts pour atteindre les objectifs de l'Accord de Paris²³. En ce sens, la hausse du prix du carbone demeure une priorité, afin de servir de signal et d'accélérer l'action de toutes les parties prenantes.

Le NGFS promeut enfin son ambition dans les enceintes internationales, afin de généraliser la prise en compte de ces enjeux. Il travaille notamment avec les organismes qui fixent les normes internationales, afin de mieux coordonner l'intégration des risques C&E. Le contexte global dans lequel opère le NGFS est aujourd'hui marqué par l'accentuation de la « polycrise »²⁴, qui affecte à la fois la vitesse à laquelle la transition écologique est menée et la capacité même des acteurs publics et privés à mener cette transition²⁵. Les priorités (géo-)politiques, économiques et sociales se font concurrence, au détriment du multilatéralisme climatique. En collaborant avec les principales instances internationales et en participant aux conférences climatiques et environnementales²⁶, le NGFS prend alors pleinement son rôle de forum international du système financier, et contribue au

maintien de l'ambition climatique et environnementale en haut des priorités.

Conclusion

Comprendre, intégrer, mobiliser : telle est la méthode suivie par le NGFS pour verdier le système financier. Par construction, les banques centrales et superviseurs financiers doivent agir avec la plus grande prudence lorsqu'ils s'intéressent à des sujets qui leur sont nouveaux. Une trop grande précipitation dans la mise en œuvre de normes pourrait mettre en péril la stabilité des prix et la stabilité financière au niveau mondial, préalables à la mise en œuvre de politiques économiques durables. À l'inverse, si nous agissons trop lentement, nous ne parviendrons pas à enrayer l'effondrement des écosystèmes dont nous dépendons. L'adage de l'empereur Auguste, "*festina lente*", résonne avec notre approche : « hâtons-nous lentement ».

En associant à sa méthode une diversité d'acteurs engagés et volontaires en dehors du cadre multilatéral traditionnel, le NGFS constitue une cristallisation de ce que Pascal Lamy nomme le « polylatéralisme »²⁷. La place des banques centrales, superviseurs financiers et autres institutions financières internationales dans le système westphalien n'est pas évidente : l'élargissement du système de régulation de la mondialisation à de nouveaux acteurs²⁸ leur offre une opportunité pour accroître leur ambition, agir plus rapidement et plus efficacement, et, nous l'espérons, répondre au défi de la transition écologique.

²³ Organisation des Nations Unies (2023), Global Stocktake reports highlight urgent need for accelerated action to reach climate goals, <https://www.un.org/en/climatechange/global-stocktake-reports-highlight-urgent-need-for-accelerated-action-to-reach-climate-goals>

²⁴ Tooze A. (2022), "Welcome to the world of the polycrisis" in Financial Times, <https://www.ft.com/content/498398e7-11b1-494b-9cd3-6d669dc3de33>

²⁵ Gardes-Landolfini C. *et al.* (2023) Energy Transition and Geoeconomic Fragmentation: Implications for Climate Scenario Design (Fonds Monétaire International), <https://www.imf.org/en/Publications/staff-climate-notes/Issues/2023/11/16/Energy-Transition-and-Geoeconomic-Fragmentation-Implications-for-Climate-Scenario-Design-541097>

²⁶ NGFS (2023), NGFS Dubai Stocktake: A renewed commitment to accelerate the transition to a climate and nature friendly global economy, <https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs-dubai-stocktake.pdf>

²⁷ Gressani G. (2020), Polylatéralisme ou chaos, une conversation avec Pascal Lamy, *Le Grand Continent*, <https://legrandcontinent.eu/fr/2020/11/11/polylatéralisme-pascal-lamy/>

²⁸ Putois C. (2023), Du polylatéralisme pour réguler la mondialisation, *Le Grand Continent*, <https://legrandcontinent.eu/fr/2023/07/09/du-polylatéralisme-pour-reguler-la-mondialisation/>

La Caisse des Dépôts et la finance verte

Par **Éric LOMBARD**

Directeur général de la Caisse des Dépôts

Alors que les objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre nécessitent des besoins de financement considérables, l'enjeu de la finance verte est double : mobiliser les flux financiers supplémentaires indispensables à la transformation écologique, et rendre l'ensemble des investissements compatibles avec des critères environnementaux alignés sur les objectifs de l'Accord de Paris de 2015.

En tant qu'institution financière publique, le groupe Caisse des Dépôts est résolument engagé dans cette voie. Son modèle unique – alliance des métiers de prêteur, d'investisseur et d'opérateur –, renforcé par des engagements climatiques ambitieux et une cible de mobilisation de 100 Mds€ sur les cinq prochaines années en faveur de la transformation écologique, lui assure des capacités d'intervention multiples et complémentaires au service de l'intérêt général et de la décarbonation de l'économie.

Les nouvelles opportunités qu'offrent la taxonomie européenne et la directive CSRD permettront de mieux identifier, cibler et *in fine* investir en faveur de la transformation écologique, contribuant ainsi à renforcer l'ambition du groupe.

66 milliards d'euros. C'est le montant des investissements supplémentaires qui devront être réalisés en France chaque année jusqu'en 2030, selon le rapport de Jean Pisani-Ferry et Selma Mahfouz¹, pour atteindre les objectifs climat d'après le scénario de la stratégie nationale bas-carbone². En parallèle, les investissements fossiles devront être ramenés à zéro d'ici 2040³. Pour atteindre ces objectifs, la finance verte est indispensable. L'enjeu est de mobiliser les flux financiers supplémentaires indispensables à la transformation écologique, et de rendre l'ensemble des investissements compatibles avec des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ambitieux.

En tant qu'institution financière publique, le groupe Caisse des Dépôts s'engage en faveur de l'investissement responsable, de la protection de l'environnement, et de la limitation du réchauffement climatique, conformément aux objectifs définis par l'Accord de Paris de 2015, tout en soutenant le développement de l'économie.

Son modèle unique, alliance des métiers de prêteur, d'investisseur et d'opérateur, lui assure des capacités d'intervention multiples et complémentaires au service de l'intérêt général et de la décarbonation de l'économie. Nous mobilisons l'ensemble de nos activités pour la transformation écologique, au travers de réalisations

très concrètes pour les Françaises et les Français, par exemple dans les domaines du logement et de la mobilité. Et nous fixons des cibles très ambitieuses : le groupe Caisse des Dépôts mobilisera 100 milliards d'euros sur les cinq prochaines années pour la transformation écologique, en cohérence avec les objectifs fixés par la feuille de route « France Nation Verte ».

Un modèle unique au service de la transformation écologique

La force du groupe Caisse des Dépôts réside : d'une part, dans sa capacité à transformer l'épargne des Françaises et des Français qui lui est confiée (Livret A, LDDS, LEP) en prêts à très long terme (jusqu'à quatre-vingts ans), et, d'autre part, à mobiliser ses fonds propres ou à lever des ressources sur les marchés financiers pour investir dans l'économie du pays et le développement des territoires. Depuis 2017, elle est ainsi un émetteur récurrent sur le marché de la dette verte, sociale et durable dans un double objectif : accompagner la structuration du marché de la finance durable et promouvoir sur la Place des bonnes pratiques en la matière.

Pour mettre cette capacité financière au service d'une transformation écologique, juste et résiliente, le groupe Caisse des Dépôts s'est doté d'une politique climat⁴, qui

¹ <https://www.strategie.gouv.fr/sites/strategie.gouv.fr/files/atoms/files/2023-incidences-economiques-rapport-pisani-5juin.pdf>

² <https://www.ecologie.gouv.fr/strategie-nationale-bas-carbone-snbc>

³ <https://www.i4ce.org/publication/edition-2023-panorama-financements-climat/>

⁴ <https://www.caissedesdepots.fr/engage/au-service-des-francais/notre-vision-de-la-durabilite/nos-engagements-pour-le-climat#:~:text=La%20politique%20climat%20du%20Groupe,le%20climat%20et%20la%20biodiversit%C3%A9>

visé à mobiliser l'ensemble de ses leviers d'action vers une économie neutre pour le climat et la biodiversité.

Cet engagement comprend la prise en compte du climat et des risques qui y sont associés dans notre gouvernance ainsi que dans l'ensemble de nos décisions de financement et d'investissement. Les moyens financiers du groupe sont ainsi gérés selon les principes de la finance responsable, matérialisés dans une charte⁵ applicable à l'ensemble de ses entités, et qui intègre des critères ambitieux en matière ESG. Très concrètement, nos financements font l'objet d'une analyse financière et extra-financière, qui peut conduire à financer des projets dont la rentabilité financière est moindre, s'ils comportent des impacts ESG significatifs. Nous pouvons aussi refuser des investissements rentables à l'impact écologique négatif.

Le groupe s'est également fixé comme ambition d'aligner progressivement 100 % de ses activités, financières et non financières, avec l'objectif d'une participation de la France à une limitation à 1,5°C du réchauffement climatique. À ce titre, la Caisse des Dépôts a engagé toutes ses filiales dans une stratégie de décarbonation exigeante et d'amplification de leur contribution, par leur activité opérationnelle, à la transformation écologique.

En tant qu'actionnaire, notre engagement se traduit par un dialogue régulier avec les entreprises et un vote systématique en assemblée générale, afin de les inciter à une plus grande transparence et performance environnementale. La Caisse des Dépôts attend notamment des sociétés cotées, particulièrement du secteur du pétrole et du gaz, qu'elles s'engagent publiquement à contribuer à la neutralité carbone en 2050 et formalisent une stratégie de réduction des émissions de gaz à effet de serre (GES). Le groupe déploie également une politique d'exclusion des investissements et financements qu'il considère incompatibles avec ses objectifs de durabilité, par exemple les sociétés dont l'activité est exposée à plus de 20 % du chiffre d'affaires aux pesticides.

Orienter massivement des flux d'investissements en faveur de la décarbonation de l'économie est donc une priorité, concrète, pour le groupe Caisse des Dépôts. Ainsi, nous agissons pour atteindre les objectifs de la France sur le climat.

Allier transformation écologique et cohésion sociale et territoriale

Le modèle du groupe Caisse des Dépôts lui confère une capacité de mobilisation financière supplémentaire et une responsabilité au service de la transformation écologique.

Entre 1970 et 2020, le nombre de catastrophes naturelles a été multiplié par cinq. Des millions de personnes sont frappées par des phénomènes météorologiques extrêmes amplifiés par les températures records sur la

terre comme dans les mers. En Europe, le réchauffement climatique avance deux fois plus vite que dans la moyenne mondiale. Notre continent a même subi en 2023 un record de jours de « stress thermique extrême », qui pèse sur la santé des populations et les écosystèmes⁶.

Ces constats nous obligent à agir à travers une double priorité. Première priorité : atténuer le rythme du changement climatique en agissant sur les émissions de GES. Si elles ont diminué de 20 % entre 1990 et 2019, nous devons accélérer. Pour atteindre les objectifs du pays, nous devons réussir à faire davantage en sept ans que ce qui a été fait ces trente-trois dernières années⁷. Seconde priorité : s'adapter aux changements déjà visibles induits par l'augmentation des températures.

Les équipes de la Caisse des Dépôts se mobilisent ainsi pour amplifier les réponses à ces défis. Depuis 2020, plus de 80 milliards d'euros ont été engagés, sous forme de prêts ou d'investissements ciblés, en faveur de la transformation écologique. Cette somme témoigne de l'attente et des besoins des acteurs publics et privés en la matière, puisqu'elle représente 25 % de plus que l'objectif initialement fixé. C'est la raison pour laquelle la Caisse des Dépôts s'est fixé cette nouvelle cible plus ambitieuse de 100 milliards d'euros sur les cinq prochaines années, déployée pour les deux tiers par la Banque des Territoires et Bpifrance.

En lien avec le Secrétariat général à la planification écologique, la Caisse des Dépôts a décliné cette enveloppe en actions très concrètes. Elle permettra notamment de financer, grâce à la Banque des Territoires, un tiers des besoins d'investissements climat des collectivités territoriales, estimés à 12 milliards d'euros par an⁸. En 2023, nous avons multipliés par trois nos prêts au secteur public local avec 3 milliards d'euros, portés notamment par la rénovation thermique des bâtiments publics, dont les établissements scolaires à travers le programme EduRénov.

Au cœur des missions historiques de la Caisse des Dépôts, premier financeur du logement social, le secteur de l'immobilier est confronté au double défi de la construction verte et de la rénovation énergétique du parc. Ainsi, la Banque des Territoires accompagne les bailleurs sociaux dans leur trajectoire de neutralité carbone à horizon 2050. Elle mobilise par exemple une enveloppe de 2 milliards d'euros de prêts bonifiés en faveur de la construction de logements sociaux répondant aux nouvelles exigences de la réglementation RE2020. En parallèle, la rénovation énergétique du parc HLM est une priorité pour réduire la consommation énergétique des bâtiments et par là-même la facture d'électricité de ses habitants. En 2023, 100 000 personnes ont ainsi vu leur logement rénové grâce aux financements de la Banque des Territoires.

⁵ <https://www.caissedesdepots.fr/engage/au-service-des-francais/notre-vision-de-la-durabilite/finance-responsable>

⁶ https://www.lemonde.fr/planete/article/2024/04/22/l-europe-a-subit-en-2023-un-record-de-jours-de-stress-thermique-extreme_6229191_3244.html

⁷ <https://www.info.gouv.fr/france-nation-verte>

⁸ <https://www.i4ce.org/publication/collectivites-investissements-ingenierie-neutralite-carbone-climat/>

La transformation écologique ne se fera pas sans être également un levier de cohésion sociale et territoriale.

Le groupe Caisse des Dépôts s'engage également dans le secteur de la mobilité. Les transports représentent aujourd'hui un tiers des émissions de GES en France. Les émissions dues aux divers transports contribuent aussi à affecter la santé. Ainsi en France, une étude de Santé publique France estime que l'exposition aux particules fines conduit à une réduction de l'espérance de vie de huit mois pour les personnes âgées de plus de 30 ans. Ces émissions proviennent de diverses sources, nationales ou européennes, et les véhicules thermiques y contribuent, pour plus de la moitié par leur roulement et l'état des chaussées, le reste par les émissions de leurs moteurs. Par ailleurs, plus de 13 millions de personnes sont en situation de précarité en matière de mobilité en France, que ce soit en raison du coût, ou d'une offre territoriale de services de transports insuffisante⁹. Dans ce contexte, nous intervenons en appui des politiques publiques dans la conception, le financement et l'exploitation d'infrastructures et d'équipements de mobilité, tant pour les personnes que pour les marchandises. Nous nous sommes fixé deux priorités : accélérer le verdissement des motorisations par le développement des solutions technologiques indispensables à la décarbonation (motorisations électrique, hydrogène, biométhane), accompagner vers des modes de transport décarbonés (financement d'infrastructures de transports collectifs) ou des changements d'usages (covoiturage, autopartage).

Le groupe se mobilise également en faveur de sources d'énergie bas-carbone à travers l'installation et l'exploitation d'énergies renouvelables ou le développement des réseaux de chaleur qui, au cœur des villes, permettent de valoriser l'énergie produite par le traitement des déchets et de bénéficier d'une énergie moins onéreuse. Signe de l'accélération en cours, un million de nouveaux foyers ont été alimentés par de l'énergie renouvelable financée par le groupe en 2023, c'est cinq fois plus que l'année précédente.

Les actions en faveur de la décarbonation de l'industrie, qui concourt dans le même temps au renforcement de la souveraineté économique, participent de cette même ambition. La réindustrialisation du pays dans des secteurs clés, comme celui de la production de batteries électriques, est un accélérateur de la transformation de l'économie et du pays. Nous investissons massivement pour permettre l'émergence de nouveaux sites industriels qui ont vocation à créer un cercle vertueux en matière de cohésion sociale sur les territoires d'implantation de nouvelles usines, grâce à la création d'emplois qualifiés. En matière écologique, la relocalisation contribue à réduire l'empreinte carbone importée, à la condition de se faire sur des sites industriels plus économes en énergie et plus attentifs à la préservation des ressources en eau. C'est le cas, pour les *gigafactories*, à travers par exemple notre intervention dans deux projets, à Douai et Dunkerque (projet Verkor). Ces deux exemples illustrent également

la capacité du groupe à contribuer à la structuration d'un écosystème public (Banque européenne d'investissement, État, collectivités territoriales) et privé (banques, opérateurs), permettant de créer un effet d'entraînement en faveur de la transformation écologique.

Au-delà, la Caisse des Dépôts a coordonné en 2020 onze investisseurs institutionnels pour imaginer les premiers fonds « Objectif Climat ». Cette initiative a abouti à la création de deux fonds d'actions cotées et d'un fonds d'obligations d'entreprises atteignant près de 600 millions d'euros gérés dans le strict respect de l'Accord de Paris. En 2024, une nouvelle initiative de place dédiée à la valorisation de la biodiversité dans les portefeuilles de placements financiers a été lancée avec neuf investisseurs institutionnels. L'objectif est de financer les entreprises dont les activités participent à la réalisation des objectifs internationaux de protection et de restauration de la biodiversité.

La préservation des écosystèmes et des ressources fait partie intégrante de la stratégie du groupe Caisse des Dépôts en matière de transformation écologique, avec une enveloppe de 5 milliards d'euros dédiée à la protection de la biodiversité. En 2023, 3 000 hectares ont ainsi été renaturés grâce à ces financements. Ce travail est réalisé en lien avec CDC-Biodiversité, qui a déployé un outil de mesure d'empreinte de biodiversité, le Global Biodiversity Score¹⁰, qui permet aux entreprises et institutions financières de mesurer leur impact sur la biodiversité et d'intégrer cette information dans leur pilotage opérationnel et leurs décisions.

Conclusion

L'ensemble des activités du groupe Caisse des Dépôts sont tournées vers la transformation écologique, et concourent dans le même temps à la cohésion sociale et territoriale, condition de sa réussite.

Dans cette perspective, le groupe a fait de la taxonomie européenne un outil de pilotage permettant de classer ses activités en fonction de leur impact sur l'environnement et de réorienter ses investissements sur des activités durables. La mise en œuvre de la directive européenne Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) dès 2025 constitue une opportunité de mobilisation pour aller plus loin dans la prise en compte des enjeux ESG sur la performance financière des entreprises et les conséquences de leurs activités sur la société et l'environnement, selon le principe de la double matérialité. Elle porte notamment des implications organisationnelles, stratégiques et réputationnelles fortes en améliorant la fiabilité des données et des *process* de *reporting*, harmonisés pour toutes les grandes entreprises européennes avec une obligation de transparence, permettant de mieux identifier, cibler les opérations et *in fine* investir. Bien plus qu'un enjeu réglementaire, la CSRD est donc un levier de renforcement de l'ambition du groupe Caisse des Dépôts en matière environnementale et sociale.

⁹ <https://wimoov.org/actualites/barometre-des-mobilites-du-quotidien-seconde-edition/>

¹⁰ <https://www.cdc-biodiversite.fr/documentation-gbs/>

La finance verte est aujourd'hui au cœur des engagements du groupe Caisse des Dépôts, au cœur des missions de nos équipes, au cœur de notre raison d'être : « Le groupe Caisse des Dépôts, alliance unique d'acteurs économiques publics et privés, s'engage au cœur des territoires pour accélérer la transformation écologique et pour contribuer à offrir une vie meilleure pour toutes et tous ».

L'Autorité des marchés financiers et la finance durable

Marie-Anne BARBAT-LAYANI,
Présidente de l'Autorité des marchés financiers (AMF)

Il n'est de finance que durable. J'emploie sciemment le présent car c'est maintenant qu'il faut agir, pas demain. L'urgence climatique est là, et les besoins de financement sont immenses. Rien qu'à l'échelle de la France, les efforts d'investissements supplémentaires publics et privés nécessaires d'ici à 2030 pour financer la transition climatique sont estimés à 66 milliards d'euros par an par le rapport de Jean Pisani-Ferry et de Selma Mafhouz. Et face à ces besoins, la Place financière de Paris a un rôle important à jouer. Pour mieux comprendre l'essor de la finance durable et le rôle clé de la réglementation, ainsi que les changements qu'ils induisent sur les stratégies des entreprises et institutions financières, je développerai trois thèmes essentiels : la situation singulière de la Place de Paris dans le domaine de la finance durable ; le tandem innovation de marché et réglementation publique ; et enfin le rôle de boussole que l'Autorité des marchés financiers (AMF) peut et doit apporter à l'ensemble de l'écosystème.

Une Place financière française pionnière en matière de finance durable

La Place financière de Paris est devenue une place financière européenne de premier plan. Les orientations et les innovations du marché français sont scrutées, et peuvent servir d'aiguillon pour l'Union européenne et au-delà. Ceci est particulièrement vrai en matière de finance durable.

La profondeur historique du marché français en matière de finance durable permet de nourrir une réflexion étayée sur le sujet. La diversité des axes d'analyse et la multiplicité des expertises mises à contribution sont le reflet du dynamisme de la Place de Paris et d'une tradition française et pionnière construite initialement autour de la responsabilité sociétale des entreprises (RSE), catalysée par une volonté politique forte d'aller de l'avant : la création des fonds solidaires dits « 90-10 » dès 2001, l'article 173 de la loi du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte¹, l'article 29 de la loi du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat² en témoignent, tout comme la loi du 23 octobre 2023 relative à

l'industrie verte³ visant à faire de la France le *leader* de l'industrie verte en Europe.

La finance verte est centrale pour la Place de Paris. J'en veux pour preuve quelques chiffres qui parlent d'eux-mêmes : à l'heure actuelle, le label français ISR (Investissement socialement responsable), créé en 2016, est le principal label européen, que ce soit en termes d'encours sous gestion ou en nombre de fonds. Ce sont ainsi plus de 1 200 fonds gérés par près de 200 sociétés de gestion totalisant 770 milliards d'euros, qui intègrent des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance, dits ESG, dans les processus de gestion, en respectant les exigences du label.

Celui-ci a d'ailleurs été récemment révisé afin d'en renforcer significativement les critères pour suivre l'évolution des préférences des investisseurs et accompagner un marché qui devient de plus en plus sophistiqué.

Sur le plan des obligations à caractéristiques ESG, la France fait partie des principaux marchés. Elle représente 25 % du marché européen des obligations ESG en général, 20 % du marché européen des obligations vertes, et 50 % du marché européen des obligations sociales. L'État français est le principal émetteur souverain de *green bonds*. C'est également le premier État au monde à avoir émis un emprunt vert pour une taille de référence, avec l'émission d'obligation assimilable du Trésor (OAT) verte dès janvier 2017.

Ce rôle moteur joué par la Place de Paris en matière de finance verte ne doit rien au hasard. Il résulte de la conjonction d'abord d'une impulsion politique forte des pouvoirs publics, mais aussi des pratiques des acteurs

¹ https://www.legifrance.gouv.fr/loda/article_lc/LEGIARTI000031048231/2021-01-10 : la prise en compte des risques que doivent respecter les établissements financiers inclut des tests de résistance réguliers représentatifs des risques associés au changement climatique.

² <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFARTI000039355989> : Arrêt de la recherche ainsi que de l'exploitation des hydrocarbures sur le territoire (permis nouveaux).

³ <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000048242288>

de marché, qui se sont renforcées au cours des dernières années, et d'une réglementation progressive mais ambitieuse en matière de finance verte. Cette réglementation a pour rôle de garantir un socle de base dans les pratiques, et d'encourager la Place à accélérer sa transition juste vers une économie plus durable et résiliente. Ce n'est pas par hasard si la Place de Paris s'est dotée d'une gouvernance forte dans un domaine, avec l'Institut de la Finance Durable.

Un tandem innovation-réglementation structurant dans l'essor de la finance durable

Ce tandem entre initiatives volontaires et réglementation a été structurant dans l'essor de la finance durable. Les initiatives du secteur privé, l'innovation dans les modes d'organisation, la création de produits verts et les informations extra-financières publiées, se sont développées soit en réponse à une exigence juridique, soit en amont, pour répondre aux exigences de la société civile. Cette dynamique vertueuse a permis d'embarquer un maximum d'acteurs au fil du temps.

Un exemple parmi tant d'autres : les entreprises et la Place de Paris avaient été particulièrement mobilisées durant la période précédant la signature de l'Accord de Paris en 2015. Ceci avait abouti, entre autres, au Plan d'action Lima-Paris⁴ et à L'Agenda des solutions.

Cette démarche illustre la manière dont la puissance publique peut intervenir dans une logique portée par le secteur privé, qui sera ensuite renforcée et consacrée dans un accord intergouvernemental. Ainsi, l'article 2.1 c) de l'Accord de Paris⁵ reconnaît la contribution des acteurs privés dans l'atténuation et l'adaptation au changement climatique, en visant à « rendre les flux financiers compatibles avec un profil d'évolution vers un développement à faible émission de gaz à effet de serre et résilient aux changements climatiques ». Cette disposition, non adossée à un cadre réglementaire pour définir en détail ses implications, a conduit beaucoup d'institutions financières publiques et privées à s'engager à s'aligner avec les objectifs de l'Accord de Paris.

Ce faisant, elles doivent faire face aux difficultés inhérentes à un tel objectif : d'une part, les changements

nécessaires sont massifs et à enclencher dès maintenant⁶, d'autre part, cette transition doit s'effectuer par tous les acteurs. Dès lors, l'un des enjeux réside dans la manière d'embarquer tous les protagonistes de tous secteurs.

C'est là que la nécessité du recours à la réglementation et à la puissance publique devient indispensable : la seule volonté de tout ou partie des acteurs privés ne peut être suffisante. La puissance publique a un rôle clé à jouer, pour donner les orientations générales, accompagner l'évolution des pratiques en ancrant un niveau commun dans la loi, et lutter contre le *greenwashing*.

C'est le changement d'ère enclenché au niveau européen par la Commission européenne en 2018, avec la publication de sa stratégie finance durable. Cette initiative a permis d'accélérer les dynamiques au sein du marché unique. Il s'en est suivi une production de textes réglementaires à un rythme rarement égalé dans l'Union européenne. Cet édifice réglementaire européen, s'il est bienvenu, s'avère cependant complexe et doit encore être finalisé. La Place de Paris est en tout cas très bien positionnée pour relever le défi.

En effet, la France a joué un rôle pionnier dans l'essor de cette finance responsable, certaines réglementations européennes s'inspirant directement de dispositions françaises. La réglementation ayant ancré un socle commun minimal, nombre de praticiens ont créé de nouvelles manières d'analyser les entreprises, développé de nouvelles manières d'investir, et, *in fine*, constitué un écosystème favorable à l'innovation dans la finance durable.

Je retiens une illustration de cette émulation : la déclaration de la Place financière de Paris de juillet 2019. Les institutions financières françaises se sont engagées à mettre fin, à terme, au financement du charbon thermique. Cet engagement peut être compris comme l'approfondissement de l'article 173 de la loi de 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte.

Là encore, la France a été le premier pays à rendre obligatoire la publication, par les investisseurs, d'informations relatives à leur contribution aux objectifs climatiques et aux risques financiers associés à la transition énergétique et écologique.

Cette prolongation volontaire, sous forme d'engagement, a donné suite à une dynamique intéressante : l'Autorité des marchés financiers (AMF) et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) sont chargées de faire le suivi de son application, et

⁴ Ce dispositif intergouvernemental rassemblait les initiatives portées par des acteurs non étatiques, sous l'égide de la France, qui présidait la COP21, du Pérou qui avait présidé la COP20, ainsi que du Secrétariat des Nations unies et de la Convention-cadre des Nations unies sur les changements climatiques (CCNUCC – UNFCCC). Le rapport d'expertise « Analyse rétrospective de la COP21 et de l'Accord de Paris » publié par France Diplomatie aborde ce sujet en indiquant : « L'ensemble de ces coalitions s'est révélé être une force motrice dans les négociations ; la construction d'alliances, de coalitions multipartenaires qui agissent, vont de l'avant, impulsent et influencent les États et réciproquement. La France a encouragé ces dynamiques en amont et tout au long de sa présidence par le biais de diverses rencontres de scientifiques » (www.diplomatie.gouv.fr/IMG/pdf/analyse-cop21-accord_de_paris-batweb_cle063c66.pdf).

⁵ https://unfccc.int/sites/default/files/french_paris_agreement.pdf

⁶ Le résumé pour décideurs du rapport de synthèse publié par le GIEC en 2023 indique : « *Rapid and far-reaching transitions across all sectors and systems are necessary to achieve deep and sustained emissions reductions and secure a liveable and sustainable future for all. These system transitions involve a significant upscaling of a wide portfolio of mitigation and adaptation options [...] (high confidence)* », « *The systemic change required to achieve rapid and deep emissions reductions and transformative adaptation to climate change is unprecedented in terms of scale, but not necessarily in terms of speed (medium confidence)* » (C.3) (www.ipcc.ch/report/ar6/syr/resources/spm-headline-statements/).

le ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique se prononce sur ces bases sur les évolutions constatées par les autorités de supervision.

Certains regretteront que beaucoup reste à faire pour que la finance durable tienne toutes ses promesses ; peut-être, mais il importe aussi de considérer le chemin déjà parcouru. La mutation du secteur financier à l'aune de la durabilité est sur de bons rails, et les investisseurs peuvent compter sur l'AMF pour que celle-ci se poursuive.

Le rôle de boussole de l'AMF

En tant que régulateur des marchés financiers, l'AMF vise à apporter une véritable clé de voûte à l'édifice : celle de la confiance.

Confiance des épargnants et des investisseurs, confiance de toutes les parties prenantes envers l'écosystème de la finance durable, depuis l'entreprise cotée qui publie ses plans de transition et ses informations extra-financières jusqu'à l'investisseur final, en passant par les gestionnaires d'actifs, les prestataires de services d'investissement, les administrateurs d'indices, les fournisseurs de notation et de données ESG.

L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a publié en mai 2023 puis juin 2024 deux rapports relatifs à l'écoblanchiment (*greenwashing*). Elle y expose notamment que prévenir et éviter le risque d'écoblanchiment doit s'apprécier tout au long de la chaîne de valeur de l'investissement durable, et que prévenir ce risque, qu'il soit intentionnel ou non, est l'affaire de chacun. Elle confirme également que les textes européens en vigueur actuellement permettent d'ores et déjà de poursuivre les cas potentiels ou avérés d'écoblanchiment.

Ce que l'AMF peut et doit faire, c'est jouer le rôle de boussole. Elle s'est fortement transformée sur ce sujet : dès novembre 2018, l'AMF a publié une feuille de route dédiée à la finance durable ; elle était la seule autorité au monde à le faire alors. La même année, elle a créé une unité dédiée à la coordination et à la prospective sur la finance durable et une *task force* interne. Une commission « climat et finance durable » a été créée dès 2019, rassemblant régulièrement une vingtaine de membres représentant acteurs de marché, académiques, autorités, organisations non gouvernementales, dont les débats servent à éclairer le collège de l'AMF dans sa prise de décision.

La promotion d'une finance plus résiliente et plus durable constitue l'un des axes majeurs des orientations stratégiques 2023-2027 de l'AMF « Impact 2027 »⁷. L'AMF entend porter le *leadership* d'une transformation ambitieuse, en contribuant à faire avancer la réglementation, en favorisant un cadre juridique cohérent et de qualité. L'AMF s'engage à mobiliser tous les leviers à sa disposition pour clarifier les règles, accompagner les acteurs et s'assurer de la bonne mise en œuvre de la réglementation.

⁷ www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiqués/communiqués-de-lamf/impact-2027-six-grandes-orientations-stratégiques-pour-2023-2027

Face à la multiplication des textes, il faut clarifier la réglementation, la compléter, favoriser l'efficacité, la lisibilité et la cohérence du cadre. Cela passe par un investissement fort de l'AMF au sein de l'AEMF et dans les enceintes internationales autour de deux objectifs : contribuer à la qualité de la réglementation européenne, en tenant compte de son expérience de supervision lors de la rédaction des avis et des normes techniques de l'AEMF ; et faire des propositions pour parachever les dispositifs clés de l'architecture européenne.

Nos propositions sont fondées sur une analyse, une expertise de terrain issue de la supervision et du retour d'expérience des acteurs de la Place.

Il faut aussi, bien entendu, que l'AMF fasse appliquer les règles. Cela passe d'abord par des actions de supervision quotidiennes, invisibles mais bien présentes. L'AMF mène aussi des contrôles thématiques à visée pédagogique⁸ en vue d'évaluer les pratiques en matière de finance durable, et de signaler publiquement les bonnes pratiques attendues et les mauvaises pratiques à éviter, sans écarter l'option de la sanction en cas de manquement.

Les moyens répressifs (enquête, contrôle, procédure de sanction ou de transaction) font partie intégrante des outils à la disposition de l'AMF, qui s'attache aussi à renforcer la pédagogie autour des décisions de sanction pour les rendre plus compréhensibles par tous.

Pour garantir la qualité de l'information extra-financière, l'AMF accompagne également les acteurs dans la compréhension et la mise en œuvre de l'ensemble des règles en matière de finance durable, dans un domaine aussi novateur et aussi évolutif, où il faut avant tout que les acteurs se mettent au niveau, tant en termes de stratégie, de remise en cause de leur modèle d'affaires, que de production, ainsi que de collecte et d'exploitation de données.

Je termine avec notre rôle d'accompagnement, de catalyseur et d'aide des acteurs de la Place et de l'écosystème, car c'est aussi cela l'écosystème de la confiance. C'est un volet important pour l'AMF, notamment par la publication de rapports sur des enjeux tels que la neutralité carbone, l'analyse des informations communiquées sur des effets du changement climatique dans les états financiers, le *reporting* carbone, les éclairages sur les publications taxonomiques des sociétés, l'élaboration des plans de transition par les entreprises non financières, le suivi des engagements climatiques des principales sociétés de gestion de portefeuille, la gouvernance d'entreprise et la prise en compte de la RSE par les conseils d'administration, ainsi que par la mise en place d'une certification finance durable pour les conseillers en investissement financier.

L'objectif est de promouvoir un écosystème robuste et crédible, qui permette le développement des services et des produits financiers verts tout en garantissant la protection des investisseurs grâce à des exigences ambitieuses en matière de transparence.

Et l'AMF est pleinement mobilisée pour atteindre cet objectif.

⁸ Contrôles SPOT pour « supervision des pratiques opérationnelle et thématique ».

Dix ans de réglementation de finance durable en Europe : de la mesure du risque financier à l'évaluation de l'impact environnemental

Par **Gabrielle SIRY**
Commission européenne

La finance durable a émergé à la suite de l'Accord de Paris il y a près de dix ans aujourd'hui. Depuis, la réglementation financière relative à la finance durable évolue notamment sous l'influence d'un échange entre droits nationaux, en particulier français, et droit de l'Union européenne (UE). D'une stricte prise en compte du risque pour les institutions financières, l'approche s'est élargie à l'impact des activités financières, notamment des investissements, sur l'environnement. L'évaluation et la classification de ces impacts s'est ensuite étendu à la sphère publique. De nouveaux enjeux qui marqueront demain l'évolution du droit de la finance durable se font jour, parmi lesquels l'influence de la perte de biodiversité sur la stabilité financière, et le déficit d'assurance des catastrophes climatiques dans l'UE.

La finance durable, qui peut se définir comme l'ensemble des activités et réglementations visant à prendre en compte les relations entre les activités financières et l'environnement, est partout aujourd'hui : équipes spécialisées au sein des établissements financiers, sommets internationaux et institutions internationales dédiées, intégration toujours plus avancée à la réglementation financière avec une multiplication des textes nationaux et européens ces dernières années.

En effet, l'Accord de Paris, accord international inédit conclu lors de la COP21, a créé dans son article 2(c) une responsabilité collective de restructuration de l'ensemble du système financier. Depuis, notamment sous l'influence des échanges entre droit français et droit de l'Union européenne, le droit de la finance durable se développe rapidement. En 2018, l'Union européenne (UE) présente ainsi son premier plan d'action dédié à la finance durable, avec trois axes principaux : gérer les risques financiers issus du changement climatique ; promouvoir la transparence et le long terme dans les activités financières ; et réorienter les flux financiers vers l'investissement durable.

Près de dix ans après l'Accord de Paris, les débats en vue de la prochaine COP29 tournent autour de la taxation des énergies fossiles et de la fin de leur financement, au vu de leur rôle prépondérant dans le réchauffement climatique (80 % des émissions de gaz à effet de serre sont issus de la combustion de ces énergies). Les enjeux liés à la finance durable évoluent

avec l'urgence climatique : initialement limitée à l'impératif de gestion des risques que le changement climatique fait peser sur le secteur financier, cette discipline évolue aujourd'hui pour prendre également en compte l'impact des activités financières, notamment de prêt et d'investissement à des activités polluantes, sur le réchauffement climatique.

La réglementation financière a d'abord évolué pour intégrer la question des risques financiers issus du changement climatique

Typologie des risques financiers issus du changement climatique

Mark Carney, alors gouverneur de la Banque d'Angleterre, prononce en septembre 2015 un discours intitulé "Breaking the tragedy of the horizon – Climate change and financial stability" [1], resté célèbre en ce qu'il identifie les différentes catégories de risques financiers issus du changement climatique, à savoir :

- Les risques dits « physiques » : risques de destruction d'actifs du fait d'événements climatiques extrêmes (sécheresses, inondations, tempêtes, etc. – amenés à se multiplier et à augmenter en intensité avec le changement climatique), déjà pris en compte de longue date par les assureurs ;

- Les risques « de transition », qui correspondent à un risque de dépréciation de la valeur des investissements, par exemple dans les énergies fossiles, du fait de nouvelles réglementations contraignantes dans la lutte contre le changement climatique ou d'un changement de préférence des consommateurs ;
- Les risques de responsabilité, liés aux procès et litiges auxquels les institutions financières pourraient être confrontées du fait de la mise en jeu de leur responsabilité dans l'accélération du changement climatique, notamment de par leurs investissements.

Depuis 2015, la réglementation financière intègre progressivement l'impératif de gestion de ces risques, selon trois axes : mesure des risques *via* des stress tests climatiques ; obligation de transparence sur l'existence de ces risques ; adaptation de la gouvernance des institutions financières pour assurer la bonne évaluation et gestion de ces risques.

Développement des stress tests climatiques

Les "stress tests" ou tests de résistance sont l'outil qui permet de mesurer l'impact de la matérialisation d'un risque climatique (risque physique ou risque de transition) sur une institution ou un secteur donné. Ceux-ci reposent sur les scénarios climatiques développés par les scientifiques, notamment de l'IPCC (International Panel on Climate Change), qui servent de base aux modèles permettant de calculer les pertes afférentes pour le secteur financier.

Ces tests de résistance se sont développés à l'échelle nationale comme européenne, organisés régulièrement par les superviseurs nationaux (en France, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution ou ACPR) et européens, à savoir l'Autorité bancaire européenne (ABE), l'Autorité européenne des assurances et pensions professionnelles (EIOPA) mais aussi la Banque centrale européenne (BCE), qui fournissent les scénarios aux institutions financières chargées de les appliquer à leur activité et de faire part des résultats aux superviseurs, qui les agrègent¹.

Ces analyses montrent que les prêts bancaires et investissements dans certains secteurs comme l'exploitation minière, l'industrie automobile ou l'électricité sont, de manière logique, particulièrement exposés aux risques de transition. La composition sectorielle des portefeuilles de prêts ou d'investissement des institutions financières est ainsi l'élément déterminant concernant l'exposition aux risques de transition : les pertes affectant les actions des secteurs économiques intensifs en émission carbone pourraient ainsi atteindre, en cas de transition écologique tardive, jusqu'à 25 % de la valeur du portefeuille d'investissement, dus en particulier aux pertes dans les secteurs liés aux énergies fossiles [2]. Toutes les institutions financières européennes sont exposées aux risques physiques des degrés divers, mais ceux-ci sont concentrés en particulier en Europe du Sud pour ce qui est des

risques de sécheresse et feux de forêt, se traduisant par des risques de pertes élevés pour les banques et assurances actives dans ces zones géographiques, quand les risques d'inondations et de pertes afférentes sont plutôt situés dans les pays d'Europe du Nord, comme l'Allemagne ou les Pays-Bas.

Intégration des risques climatiques dans la gouvernance des institutions financières

À la suite du plan d'action européen relatif à la finance durable, les agences européennes de supervision ont mené un travail d'amendement de la réglementation existante afin de prendre en compte les risques climatiques. Désormais, les banques et assurances européennes doivent mettre en place des politiques internes, avec des responsabilités clairement attribuées, pour évaluer et gérer ces nouveaux risques². En 2024, les dernières révisions de la réglementation bancaire (Directive sur les exigences en capital – CRD – et Règlement sur les exigences en capital – CRR) et assurantielle – Solvabilité 2 – introduisent de nouvelles obligations, qui font clairement de l'Union européenne le continent le plus avancé en matière de gestion des risques climatiques. Ainsi, les banques devront réaliser des stress tests internes au niveau individuel pour évaluer leur résilience aux risques climatiques. En cas d'exposition matérielle à ces risques, les assureurs devront pour leur part analyser l'impact de deux scénarios d'élévation de la température sur leur activité.

Les premières obligations de publication d'informations en direction des institutions financières

Depuis 2015, d'abord au niveau français, puis européen, les obligations de transparence se multiplient en direction des institutions financières, désormais tenues de publier un certain nombre d'informations relatives à leur gestion des risques climatiques et à la composition de leur portefeuille d'investissement. Ces obligations de publication se fondent sur l'idée qu'une transparence accrue incite les acteurs financiers, notamment sous la pression de l'opinion, à faire évoluer leurs pratiques. Une étude de la Banque de France [3] a mis en lumière l'efficacité de ce type de politique : les institutions financières soumises à des obligations de transparence tendent à réduire fortement leurs financements aux énergies fossiles, comparativement aux organismes non soumis à cette réglementation.

De même, la loi française de transition énergétique pour la croissance verte du 17 août 2015 est, à travers son article 173, une première mondiale en termes

¹ Voir dans ce numéro l'article « Le NGFS : une coalition pour verdier le système financier » d'Emmanuelle ASSOUAN et Antoine BAKEWELL, pp. 43-47.

² À titre d'exemple, le règlement délégué de Solvabilité 2 entré en vigueur en août 2022 impose aux assureurs européens de s'assurer que le personnel chargé de la gestion des risques procède à l'évaluation et à la gestion des risques climatiques et que la politique de rémunération des collaborateurs prend en compte l'exigence de bonne gestion de ces risques (par exemple, ne comporte pas de disposition encourageant l'investissement dans des actifs risqués à moyen terme de ce point de vue, comme les énergies fossiles, quand bien même des profits à court terme peuvent être réalisés).

d'obligation de transparence faite aux investisseurs institutionnels (banques, gestionnaires d'actifs, assureurs), qui doivent publier la manière dont ils intègrent les critères environnementaux dans leurs opérations d'investissement. Cette obligation inspire rapidement la réglementation européenne : le règlement européen concernant les informations à fournir en matière de développement durable dans le secteur des services financiers (règlement dit « SFDR » ou *disclosure*) étend cette obligation au niveau européen en 2019.

L'autre mérite de ce règlement européen est de ne plus limiter l'analyse aux risques que le changement climatique fait peser sur le secteur financier (approche dite de « simple matérialité »), mais de l'étendre aux risques que les activités financières elles-mêmes font peser sur l'environnement.

L'apparition de la « double matérialité » dans la réglementation financière : une évolution vers la prise en compte de l'impact du secteur financier sur le changement climatique

L'apparition de la notion « d'impact néfaste » des investissements dans le règlement SFDR : la prise en compte de la responsabilité du secteur financier quant au changement climatique

Pour la première fois, avec le règlement SFDR, un effort inédit de transparence est demandé aux institutions financières (gestionnaires d'actifs, assureurs, institutions de retraite, banques pour leurs activités de gestion d'actifs et conseillers financiers) dans toute l'Union européenne. Outre la manière dont sont gérés les risques climatiques dans le cadre de la politique d'investissement de l'entreprise, celles-ci devront publier le détail de l'impact néfaste de leurs investissements en matière sociale et environnementale (émissions carbone, exposition aux énergies fossiles, impact sur la biodiversité, mais aussi respect des droits humains et de l'égalité femmes-hommes...) sur leur site Internet.

Ce type de réglementation marque le passage d'une réglementation financière exclusivement focalisée sur les risques de perte pour les institutions financières du fait du changement climatique à une approche qui prend en compte leur responsabilité quant au changement climatique, avec l'objectif de susciter un changement de comportement.

La mesure de la contribution du secteur financier aux activités jugées durables

L'évaluation de l'influence des activités financières sur l'environnement s'est aussi fortement développée concernant les activités « vertes », c'est-à-dire le financement d'activités durables par le secteur financier. L'élaboration d'un système de classification des activités économiques jugées durables au niveau

européen, le règlement sur la taxinomie européenne publié en 2020, est une étape déterminante à cet égard. Les compromis politiques trouvés au niveau européen pour faire adopter ce règlement, notamment avec la France et l'Allemagne, ont sans conteste affaibli le niveau d'ambition initial de celui-ci : ainsi, des énergies comme le nucléaire pour son rôle dans la décarbonation, mais aussi le gaz, peuvent être jugées durables au niveau européen si certains seuils, comme ceux d'émission carbone, sont respectés. La taxinomie européenne des activités durables marque toutefois une réalisation inédite au niveau mondial en fournissant une classification européenne publique de ces activités (seuls des standards privés existaient auparavant), et en requérant de la part des banques et des assureurs des obligations très concrètes : ainsi du calcul d'indicateurs financiers nouveaux comme le ratio d'investissements verts (*green asset ratio*) dans le total des investissements.

Par ailleurs, une obligation de transparence s'impose également aux entreprises qui choisissent d'émettre des obligations vertes selon la définition européenne du terme : celles-ci doivent notamment publier des informations sur l'affectation prévue des produits de ces obligations.

Enfin, les grandes entreprises de plus de 250 salariés ainsi que les sociétés cotées (y compris les PME) sont tenues, en vertu de la directive sur la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (CSRD), de publier à compter de 2025 la part de leur activité conforme avec la taxinomie.

La mesure des impacts environnementaux s'étend également à la sphère publique, à partir de l'expérience française

En France, l'article 179 de la loi de finances n°2019-1479 du 28 décembre 2019 pour 2020, prévoit que le gouvernement remet au parlement, en annexe au projet de loi de finances (PLF), un rapport sur « l'impact environnemental du budget ». Concrètement, les dépenses de l'État sont classées entre dépenses favorables à l'environnement, défavorables à l'environnement, ou neutres pour l'environnement, un exercice appelé « budget vert », également adopté depuis par certaines collectivités locales (comme la ville de Paris sur son compte administratif depuis 2020) [4].

S'appuyant sur les mêmes catégories que la taxinomie européenne et répondant à une volonté d'observer l'impact des dépenses de l'État non pas seulement à l'aune des objectifs climatiques mais également des autres objectifs environnementaux, l'analyse de chaque dépense s'articule autour de six axes : l'action contre le changement climatique, l'adaptation au changement climatique et la prévention des risques naturels ; la gestion de la ressource en eau ; l'économie circulaire ; les déchets et la prévention des risques technologiques ; l'action contre les pollutions ; la biodiversité et la protection des espaces naturels, agricoles et sylvicoles.

Dans une dynamique d'influence réciproque entre droit français et droit de l'Union européenne sur ces

sujets, l'UE a fait de cette innovation française un axe important du Pacte vert européen ("Green Deal"). La Commission européenne a ainsi publié en mai 2021 une revue des pratiques des États membres en matière de budgétisation verte, tout en encourageant leur utilisation, notamment dans sa communication de décembre 2019 sur le "Green Deal", et par la mise en place d'un programme d'échange entre fonctionnaires nationaux et européens sur le sujet. La France apparaît véritablement à l'avant-garde de cet exercice, étant le seul pays à disposer d'une méthodologie solide d'évaluation des dépenses, y compris défavorables à l'environnement, ce que font très peu d'États à ce jour, alors que ni l'Allemagne ni la Belgique ne disposent d'un quelconque système de *reporting* budgétaire vert [5].

Conclusion

De nouveaux enjeux se font jour aujourd'hui, et influenceront demain ce droit de la finance durable : la question de la perte de biodiversité prend ainsi une place de plus en plus importante dans les institutions internationales, qui publient régulièrement des études sur le sujet. Le réseau pour le verdissement du système financier (Network for Greening the Financial System ou NGFS) ou le Forum de l'assurance durable (Sustainable insurance forum ou SIF) ont ainsi tous deux publié des papiers sur l'influence de la perte de biodiversité sur le risque financier^{3,4}, et cette notion est même déjà présente en droit français dans l'article 29 de la loi énergie climat, qui remplace et étend les obligations de transparence contenues dans l'article 173 de la loi pour la transition énergétique et la croissance verte.

En outre, toujours dans une logique de prise de conscience de l'effet des activités financières sur l'environnement, le rôle des assureurs dans l'adaptation au changement climatique est de plus en plus scruté

³ Statement on Nature-Related Financial Risks, 24 March 2022, https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/statement_on_nature_related_financial_risks_-_final.pdf

⁴ SIF Scoping Study: Nature-related Risks in the Global Insurance Sector, 2 Novembre 2021, https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/statement_on_nature_related_financial_risks_-_final.pdf

par les institutions européennes. L'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles a ainsi évalué le «*protection gap*» au niveau européen, c'est-à-dire le déficit de couverture assurantielle contre les catastrophes naturelles en Europe [6], et la Commission européenne vient également d'alerter sur ce point dans son récent rapport de 2024 sur la surveillance des risques liés au climat pesant sur la stabilité financière, dans un contexte où 75 % des pertes potentielles liées aux catastrophes climatiques ne sont pas assurées dans l'Union européenne [7].

Sources

[1] CARNEY M. (2014), "Breaking the tragedy of the horizon – Climate change and financial stability", Speech given at Lloyd's of London.

[2] EIOPA (2020), "Sensitivity analysis of climate-related transition risks: EIOPA's first assessment", Eioipa website, https://www.eiopa.europa.eu/sensitivity-analysis-climate-change-related-transition-risks-eiopas-first-assessment-2020-12-15_en

[3] MESONNIER J.-S. & NGUYEN B. (2021), « Obligation de transparence des institutions financières sur leur empreinte climatique et financement des énergies fossiles », publications Banque de France, <https://publications.banque-france.fr/obligation-de-transparence-des-institutions-financieres-sur-leur-empreinte-climatique-et-financement>

[4] MINISTERE DE L'ECONOMIE (2023), « Rapport sur l'impact environnemental du budget de l'État », site du ministère, <https://www.budget.gouv.fr/documentation/le-projet-de-loi-de-finances-et-les-documents-annexes-pour-2024-rapport-sur-limpact>

[5] PEYROL B. (2022), « Du budget vert français aux budgets verts européens », Professions financières, <https://professionsfinancieres.com/Du-budget-vert-fran%C3%A7ais-aux-budgets-verts-europeens>

[6] EIOPA (2023), "Dashboard on insurance protection gap for natural catastrophes", EIOPA website, <https://publications.banque-france.fr/obligation-de-transparence-des-institutions-financieres-sur-leur-empreinte-climatique-et-financement>

[7] EUROPEAN COMMISSION (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?trk=feed-detail_main-feed-card_feed-article-content

Transition et transformation : l'enjeu double de la finance durable

Par Jean-Laurent BONNAFÉ,
Administrateur directeur général de BNP Paribas

Face aux défis environnementaux et sociaux sans précédent, BNP Paribas est convaincu que la finance peut et doit être au service de la transition et de la transformation de l'économie vers des modèles plus durables. Le Groupe a ainsi fait de la transition de ses clients une priorité stratégique, qui implique à la fois de basculer ses financements dédiés à l'énergie vers le bas-carbone, d'accompagner la décarbonisation de l'ensemble des secteurs industriels et de préparer celle des particuliers en cherchant des solutions pour amortir ses impacts sociaux. Guidée par les politiques publiques et les rapports scientifiques, cette transition mobilise des engagements volontaristes et commerciaux forts, éclairés par un cadre réglementaire croissant. Elle est accompagnée par un réel besoin de transformation par l'innovation : de l'économie avec l'émergence d'acteurs dédiés au développement de solutions durables ; de la finance avec des offres adaptées et répondant aux nouveaux enjeux ; et de la Banque même avec une culture d'entreprise centrée sur la finance durable.

La banque est une entreprise profondément ancrée dans la société, puisque son métier est d'accompagner ses clients particuliers, entreprises et institutions dans leurs projets. Aujourd'hui, notre monde doit relever des défis d'une ampleur exceptionnelle : réchauffement climatique, perte de biodiversité, intensification des inégalités entre les personnes, les territoires et les régions du monde... Pour contribuer à la résolution de ces problèmes collectifs tout en remplissant pleinement son rôle auprès de ses clients, elle doit conjuguer deux notions : celle de la transition, du latin *transire*, « passer », « aller au-delà » ; et celle de la transformation, du latin *transformare*, « changer de forme ». Ainsi, pour jouer son rôle dans la transition durable de l'économie à travers l'accompagnement de ses clients, BNP Paribas conduit sa transformation avec l'émergence de nouveaux modèles économiques et d'offres bancaires innovantes.

La transition de nos clients, une priorité stratégique qui s'inscrit dans un cadre réglementaire de plus en plus abondant

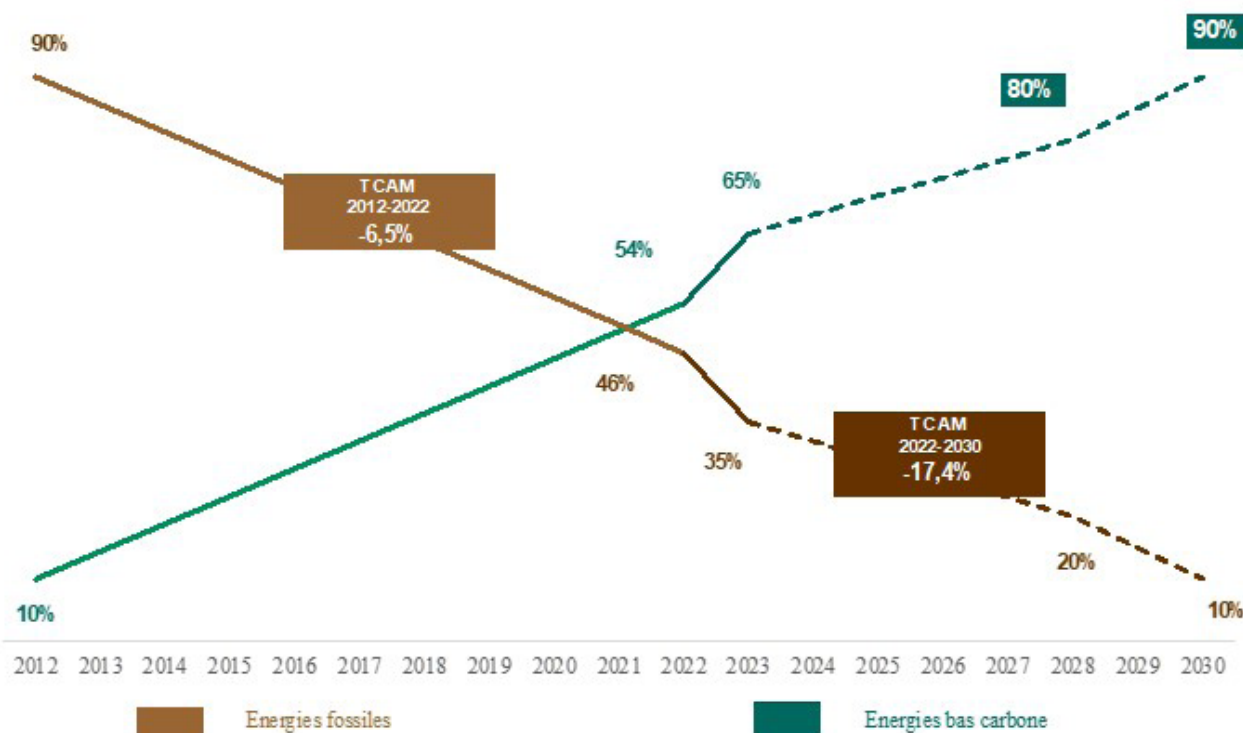
Pour une banque comme BNP Paribas, issue de la fusion de banques créées dans plusieurs pays européens pour accélérer les révolutions industrielles, accompagner l'économie dans sa nécessaire décarbonation est à la fois une responsabilité et un défi. Une responsabilité, parce que si les banques ne sont pas propriétaires de l'économie, elles ont la possibilité d'allouer par priorité les flux financiers à tel ou tel projet ou entreprise : la transition de la banque est ainsi, pour l'essentiel, l'addition des transitions de ses clients. Un

défi, parce que l'économie ainsi que la production de richesse et des emplois qui vont avec sont essentiellement carbonés depuis des décennies. La banque porte dans ses livres de nombreux crédits octroyés au fil des ans à des secteurs pour lesquels il n'existe pas, ou peu, d'alternatives décarbonées. Toute la question est de savoir à quelle vitesse elle parvient à faire évoluer ses financements lorsque ces solutions apparaissent, ou lorsque se développent des modèles économiques plus sobres.

Dès 2010, BNP Paribas a posé les premiers jalons d'une politique d'encadrement des financements au charbon. En 2020, le Groupe a cessé le financement de toutes les compagnies d'électricité qui n'avaient pas de plan de sortie du charbon d'ici 2030 dans les pays de l'Union européenne et de l'OCDE, et d'ici 2040 dans le reste du monde. Cette politique s'accompagnait d'engagements ambitieux de financement des énergies bas-carbone, qui ont été constamment rehaussés pour atteindre 40 milliards d'euros à l'horizon 2030.

En parallèle de la sortie du charbon, le Groupe a initié une trajectoire de désengagement de l'exploration-production pétrolière et gazière. Dès 2017, BNP Paribas était la première des 35 plus grandes banques du monde à cesser ses relations commerciales – crédits et obligations – avec les spécialistes des hydrocarbures non conventionnels¹. À partir de 2021, le Groupe a accéléré sa trajectoire de désengagement de l'exploration-production pétrolière et gazière. La bascule de ses financements à la production d'énergie en faveur des énergies bas-carbone a ainsi déjà été faite.

¹ Gaz et pétrole de schiste, pétrole issu des sables bitumineux.



Poids des énergies fossiles et des énergies bas-carbone dans le stock de financement à la production d'énergies de BNP Paribas¹

Tandis que les crédits aux énergies fossiles représentaient 90 % de son stock de crédits à la production d'énergie en 2012, ce qui reflétait alors l'état de l'économie, BNP Paribas a méthodiquement entrepris de remplacer leur financement par celui des énergies bas-carbone, essentiellement renouvelables. En 2023, les énergies bas-carbone représentaient déjà plus de 65 % de son stock de crédits à l'énergie, et le Groupe s'est fixé un objectif de 90 % d'énergies bas-carbone en 2030, soit un rapport exactement inverse à celui de 2012. Ces données intègrent le stock résiduel de crédits octroyés par le passé qui figurent au bilan de la banque pour quelques années encore, le temps d'être remboursés. Cette trajectoire est plus ambitieuse que celle requise par l'Agence internationale de l'énergie.

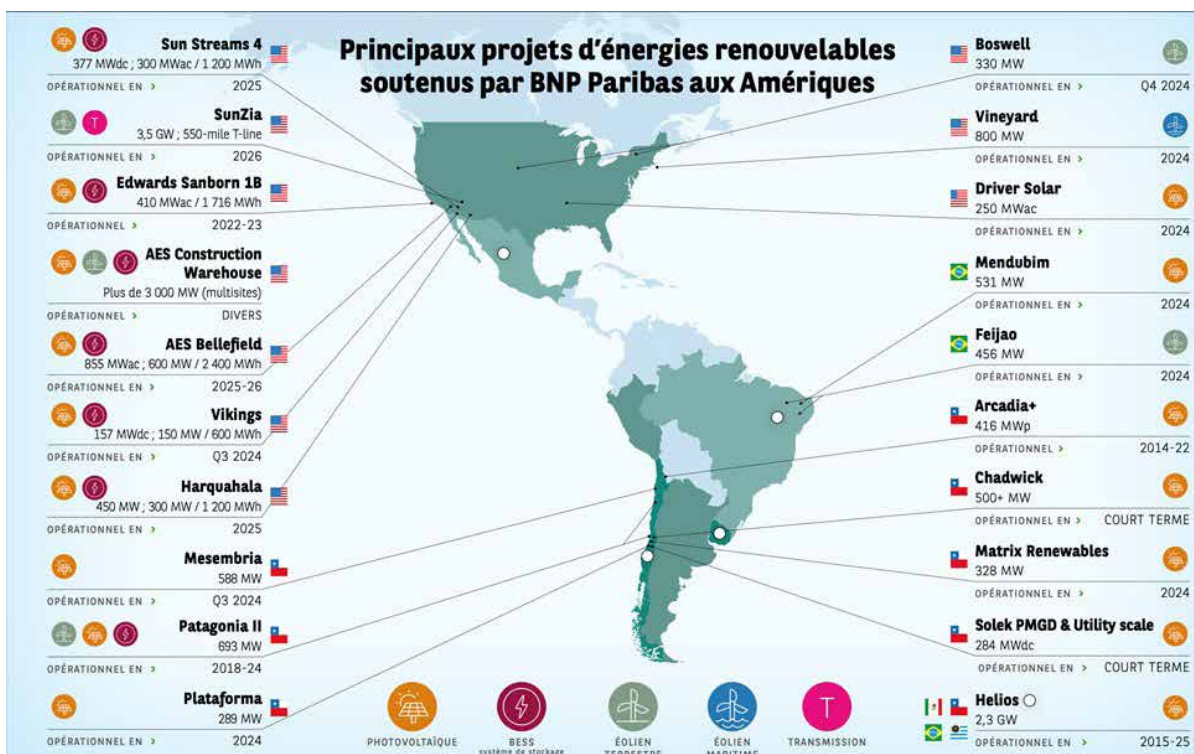
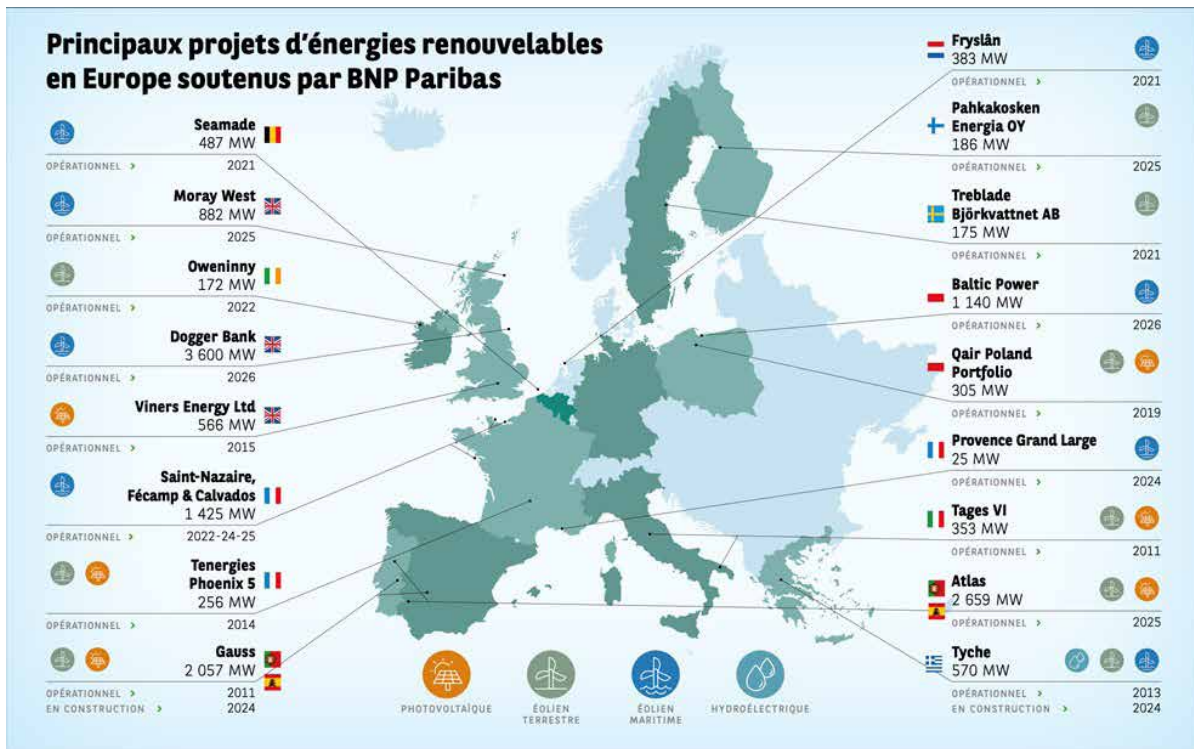
Aujourd'hui, BNP Paribas, qui n'accorde plus de financement dédié à des projets de développement de nouveaux champs pétroliers ou gaziers et qui s'abstient de participer à de nombreux financements, y compris obligataires, dans ce secteur, répond dans un même temps à l'objectif fixé lors de la COP28 de tripler les capacités d'énergies renouvelables d'ici 2030 en finançant les grands parcs éoliens en France, mais

aussi au Royaume-Uni, en Pologne avec Baltic Power, ou encore la plus grande ferme solaire et de stockage au monde en Californie. BNP Paribas contribue aussi de manière décisive au financement des « gigasines » de batteries qui se mettent en place en Europe pour répondre aux besoins d'une mobilité électrique généralisée.

Depuis 2022, BNP Paribas occupe la première place du marché mondial des émissions obligataires vertes, qui financent les infrastructures de transition des entreprises, des collectivités et des États. En tant que première banque pour la plupart des secteurs industriels en Europe, elle a un rôle important à jouer dans la transition des entreprises, bien au-delà du secteur de l'énergie. Les enjeux climatiques ont en effet déclenché une vague de mutations des industries qui ne fait que s'accélérer au rythme des nouvelles attentes des clients et des nouvelles opportunités que génère la transition. La place d'une grande banque est d'être aux premières loges pour faciliter l'aboutissement de ces projets. Pour atteindre ces cibles, d'importants moyens sont engagés par le Groupe : 200 milliards d'euros spécifiquement dédiés à l'accompagnement de ses clients dans la transition vers une économie bas-carbone d'ici 2025, ainsi qu'une équipe spécialisée de 200 banquiers, le Low Carbon Transition Group.

Mais la décarbonation de l'économie a d'abord comme cadre les politiques publiques et comme boussole les scénarios élaborés par les organisations professionnelles et scientifiques internationales. Membre fondateur de la Net Zero Banking Alliance, BNP Paribas

² Source : données internes – exposition de crédit en Md€ au 30.09.23 vs 30.09.22 ; bas-carbone (32Md€ au 30/09/23) : renouvelables (28,8Md€) + biocarburant (0,2Md€) + nucléaire (3Md€) ; énergies fossiles (17,3Md€ au 30/09/23) : raffinage (9Md€) + extraction et production gazière (4,3Md€) + extraction et production pétrolière (3,6Md€) + charbon (0,4Md€) ; évolutions 2012-2022 à titre illustratif ; le périmètre des énergies bas-carbone pourrait évoluer en fonction de l'avancée des technologies.



se mobilise avec des objectifs de réduction d'intensité carbone financée en adéquation avec les scénarios scientifiques³ pour les secteurs les plus émetteurs : le pétrole et le gaz, la production d'électricité, l'automobile, l'acier, l'aluminium, le ciment, le transport aérien, le transport maritime et l'immobilier commercial. La banque étend progressivement aux PME les acquis de son expérience en matière d'accompagnement de

la décarbonation, et développe sur tous ses marchés les offres permettant aux particuliers d'améliorer l'efficacité énergétique de leur logement ou d'électrifier leur mobilité.

L'ampleur de ces travaux est de plus en plus reconnue par différentes parties prenantes qui comparent les efforts des différentes banques internationales, à l'image de la note A décernée par le Carbon Disclosure Project (CDP) à BNP Paribas, seule grande banque à l'obtenir.

³ E.g. : scénario net zero emissions (NZE) 2050 de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) et les scénarios du GIEC adaptés par le NGFS.

Le reporting réglementaire : facilitateur de la transition des entreprises et des investissements

La transition s'inscrit dans le cadre réglementaire européen qui, au cours de la dernière décennie, a progressivement introduit le partage d'informations concernant les performances extra-financières, soulignant l'implication des banques dans la transition de l'économie à deux niveaux : en tant que banques d'entreprises sujettes d'abord au "Non-Financial Reporting Directive" (NFRD) puis à la "Corporate Sustainability Reporting Directive" (CSRD), et en tant que gestionnaire d'actifs avec la "Sustainable Finance Disclosure Regulation" (SFDR).

S'appliquant à environ 50 000 entreprises en Europe, la CSRD a pour objectif d'établir un constat rigoureux et auditable de leurs situations en matière de durabilité. Les banques disposent de leviers pour aider leur clientèle d'entreprises à s'approprier ce cadre et pourront l'utiliser pour consolider leur propre base de connaissances des clients. Cela va dans le sens du recueil de données que BNP Paribas entreprend avec son *ESG Assessment* depuis 2021. Celui-ci complète les outils de risques ESG (environnement, social, gouvernance) historiques du Groupe, à savoir ses politiques sectorielles et ses politiques de crédit. Initialement conçu pour les grandes entreprises, ce cadre d'évaluation ESG est progressivement adapté et étendu à différents segments de clientèles, de sorte à identifier et évaluer leurs performances et risques sur les dimensions environnementales (climat et biodiversité), sociales (santé, sécurité au travail et impact sur les communautés) et de gouvernance (éthique des affaires). Ce profil ESG permet par la suite à BNP Paribas d'éclairer l'analyse de ses clients, son processus d'octroi de crédit et ses décisions d'investissement afin de mieux les accompagner dans leur transition vers de modèles plus durables. Cette compréhension affinée peut en effet ouvrir la voie à des opportunités de financements innovants, tels que des crédits et obligations durables dont le taux est bonifié selon l'atteinte d'objectifs ESG.

Du côté des investissements, la réglementation SFDR a pour objectif de rendre plus transparente et lisible la classification des fonds, grâce à la divulgation des informations sur la durabilité des produits financiers – comprenant les conseils, la gestion de portefeuille, ou encore les produits d'épargne retraite individuelle –, et sur les facteurs extra-financiers intégrés dans les processus de prise de décision d'investissement. Elle permet ainsi aux investisseurs de mieux identifier les fonds selon leur potentiel de durabilité et d'intégrer cette dimension dans les paramètres de la relation client, comme l'a fait BNP Paribas Asset Management dont 90 % des actifs sous gestion ouverts distribués en Europe⁴ prennent en compte des critères sociaux et / ou environnementaux (article 8) ou ont un objectif d'investissement durable (article 9). Ces fonds contribuent à la transition de l'économie, tels que le BNP

Paribas Climate Impact Infrastructure Debt, fonds classé à l'article 9 du règlement SFDR, qui a pour ambition de lever 500 à 750 millions d'euros auprès d'investisseurs institutionnels en faveur de projets d'énergies renouvelables, de mobilité propre et d'économie circulaire en Europe.

Pour peu que les textes soient stables et cohérents entre eux, la réglementation et les *reportings* relatifs permettent donc aux institutions financières d'acquérir une meilleure compréhension de leurs clients et des investissements durables, et dès lors de les accompagner vers des modèles plus respectueux des enjeux de durabilité.

La transformation de l'économie et des banques par la finance durable

La transition seule des acteurs économiques « historiques » est-elle suffisante ? Pour répondre efficacement aux défis contemporains, l'innovation a une place importante.

Prenons l'exemple de la biodiversité. Tout comme pour l'énergie, BNP Paribas a pris des engagements de sortie de financements (e.g. politique zéro déforestation pour le bœuf et le soja en Amazonie et au Cerrado d'ici 2025) basés sur les évaluations et synthèses scientifiques (IPBES) et un objectif commercial important (4 milliards d'euros de financements pour la protection de la biodiversité terrestre et marine d'ici 2025). Le Groupe a également contribué aux travaux de la Taskforce on Nature-related Financial Disclosures afin d'établir des normes de *reporting* par lesquelles les entreprises font état de l'impact de leurs activités sur la biodiversité et des risques afférents. Pour mesurer concrètement ces impacts, mission encore plus complexe que l'empreinte carbone, de nouvelles collaborations entre la science et l'entreprise sont nécessaires, souvent matérialisées par des start-ups. C'est ainsi que BNP Paribas a investi dans NatureMetrics, une start-up anglaise spécialisée dans l'ADN environnemental, une approche qui permet de « lire » les traces laissées par le vivant dans un écosystème et de comprendre notamment l'impact de l'économie sur celui-ci.

Dans le cadre de son enveloppe d'investissements à impact, BNP Paribas est entré au capital de Printemps des Terres. Cette société à mission achète des terres agricoles appauvries ou en friche, des zones humides dégradées et des forêts en mauvais état, et les loue à de jeunes agriculteurs, formés à les restaurer de façon pérenne en écosystèmes générateurs de biodiversité et de séquestration naturelle du carbone. Ces agriculteurs ont la possibilité d'acheter les biens fonciers à des conditions avantageuses dès la cinquième année, à la condition expresse de garantir à long terme la poursuite de pratiques agricoles durables.

L'émergence de tels acteurs contribue à transformer l'économie en repensant ses pratiques et modèles.

⁴ 254 milliards d'euros à fin 2023, objectif 2025 de 300 milliards d'euros.

La transformation de l'économie à travers celle des banques

La transformation de l'économie passe également par la création d'offres bancaires nouvelles, dont les prêts, crédits et fonds d'investissement durables précédemment mentionnés.

Il s'agit aussi de développer des offres adaptées à l'émergence d'entreprises à impact positif, que ce soient des entreprises de l'économie sociale et solidaire (ESS) ou de statut classique, qui créent de nouveaux modèles combinant souvent inclusion sociale et action environnementale, se plaçant ainsi au service d'une « transition juste ». Mobilisant un réseau de plus de 200 chargés d'affaires référents entrepreneuriat à impact, le programme Act for Impact de BNP Paribas répond aux besoins de ces entrepreneurs de bénéficier de financements hybrides combinant subventions, crédits publics, crédits bancaires et investissements solidaires, et d'un suivi prenant compte de leur profil de risque atypique. Le Groupe est en outre devenu *leader* européen des contrats à impact, une solution financière innovante qui permet à des acteurs privés et publics d'investir dans des solutions de bien commun implémentées par des acteurs de l'ESS.

Ayant à cœur d'être au service d'un monde plus inclusif, BNP Paribas a développé différentes offres transformantes et s'affranchissant des conventions bancaires : besoin de revenus, de situation stable, de garant... Nickel⁵, par exemple, rend le service bancaire accessible à tous, sans condition de revenus, et y compris à ceux en situation d'interdit bancaire. À ce jour, il dépasse le cap des 3,6 millions de comptes ouverts en Europe. Le Groupe appuie aussi des institutions de microfinance (IMF), pour un soutien de 345 millions d'euros en 2023, qui octroient des microcrédits en faveur des populations défavorisées et exclues du système bancaire traditionnel afin qu'elles aient la capacité de lancer leur propre activité. Enfin, alors qu'il semblait impensable de pouvoir proposer des prêts sans garant, BNP Paribas a développé une offre avec les associations hébergées par L'Ascenseur⁶, permettant aux étudiants boursiers de financer leurs

études supérieures en l'absence d'un proche pouvant assurer le remboursement du prêt. Entre mars 2021 et décembre 2023, ce sont près de 1 800 étudiants qui ont pu en bénéficier. En utilisant ses leviers de banque et en défiant ses normes, BNP Paribas aspire à apporter de réelles transformations dans l'économie, avec la création d'offres favorisant l'entrepreneuriat à impact et l'inclusion financière.

Pour amener ces changements, un réel travail doit être mené en interne pour embarquer l'ensemble des collaborateurs. Il s'agit de sensibiliser et de former pour mobiliser. Au sein de BNP Paribas, la Sustainability Academy, véritable académie de la finance durable, rassemble de nombreux contenus et a permis à 100 000 collaborateurs de se former aux enjeux de développement durable. Cette dernière est consolidée par un réseau interne d'experts en transitions durables, le NEST. La mobilisation est totale, y compris en matière de philanthropie *via* sa Fondation qui soutient des programmes de recherche scientifique dans le domaine du climat et de la biodiversité.

Conclusion

Permettre aux acteurs économiques de traverser les défis d'aujourd'hui et former de nouvelles solutions y répondant : tel est l'apport de la finance durable. Il s'agit de faire des changements profonds, mais sans faire table rase de l'existant. Le risque de *greenwashing* a souvent été mis en avant ces dernières années. Nous considérons plutôt, pour notre part, que face à un changement d'une telle envergure, un temps d'expérimentation et de mise au point est d'autant plus nécessaire que des réglementations se mettent rapidement en place, imposant des contraintes logistiques inédites dans des domaines où la collecte de données commence tout juste à s'organiser. L'urgence climatique est indéniable, mais il existe un temps incompressible pour s'organiser, et les efforts doivent s'apprécier dans la durée. La transformation qui a débuté après l'Accord de Paris et l'adoption par l'ONU de 17 objectifs de développement durable sera un marathon. Au bout du compte, la finance et particulièrement la banque – qui en est sa déclinaison au service de tous – ne sauraient exister sans être durables.

⁵ Filiale de BNP Paribas.

⁶ Tiers-lieu dédié à l'égalité des chances, rassemblant une vingtaine d'associations et d'entreprises de l'ESS, rendu possible par BNP Paribas.

Mobiliser les investisseurs en faveur du développement durable : l'exemple européen des marchés obligataires verts, sociaux et durables

Par Cyril ROUSSEAU

Directeur général des finances de la Banque européenne d'investissement (BEI)

Et Tomomitsu Victor MARUTA

Officier associé pour la finance durable à la BEI

Lancées par la Banque européenne d'investissement (BEI) en 2007, les obligations vertes sont émises aujourd'hui dans le monde entier, à hauteur d'environ 600 milliards d'euros par an aujourd'hui. L'essor du marché s'est accompagné d'une évolution de la gouvernance, allant de l'auto-régulation vers l'instauration de cadres réglementaires officiels. Celui de l'Union européenne est le plus ambitieux avec la classification de la finance durable la plus avancée (« la taxinomie européenne »). Cette classification doit contribuer à la transparence et au bon fonctionnement du marché, et favoriser le développement de l'union des marchés de capitaux. Toutefois, la difficulté d'application de la taxinomie risque de mener à l'inaction. La Commission européenne et la plateforme européenne sur la finance durable encouragent donc une approche proactive et graduelle. En tant que banque européenne du climat, la BEI s'efforce d'être un fer de lance de la mise en œuvre graduelle des normes européennes pour la finance durable.

Les marchés obligataires verts, sociaux et durables : entre essor mondial et mutations de gouvernance

Lancées par la BEI en 2007, les obligations vertes sont émises aujourd'hui dans le monde entier

La décarbonation de l'économie requiert de canaliser davantage d'investissements publics et privés vers des projets clairement définis. L'idée des obligations vertes, sociales et durables, qui a émergé au début du siècle et, dans le cas du financement d'actifs verts, s'est matérialisée lorsque la BEI (Banque européenne d'investissement) a émis en 2007 la première obligation verte, est d'établir, au travers de l'ensemble des activités d'une entreprise, d'une institution, d'un État, un fléchage clair et transparent des montants levés par ces obligations et des activités spécifiques, sans pour autant (à la différence par exemple d'une structure de financement de projet) exposer l'investisseur à un risque spécifique à ces activités. Ces produits

permettent donc à l'investisseur obligataire de valoriser sa contribution à des activités sans pour autant s'écarter du profil de risque habituel de ses investissements, ce qui a facilité le développement rapide de ce marché. Ces obligations impliquent avant tout une exigence de clarté à des fins durables, et le marché obligataire devient ainsi de plus en plus important pour apprécier le fléchage des capitaux vers le développement durable de l'économie. Contrairement aux obligations à usage général, ces obligations lèvent des fonds pour une utilisation spécifique : environnementale (« obligations vertes »), sociale (« obligations sociales »), ou environnementale et sociale (« obligations durables »).

Le montant annuel des émissions d'obligations vertes, sociales et durables voisine désormais le billion (mille milliards) d'euros. Cette innovation financière permet de mobiliser la communauté des investisseurs et des banques pour contribuer à relever les défis liés au changement climatique et au développement durable. Le rôle pionnier joué par la BEI reflète celui des acteurs européens en général, et l'Europe demeure la principale région d'émission des obligations thématiques.

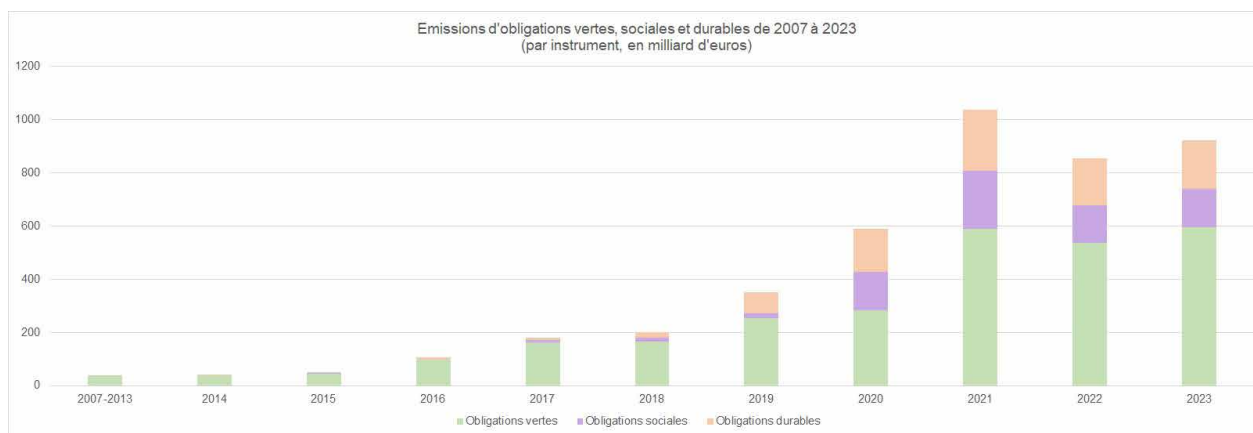


Figure 1 : Évolution des émissions d'obligations vertes, sociales et durables de 2007 à 2023, par instrument, en milliard d'euros (Source : Bloomberg New Energy Finance, données à fin 2023).

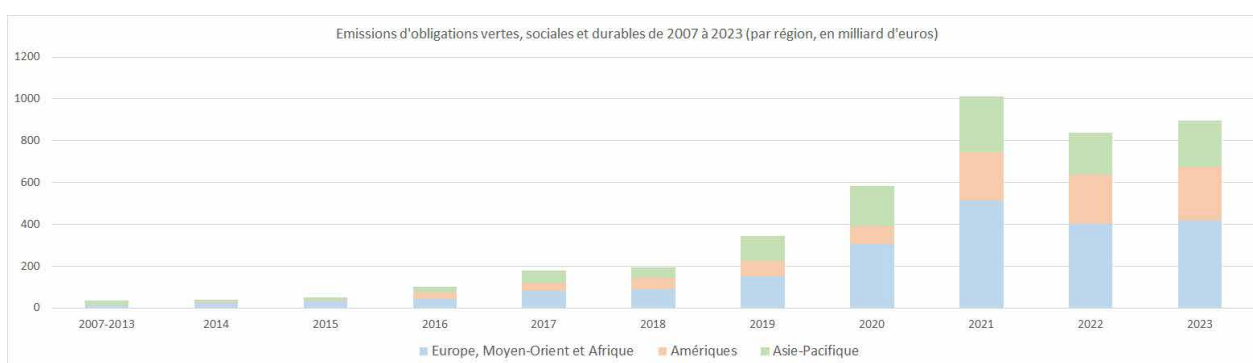


Figure 2 : Évolution des émissions d'obligations vertes, sociales et durables de 2007 à aujourd'hui, par région, en milliard d'euros, (Source : Bloomberg New Energy Finance, données au 31 mai 2024).

L'évolution du marché obligataire vert : de l'autonomie à l'intervention des régulateurs

L'analyse comparative est un élément clé de la concurrence, du fonctionnement et du développement de tout marché, y compris le marché des obligations vertes, sociales et durables. Sans règles communes permettant de comparer ces obligations, le marché peinait à pleinement se développer.

Le marché obligataire vert peut être pris comme exemple. L'absence de conditions de concurrence équitable a conduit les acteurs du marché à coopérer pour remédier au manque de clarté dans ses différentes composantes : transparence, responsabilité, comparabilité et fiabilité.

Ce processus d'autorégulation s'est traduit par l'adoption en janvier 2014 des règles fondamentales de transparence et de responsabilité promues par les « Principes des obligations vertes », association coordonnée par l'Association internationale des marchés de capitaux (en anglais ICMA), et par l'accord de onze institutions financières internationales coordonné par la BEI sur une harmonisation des rapports d'impact des obligations vertes en décembre 2015.

La comparabilité accrue des obligations vertes a attiré l'attention des décideurs politiques sur l'absence de

consensus quant à la définition et la mesure d'impact des activités économiques. Fin 2015, l'Accord de Paris plaide en faveur de la transparence, de la responsabilité et de la conformité, et la Chine lançait le premier catalogue officiel de projets soutenus par les obligations vertes.

En septembre 2016, l'Union européenne (UE) a annoncé son plan de réforme de la finance durable dans le contexte de mesures visant à favoriser l'Union des marchés de capitaux (UMC), et, dans le même temps, le G20 qualifiait le manque de clarté de défi majeur de la finance verte¹. Le pilier de la réforme de l'UE a été la législation établissant un ensemble unique de critères dans une taxinomie pour l'évaluation uniforme des activités économiques vertes dans l'ensemble des juridictions de l'UE et tout au long de la chaîne d'investissement. Cette approche alimente des initiatives analogues en dehors de l'UE, et constitue une référence solide pour la coopération internationale, l'Europe figurant à la tête des marchés obligataires verts (cf. Figure 2 ci-dessus).

¹ Groupe d'étude de la finance verte du G20, « Rapport de synthèse du G20 sur la finance verte », 5 septembre 2016, https://g20sfdg.org/wp-content/uploads/2021/07/2016_Synthesis_Report_Full_EN.pdf

L'importance du règlement de l'UE sur les obligations vertes

En novembre 2023, le Parlement et le Conseil de l'UE ont adopté le règlement sur les obligations vertes européennes et la publication facultative d'informations pour les obligations commercialisées en tant qu'obligations durables sur le plan environnemental et pour les obligations liées à la durabilité (« règlement sur les obligations vertes »).

Ce règlement requiert l'alignement de l'utilisation des fonds sur la taxinomie européenne. Applicable sur une base volontaire à partir du 21 décembre 2024, ce règlement est à la fois flexible et exigeant. Les émetteurs ont le choix de suivre ce règlement ou non ou bien en partie, ce qui leur permet de démontrer leur alignement graduel ou complet sur la taxinomie.

Combinées, la taxinomie et le règlement sur les obligations vertes favorisent la classification uniforme et fiable des activités économiques durables au sein du marché intérieur de l'UE, favorisant la diffusion d'informations standardisées qui peuvent être comparées par les investisseurs. Une telle classification est une condition essentielle à une concurrence loyale ; à l'efficacité des investissements au sein d'une Union des marchés de capitaux en cours de développement ; aux côtés des autres initiatives réglementaires (à l'instar du ratio d'actifs verts mais aussi d'indicateurs concernant l'alignement des dépenses d'investissement en capital et des dépenses d'exploitation) incitant au développement de la finance durable, elle favorise la production de données qui permettront non seulement de guider les décisions des investisseurs, mais aussi d'éclairer la recherche sur les politiques environnementales et l'analyse de leur mise en œuvre. Elles pourraient aussi, *in fine*, contribuer à une tarification efficace des alternatives d'investissements par des signaux-prix en faveur des actifs verts bien que l'expérience accumulée (avec des écarts de prix très faibles par rapport aux obligations classiques) montre qu'ils demeurent de second ordre par rapport à ceux résultant des politiques publiques indispensables, telles la tarification de prix du carbone cohérents avec les objectifs de la transition.

Une approche pragmatique de la taxinomie par le marché des obligations vertes

Appliquer la taxinomie : un défi qui appelle à la précision mais pas à l'inaction

Outre l'exigence et la complexité de certains critères techniques ainsi que l'absence de certaines données, la capacité des émetteurs à collecter les données requises par la taxinomie peut être limitée par la nature de leurs opérations, par exemple pour les États : les programmes budgétaires, ou pour les intermédiaires financiers : les prêts dont l'usage n'est pas spécifié *ex ante*, ou encore les prêts intermédiés. Par ailleurs, des différences persistent entre les critères de l'UE et les critères nationaux. Enfin, il n'existe pas encore de

pratiques de marché officiellement validées et de procédures d'audit standardisées.

Si la prudence est de mise, certains peuvent être tentés par la passivité. L'incapacité des émetteurs à fournir immédiatement l'intégralité des informations nécessaires pour démontrer sans ambiguïté un alignement complet sur la taxinomie risque de les dissuader de soutenir activement la transition.

Certains peuvent redouter qu'une application imparfaite de la taxinomie soit suivie d'accusations d'écoblanchiment. Cette crainte de critiques augmente exponentiellement lorsque la collecte de données va au-delà du périmètre des obligations vertes, et s'étend à l'ensemble des activités de l'émetteur.

Une perspective positive est nécessaire pour dissiper les craintes. Il s'agit de mettre l'accent sur la valeur instrumentale de la taxinomie pour une transition pragmatique du marché. Les investisseurs gagnent à être informés du soutien apporté par les émetteurs à la transformation de l'économie dans son ensemble, et non pas uniquement des activités pleinement alignées sur la taxinomie. Les émetteurs sont encouragés à considérer le règlement sur les obligations vertes comme une opportunité commerciale et une source d'avantage compétitif. À cette fin, il est nécessaire de préciser que :

- la classification des investissements selon la taxinomie peut s'appliquer indépendamment de la sélection des investissements pour l'affectation de fonds levés par les obligations vertes : la première n'exerce aucune contrainte sur la seconde et vise plutôt à identifier le point de départ de l'alignement graduel de la seconde ;
- en mettant en valeur l'alignement progressif, l'on peut faciliter l'obtention de premiers résultats positifs qui peuvent être communiqués aux investisseurs ; et ces derniers peuvent encourager les émetteurs à continuer à aller de l'avant dans cette tâche délicate.

Une stratégie d'alignement progressif sur la taxinomie et le règlement sur les obligations vertes peut devenir un instrument d'amélioration continue de la durabilité pour toutes les activités de l'émetteur, y compris celles respectant uniquement le principe d'innocuité.

Un tournant bénéfique pour le développement du marché : les récents encouragements des instances en faveur d'une approche proactive et graduelle

Les autorités de régulation et de surveillance souhaitent voir le marché entreprendre volontairement des stratégies d'alignement progressif, tout en réaffirmant légitimement qu'aucun alignement complet ne peut être revendiqué tant que toutes les conditions ne sont pas remplies.

Le 21 décembre 2023, en parallèle de l'entrée en vigueur du règlement sur les obligations vertes, la Commission

a déclaré² : « [...] en l'absence de données suffisantes et d'éléments de preuve adéquats, les entreprises financières sont encouragées à publier volontairement [...] toute information relative à un alignement partiel de leurs expositions sur la taxinomie de l'UE (c'est-à-dire lorsque seuls certains critères de la taxinomie sont remplis ou s'avèrent remplis) ».

La Commission est conseillée par une plateforme européenne sur la finance durable, composée d'acteurs du marché et de la société civile et d'institutions européennes. En janvier, cette plateforme a publié son rapport sur le recueil des pratiques de marché³. Ce rapport fournit des recommandations aux émetteurs d'obligations vertes du secteur public, fondées sur une analyse détaillée du marché. Celle-ci repose sur l'étude de données publiques et un dialogue avec des émetteurs représentant plus de 90 % des obligations vertes émises par des émetteurs du secteur public établis dans l'UE, et plus de 40 % des obligations vertes émises par l'ensemble des émetteurs établis dans l'UE⁴.

Les principales conclusions^{5,6} sont :

- la reconnaissance de la valeur de la taxinomie pour le marché – son usage est de plus en plus attendu et demandé par les investisseurs ;
- l'alignement graduel des émetteurs d'obligations vertes sur la taxinomie en combinant : une analyse plutôt détaillée concernant la contribution substantielle, et une évaluation plus générale concernant l'innocuité et les garanties minimales.

Conformément à l'article 26 du règlement sur la taxinomie, cela souligne que l'établissement de la taxinomie est un processus qui tient compte de l'expérience réelle des praticiens du marché recueillie par la plateforme.

² COMMISSION EUROPEENNE, « Projet de communication sur l'interprétation et la mise en œuvre de certaines dispositions juridiques de l'acte délégué sur la publication d'informations au titre de l'article 8 du règlement sur la taxinomie de l'UE concernant la déclaration des activités et actifs économiques éligibles à la taxinomie et alignés sur la taxinomie », décembre 2023, https://ec.europa.eu/finance/docs/law/231221-draft-commission-notice-eu-taxonomy-reporting-financials_en.pdf

³ PLATEFORME EUROPÉENNE SUR LA FINANCE DURABLE, « Recueil de pratiques du marché – comment la taxinomie européenne et le cadre de la finance durable aident la transition des acteurs financiers et non financier vers le net zéro », janvier 2024, https://finance.ec.europa.eu/document/download/ff44591e-9d83-4027-a079-f3fe23bbaf41_en?filename=240129-sf-platform-report-market-practices-compendium-report_en.pdf

⁴ Cf. pages 175-222 de l'annexe du rapport de la plateforme précédemment mentionné, https://finance.ec.europa.eu/document/download/19dde02d-591c-4ad3-9afc-bd3f372857d4_en?filename=240129-sf-platform-report-market-practices-compendium-annex_en.pdf

⁵ Cf. résumé aux pages 176-179 de l'annexe du rapport de la plateforme, https://finance.ec.europa.eu/document/download/19dde02d-591c-4ad3-9afc-bd3f372857d4_en?filename=240129-sf-platform-report-market-practices-compendium-annex_en.pdf

⁶ Cf. commentaires d'experts partagés lors d'un webinar diffusé par la Commission et la plateforme le 6 février, <https://webcast.ec.europa.eu/webinar-on-the-compendium-of-market-practices-platform-on-sustainable-finance-24-02-06>

Le rôle de la BEI en appui au développement des normes européennes sur la finance durable

Dès leur création, les obligations vertes de la BEI ont eu pour objectifs la reddition de compte des décaissements de prêts en faveur de projets éligibles, et la définition précise des projets éligibles. La taxinomie sert de manière significative ce double objectif. C'est la raison pour laquelle la BEI a adapté en septembre 2018 la documentation relative à ses obligations pour le climat ("*climate awareness bonds*", qui se concentrent sur la lutte contre le changement climatique) et ses autres obligations pour le développement durable ("*sustainability awareness bonds*", qui se concentrent sur les autres objectifs environnementaux et sociaux) en fonction de l'évolution de la législation de l'UE sur la finance durable. Dans ce cadre, la BEI fit référence à la taxinomie alors qu'elle n'était qu'une proposition en cours de discussion.

L'objectif d'un alignement progressif sur le règlement européen sur les obligations vertes a été formalisé par la BEI en novembre 2020 dans sa feuille de route de banque du climat pour la période 2021-2025. Grâce à cet alignement progressif, la BEI a élargi le périmètre de l'utilisation des fonds levés par ses obligations climat et durables.

Cet élargissement du périmètre a permis la croissance du volume des émissions. Au sein de la communauté des banques multilatérales, à fin mai 2024, la BEI est la première émettrice d'obligations vertes et durables avec plus de 93 milliards d'euros émis depuis 2007.

Depuis 2020, la BEI a révisé ses critères d'éligibilité afin d'aligner progressivement l'utilisation des fonds levés par ses obligations pour le climat sur les critères d'examen technique relatifs à la contribution substantielle à l'atténuation du changement climatique, prévus par l'acte délégué sur le climat. En 2022, pour toutes les activités éligibles à la taxinomie, la réalisation de cet objectif fut confirmée par un audit externe avec le plus haut niveau d'assurance du marché⁷. C'est en établissant des faits pouvant être audités que l'on peut progresser dans l'alignement. Concernant l'innocuité et les garanties minimales, la BEI a fourni une estimation auditée de son alignement, grâce à une analyse comparative de ses standards environnementaux et sociaux et des dispositions pertinentes du règlement sur la taxinomie, garantissant ainsi un alignement sur la logique de la taxinomie. Ces étapes permettent désormais une analyse plus concrète de l'alignement des projets sur les critères techniques liés au principe d'innocuité et sur les garanties minimales, en dialogue avec les clients, la plateforme et les auditeurs. Cette expérience peut aussi bénéficier à des clients par le biais d'activités de conseil.

⁷ BANQUE EUROPEENNE D'INVESTISSEMENT, "2022 Climate Awareness Bond Framework", <https://www.eib.org/attachments/fi/eib-cab-framework-2022.pdf>

Périmètre actuel des obligations climat et durables de la BEI

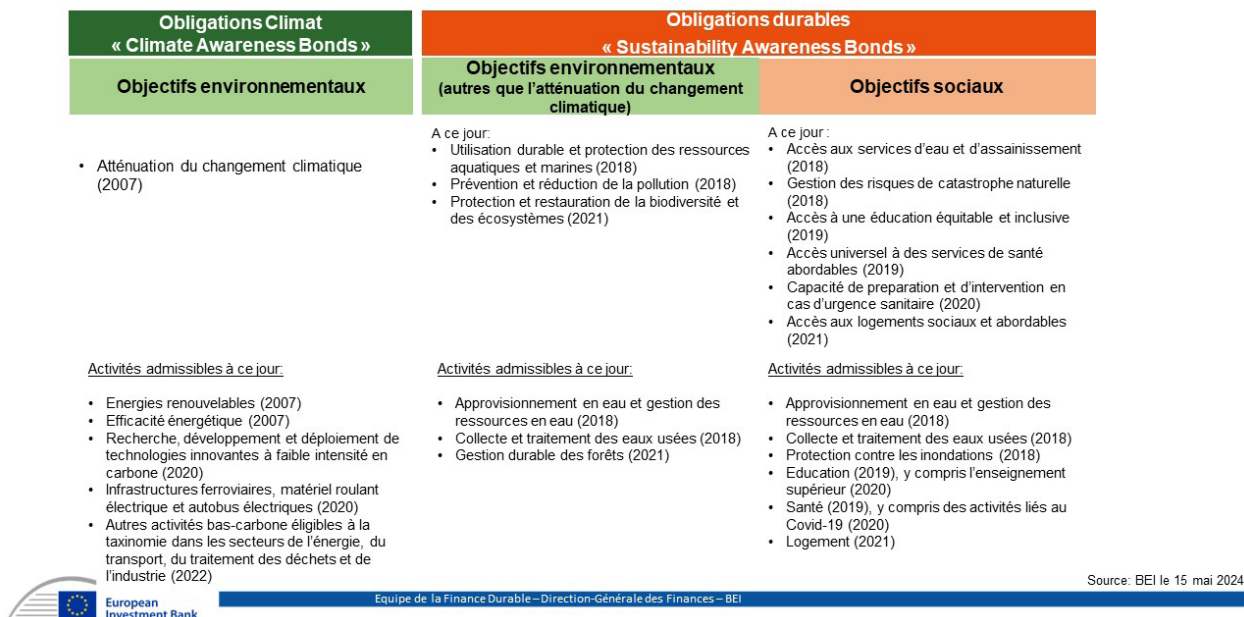
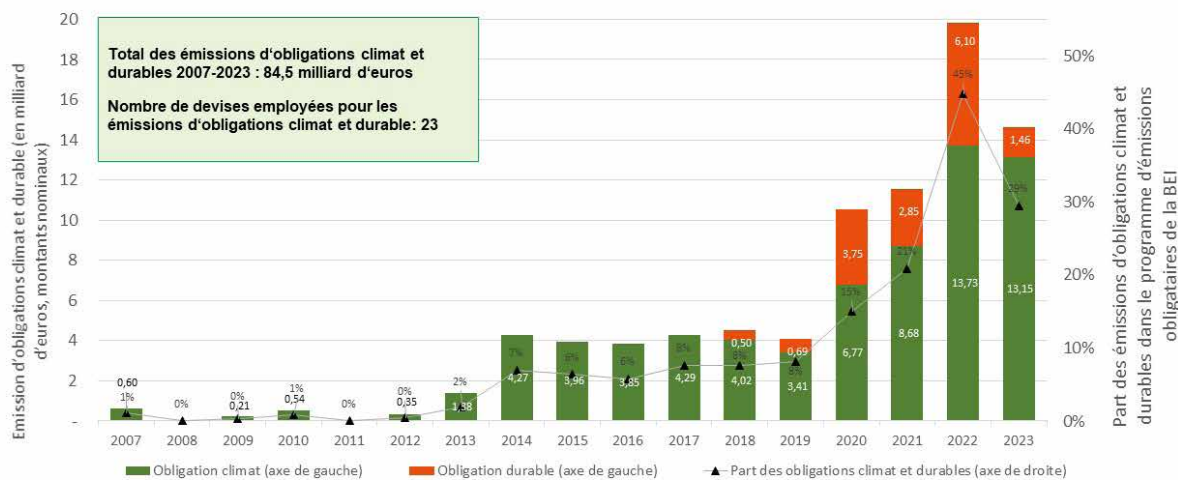


Figure 3 : Périmètre actuel des obligations climat et durables de la BEI (Source : BEI, mai 2024).

La stratégie d'alignement graduel avec la taxinomie et le règlement européen sur les obligations vertes sont les moteurs de la croissance des émissions obligataires climat et durables de la BEI



Source: BEI, 15 mai 2024

Figure 4 : Évolution des émissions d'obligations climat et durables de la BEI, en milliards d'euros, et en part du programme d'émissions obligataires de la BEI (Source : BEI, fin 2023).

Conclusion

En conclusion, le développement du marché obligataire vert démontre la complémentarité des marchés et des régulateurs pour la mobilisation des investisseurs en faveur du développement durable. Dans son rôle hybride de banque et d'institution européenne, la BEI soutient pleinement les récentes positions de la Commission et de la plateforme en faveur d'une approche proactive concernant la taxinomie. En tant

que banque européenne du climat, la BEI réalise désormais plus de la moitié de ses investissements sur des activités vertes, et s'est engagée à soutenir la mobilisation de 1 000 milliards d'euros d'investissements verts au cours de la décennie 2021-2030. L'ambition de la BEI est de faire avancer la finance durable en déployant avec pragmatisme l'éventail de ses activités bancaires et institutionnelles : émission obligataire, prêt, conseil, et contribution à la révision de la taxinomie via la plateforme européenne sur la finance durable.

La finance durable : des enjeux et des défis pour les assureurs

Par Florence LUSTMAN

Présidente de France Assureurs (ex-FFA)

Parce qu'ils accompagnent les évolutions de la société et anticipent les défis de demain, les assureurs sont des acteurs de premier plan dans la lutte contre le dérèglement climatique. Les investissements nécessaires pour réussir la transition écologique et atteindre les objectifs de l'Accord de Paris se chiffrent en milliers de milliards d'euros. Avec la protection, l'activité d'investisseur est l'un des deux fondamentaux du métier d'assureur. En choisissant d'orienter leurs investissements vers des entreprises ou des start-ups qui répondent aux critères ESG, et en les aidant à atteindre leurs objectifs, les assureurs jouent un rôle de premier plan.

Tous les rapports de risques prospectifs, que ce soit celui du Forum Économique Mondial, d'Axa, ou de Swiss Re, s'accordent pour désigner le changement climatique comme le plus grand risque actuel. Les Français en ont d'ailleurs bien conscience puisqu'ils sont 73 %¹ à exprimer leur vulnérabilité face au risque climatique, et 92 % à estimer que les assureurs ont un rôle essentiel ou important à jouer face au risque de catastrophe naturelle. Lorsqu'une catastrophe naturelle survient, lorsque le risque se matérialise, les assureurs sont en effet là pour réparer les dommages, aider les personnes et les entreprises à se reconstruire. N'oublions pas néanmoins que les tempêtes, les orages ou les inondations sont avant tout des drames humains, et que c'est notre devoir collectif d'en limiter les effets.

Vers un doublement du coût des sinistres liés aux événements naturels

La gestion des risques est le cœur du métier des assureurs. Couvrir les risques signifie les analyser pour mieux les comprendre, les prévenir et en indemniser les conséquences lorsqu'ils se réalisent. L'anticipation est donc la première étape de la gestion des risques. C'est dans ce cadre que, chaque année depuis sept ans maintenant, France Assureurs publie à destination de l'ensemble des acteurs de l'économie une cartographie prospective d'analyse des risques à cinq ans qui permet à la fois de mieux les anticiper et de s'en prémunir plus efficacement. C'est également avec cet objectif que nous avons créé, il y a plus de vingt ans, la Mission Risques Naturels (MRN), chargée de l'étude des phénomènes naturels. Et face à l'accroissement en fréquence et en intensité des événements naturels, nous avons souhaité éclairer l'avenir en réalisant fin 2021 une étude « climat » menée avec des scientifiques, des météorologues et des économistes.

Cette étude conclut que le coût global cumulé des sinistres liés aux événements naturels pourrait doubler sur les trente prochaines années pour atteindre 143 milliards d'euros entre 2020 et 2050. Parmi les événements naturels étudiés, la sécheresse est le péril dont le coût augmenterait le plus rapidement, avec un coût cumulé qui pourrait tripler d'ici 2050. Cette accélération tient à l'amplification du phénomène de retrait-gonflement des argiles (RGA) qui est à l'origine de fissures dans les maisons construites sur des sols argileux : sous l'effet de l'eau, l'argile, fortement présente sur notre territoire, gonfle comme une éponge, puis se rétracte en séchant, ce qui endommage le bâti. L'année 2022 a malheureusement confirmé nos anticipations puisque que le coût de la sécheresse a atteint 3,5 milliards d'euros contre environ 1 milliard d'euros en moyenne par an depuis 2016.

La prévention, un levier au cœur de la maîtrise des risques

Le meilleur sinistre, c'est celui qui ne se produit pas car il a été évité grâce à la prévention. Face au risque que représente le RGA, un risque qui pourrait toucher près de onze millions de maisons soit plus d'une maison sur deux, il est urgent d'accélérer le déploiement de politiques de prévention, car c'est en diminuant le niveau d'exposition à ce phénomène et en le maîtrisant qu'il sera possible de continuer à l'assurer dans des conditions acceptables. C'est dans cette optique que France Assureurs a lancé en octobre 2023, conjointement avec la Caisse Centrale de Réassurance et la Mission Risques Naturels, le projet Initiative Sécheresse. Mené sur une durée de cinq ans, ce projet évaluera l'efficacité de solutions de prévention et de protection additionnelles aux méthodes de réparation préconisées par les experts. Un bilan complet, réalisé à son terme, permettra d'identifier les technologies les plus pertinentes pour renforcer durablement la résilience des maisons

¹ Référence : sondage Elabe / France Assureurs mars 2024.

individuelles. Initiative Sécheresse est un exemple de solution basée sur l'innovation et l'intelligence collectives, à l'instar de ce que propose Enrico Letta dans son rapport sur la compétitivité européenne avec la création d'une cinquième liberté européenne, celle d'innover. Les innovations couplées à la prévention permettront de relever les défis qui sont devant nous, mais évidemment elles devront être financées, et là aussi, les assureurs ont un rôle clé à jouer.

En matière de prévention des risques naturels, la marge de progression demeure importante, ne serait-ce qu'en raison d'un déficit de connaissance au sein de la population, des entreprises et des collectivités locales. Un sondage d'Assurance Prévention, l'association de France Assureurs dédiée à la prévention, souligne que 79 % des Français sont bien conscients de l'importance des risques naturels mais que seulement 38 % d'entre eux se sont préparés à y faire face. C'est la raison pour laquelle les assureurs se mobilisent fortement : nous avons lancé à destination des assurés individuels une campagne de sensibilisation sur la « bonne réaction à avoir » en cas de catastrophe naturelle. Pour les entreprises, nous avons élaboré un guide sur les inondations et nous travaillons actuellement sur d'autres risques naturels comme la tempête ou la grêle. Nous avons également publié toute une palette de guides tels que « 15 réflexes pour bien s'assurer – aléas naturels » qui reprend les bonnes pratiques à déployer. Tous ces contenus sont disponibles sur le site de France Assureurs. La prévention requiert un alignement et un engagement total de l'ensemble des parties prenantes, individus, entreprises – *via* l'intégration des catastrophes naturelles dans les plans de reprise d'activité (PRA) et de continuité d'activité (PCA) –, pouvoirs publics – avec l'aménagement du territoire –, et collectivités territoriales – avec les plans de prévention de risques naturels (PPRN), une obligation réglementaire effectivement mise en œuvre par seulement 40 % d'entre elles. C'est pourquoi nous nous félicitons de la mise en place depuis trois ans d'une « Journée nationale de la résilience » le 13 octobre, tout en souhaitant qu'elle soit déclinée au plan local avec toutes les parties prenantes.

Préparer l'assurabilité de demain en finançant les transitions

Selon une estimation de la Commission européenne, les besoins nécessaires pour financer les transitions (écologique, énergétique et digitale) en Europe s'élèvent à 750 milliards d'euros par an sur les dix prochaines années, dont 620 milliards pour la seule transition écologique. Grâce à l'épargne et aux cotisations qui lui sont confiées, l'assurance est un investisseur de premier plan. *Via* ces investissements, les assureurs préparent l'assurabilité de demain en finançant les transitions auxquelles est confrontée la société. S'assurer constitue donc un acte doublement citoyen de protection contre les risques, d'une part, et de contribution au financement de l'économie et de ses transitions, d'autre part.

L'assurance vie en particulier participe activement à l'accélération de la transition vers une finance verte et bas-carbone grâce à la large palette de supports proposés par les assureurs. L'introduction et la promotion de labels spécifiques constituent un levier pour dynamiser l'épargne en faveur de la transition écologique. Six Français sur dix accordent en effet une importance significative aux impacts environnementaux et sociaux dans leurs décisions d'investissement : la création d'un label « Transition », inspirée du succès du label « Relance », permettrait d'augmenter l'attractivité des UC durables et d'offrir aux épargnants des options alignées avec leurs valeurs en matière de développement durable.

En capitalisant sur les réussites des labels existants, tels que le label ISR², créé en 2016, qui a déjà guidé 200 milliards d'euros de placements des assureurs vie vers des fonds respectant les principes de l'investissement socialement responsable, les assureurs se positionnent comme des acteurs clés dans l'orientation de l'épargne vers une économie plus verte. Ce processus de labellisation impose que les fonds candidats répondent à un ensemble de critères répartis en six « piliers » et soumis à un audit. Il assure une rigueur et une transparence qui renforcent la confiance des épargnants dans ces produits financiers.

Quand on les interroge, les épargnants français répondent très majoritairement qu'ils recherchent avant tout sécurité et liquidité pour leur épargne, loin devant la performance. Le contrat d'assurance vie en euros avec son capital garanti permet de répondre à leurs attentes. L'ampleur de son compartiment d'actifs (986 milliards d'euros) permet de mutualiser les placements qui le composent, et donc d'y introduire des investissements risqués : telle est la « magie » du fonds euros ! Et si les assurés s'autorisent une certaine prise de risque en investissant une partie de leur épargne en unités de compte (UC), c'est aussi parce qu'ils disposent d'une garantie en capital sur le compartiment en euros.

Il ne faut cependant pas oublier que si nous bénéficions en France et en Europe de montants d'épargne très importants, ils ne suffiront pas seuls à financer les besoins colossaux liés aux transitions. Pour cela, il est indispensable d'attirer en Europe l'épargne extra-européenne et d'inverser le phénomène actuel qui fait de l'Europe un exportateur net d'épargne.

Se pose enfin, et peut-être surtout, la question de l'existence de projets concrets de transition et d'adaptation, et de leur rentabilité : il est crucial de faire émerger sur le plan européen les projets industriels qui nous permettront d'atteindre nos objectifs ambitieux en matière de durabilité.

² Voir dans ce numéro l'article « Le label ISR, un outil en évolution pour aider les investisseurs et les épargnants à participer à la finance durable » de Michèle PAPPALARDO, Présidente du comité du label ISR et présidente de la Fondation de l'Université Gustave Eiffel, pp. 38-42.

Accompagner le passage du « brun » au « vert »

Les assureurs accompagnent les entreprises dans leurs efforts de transition en investissant dans le renouvellement de leur outil industriel ou dans les infrastructures. Ainsi, 64 % des 2 500 milliards d'euros d'actifs détenus par les assureurs sont investis dans l'économie réelle, c'est-à-dire les entreprises et donc la croissance, et une large majorité des assureurs a engagé un dialogue avec les entreprises afin de les inciter à des pratiques de transition vertueuses. Le secteur porte une attention particulière à la sélection de ses investissements, et considère qu'ils doivent être guidés par des critères dynamiques et non pas statiques afin de ne pas exclure certains acteurs ou secteurs en « transition ». Cette approche dynamique doit également intégrer les préoccupations croissantes relatives à la biodiversité. Deux tiers des assureurs ont déjà pris des mesures pour évaluer l'empreinte de leurs portefeuilles d'investissement en matière de biodiversité, intégrant ainsi proactivement ces considérations dans leurs stratégies d'investissement. Pour sa part, France Assureurs travaille à la deuxième édition de son guide « Assurance et Biodiversité : enjeux et perspectives », une publication qui vise à favoriser une meilleure prise en compte des enjeux de biodiversité au sein du secteur, soulignant ainsi l'importance de cette dimension dans l'évaluation des risques et des opportunités d'investissement.

Au total, 92 % des assureurs intègrent systématiquement des critères ESG dans les exigences de leurs mandats de gestion, et la quasi-intégralité des assureurs (représentant 99 % des actifs gérés) ont formalisé des politiques d'engagement actionnarial incluant des critères ESG. En pratique, en 2023 l'exposition aux énergies fossiles s'est à nouveau contractée pour atteindre 1 % des actifs gérés par les assureurs. Les assureurs français sont également des alliés de premier plan des États par leurs investissements dans les obligations souveraines, qui représentent 24 % du total de leurs actifs soit 609 milliards d'euros. Ils soutiennent ainsi les États dans leurs investissements publics en matière de transition écologique. En 2017, l'Agence France Trésor qui gère la dette de la France a émis la première obligation souveraine (OAT) verte au monde : elle finance les dépenses de l'État liées à la lutte contre le dérèglement climatique, à l'adaptation au dérèglement climatique, à la protection de la biodiversité et à la lutte contre la pollution. Cette « obligation verte » est un instrument précieux pour mener à bien les politiques publiques et les actions de la France en faveur de la transition écologique sur l'ensemble du territoire. Fin 2022, son encours s'élevait à 52,6 milliards d'euros, faisant de la France le plus important émetteur souverain devant l'Allemagne et le Royaume-Uni. Et sur les 52,6 milliards d'euros, 8,4 milliards d'euros soit 15,9 % étaient détenus fin 2022 par les assureurs français, qui se positionnent ainsi comme des acteurs majeurs de l'économie verte et de la planification écologique de notre pays.

Clarifier et simplifier les règles du jeu par la mobilisation collective

Les transitions constituent un défi collectif qui ne concerne pas seulement les assureurs ou le secteur financier mais aussi toute notre économie, PME et ETI comprises. Si l'ensemble des règles est fixé au niveau européen, des ajustements et une certaine prudence s'avèrent nécessaires, notamment pour définir clairement et précisément les notions de « durable » et de « transition », des termes très largement utilisés dans un corpus normatif qui ne fait que croître. Tous les secteurs économiques se plaignent aujourd'hui d'une accumulation des normes. J'en veux pour preuve la première proposition du livret du Medef pour les élections européennes intitulé « Trente propositions pour une Europe qui entreprend et qui propose l'élaboration d'un plan global d'allègement des réglementations ». Pour notre seul secteur, l'on dénombre pas moins d'une soixantaine de textes en discussion ou en cours d'instruction sans qu'une institution n'ait la charge d'en assurer la cohérence. De fait, l'harmonisation entre des réglementations complexes telles que la loi énergie climat, la taxonomie européenne, les directives de *reporting* de la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) et CS3D (devoir de vigilance), représente un défi majeur pour le secteur de l'assurance. Ces défis sont amplifiés par le risque réglementaire lié à l'accès pour les assureurs aux données ESG des entreprises dans lesquelles ils investissent. Cet accès est en effet indispensable pour se conformer aux exigences réglementaires. Plus généralement, face à cette avalanche réglementaire, nous demandons la création d'une instance européenne indépendante chargée de réaliser systématiquement des études d'impact sur le modèle économique et opérationnel des acteurs concernés avant tout projet de réforme. Cette démarche viserait à garantir l'efficacité des futures propositions législatives sans qu'elles ne nuisent à la compétitivité des acteurs européens. Rappelons que le secteur européen de l'assurance constitue un atout pour l'Europe avec cinq champions dans les dix plus grands groupes d'assurance et de réassurance mondiaux.

Alors que les défis liés au changement climatique sont immenses, les assureurs apparaissent comme des acteurs incontournables pour les relever collectivement. En protégeant les biens et les personnes, en promouvant activement une démarche de prévention et en investissant massivement pour les transitions, les assureurs réparent le monde réel d'aujourd'hui, et préparent celui demain.

Comment faire réussir la finance durable ?

Par Pascal DEMURGER

Directeur général de la MAIF

À l'heure à laquelle un puissant mouvement anti-ESG secoue le monde financier aux États-Unis et pourrait s'étendre à d'autres continents, la question de l'avenir de la finance durable est posée. Avant même d'imaginer un jour son triomphe, il s'agit dans l'immédiat d'empêcher sa stagnation, voire sa régression. Comment ? En faisant ce que les acteurs de la finance durable ont toujours fait : avancer avec conviction pour faire pivoter la finance sans abandonner la rationalité, ni même la logique de rendement. Cette éthique du changement est celle qui a toujours animé la MAIF, et qui prévaut dans la gestion de son portefeuille de 20 milliards d'euros d'actifs, source de rentabilité et d'impact positif. C'est cette vision que nous voulons partager en affirmant qu'un chemin existe à deux conditions : assumer une part d'engagement pour maintenir la flamme, la normaliser pour la transmettre au plus grand nombre.

Introduction

À l'heure à laquelle un puissant mouvement anti-ESG secoue le monde financier aux États-Unis et pourrait s'étendre à d'autres continents, la question de l'avenir de la finance durable est posée. Avant même d'imaginer un jour son triomphe – que l'on pourrait définir comme l'avènement d'une part majoritaire de placements durables à l'échelle mondiale –, il s'agit dans l'immédiat d'empêcher sa stagnation, voire sa régression. L'Histoire est ainsi faite : elle n'est pas linéaire, et ce qui nous semblait inéluctable peut paraître subitement fragilisé.

Que faire alors ? Ce qu'ont toujours fait les acteurs de la finance durable à travers les temps : avancer avec conviction. Aucun abandon ici de la rationalité, ni même de la logique de rendement, mais pleine lucidité : on ne fera pas pivoter la finance sans un minimum de hardiesse. On ne passera pas d'une culture de l'immédiateté à celle de la patience, et d'une logique de privatisation maximale des gains à celle du financement privé de biens communs, sans une part d'idéalisme.

Cette éthique du changement est celle qui a toujours animé la MAIF, mutuelle d'assurances vieille de 90 ans et perpétuelle militante de la transformation de la société. C'est celle qui l'a conduite à gérer aujourd'hui pour ses sociétaires un portefeuille de 20 milliards d'euros d'actifs, source de rentabilité et d'impact positif. C'est cette éthique que nous voulons partager ici alors que la finance durable se trouve potentiellement menacée. Il s'agit pour nous d'affirmer qu'un chemin existe à deux conditions : assumer une part d'audace pour maintenir la flamme, la normaliser pour la transmettre au plus grand nombre.

Maintenir la flamme : une affaire de convictions

Essor et contrecoups : le rôle des convictions dans la finance durable

Il fait peu de doutes que la réussite de la finance durable dépendra ultimement de considérations économiques classiques : rendements des investissements et risques de pertes seront les ultimes juges de paix. La finance traditionnelle ne basculera définitivement que lorsqu'elle estimera que la pollution et les inégalités sont des risques insoutenables, et que la décarbonation, la régénération de la biodiversité, la cohésion sociale et la bonne gouvernance sont des paris suffisamment rentables. Il serait tout à fait contreproductif de vouloir ignorer cette réalité, et tout invite au contraire à favoriser la convergence de la durabilité et de la rentabilité. Nous y reviendrons.

Mais il serait tout aussi inefficace d'ignorer la spécificité éthique de la finance durable. Dès l'origine, les promoteurs de cette finance ont visé autre chose que la seule maximisation des gains et ont cherché à contribuer à l'émergence d'un monde conforme à certaines valeurs. Cette motivation éthique est justement ce qui a permis à la finance durable d'émerger, d'ouvrir une voie, et de finalement faire ses preuves dans un monde dominé par la seule logique de rentabilité.

Des origines religieuses

Fait révélateur s'il en est, c'est aux États-Unis, dans les années 1920, que le mouvement de l'investissement responsable s'institutionnalise avec la création des premiers fonds qui excluent tout secteur ou entreprise œuvrant dans les activités considérées comme immorales au regard de critères religieux : alcool, tabac, jeux d'argent. Ainsi, la finance durable est dès

son origine la traduction de convictions fortes : on parle alors de *sin stocks* pour désigner ces placements que la morale religieuse honnit¹.

La « sécularisation » de la finance durable opère plus récemment avec la déclaration des institutions financières sur l'environnement et le développement durable de l'ONU publiée en 1992, année du non moins célèbre Sommet de Rio. Si l'objectif n'est plus le salut des âmes mais du vivant, force est de constater que c'est à nouveau une institution non financière – une organisation politique – qui ouvre une nouvelle étape de la finance durable.

S'ensuit une acclimatation progressive de la finance à l'investissement vert, solidaire ou encore responsable, jusqu'à une nouvelle accélération après la signature de l'Accord de Paris en 2015.

Une politisation récente

En 2020, alors que l'administration américaine de Donald Trump s'est détournée du texte fondateur de la lutte contre le dérèglement climatique, Larry Fink, directeur général de BlackRock, plus grand gestionnaire d'actifs mondial, publie une lettre aux investisseurs qui marque un tournant rhétorique majeur : « Au cours de mes quarante années de carrière dans le secteur de la finance, j'ai été témoin de plusieurs crises et périodes de difficultés [...]. Même si certains de ces épisodes ont perduré de nombreuses années, ils avaient tous, tout bien considéré, une portée de relativement court terme. Le changement climatique est sans comparaison. Même si une faible proportion des impacts anticipés se concrétise, il s'agira d'une crise beaucoup plus structurelle et de plus long terme. Les entreprises, les investisseurs et les gouvernements doivent se préparer à une réallocation significative des capitaux ». Autrement dit, le critère climatique deviendrait fondamental pour n'importe quel gestionnaire et *a fortiori* pour le premier d'entre eux. Si cette politique souffre d'un manque de crédibilité certain, BlackRock restant un très grand financeur des énergies fossiles à travers le monde, cette prise de position enclenche un changement dans le monde de la finance. Au quatrième trimestre 2021, les actifs des fonds durables mondiaux approchent les 3 000 milliards de dollars, contre 1 500 milliards de dollars en 2020. Ces chiffres ne prennent pas en compte les encours détenus en direct par les investisseurs institutionnels, mais indiquent une forte croissance des encours après la déclaration de BlackRock.

Il faudra néanmoins peu de temps pour que cet élan soit percuté par un esprit de « contre-réforme » anti-ESG. Le grand déclencheur fut la crise énergétique débutée après la pandémie et surtout accentuée avec l'invasion russe en Ukraine. Après avoir été déclarés morts, les magnats du pétrole tiennent leur revanche, et leurs valeurs boursières s'envolent. Résultat : les fonds ESG apparaissent moins performants en relatif, affectant l'épargne retraite des Américains. Dès lors, l'offensive républicaine anti-ESG a le champ libre.

En 2022, les fonds de pension de Virginie occidentale, du Texas, de Floride retirent une partie de leurs encours de BlackRock au prétexte que la stratégie ESG nuirait à la performance des placements. Le Texas va jusqu'à publier une liste noire de dix banques en raison de leurs politiques pro-climat. En 2023, pendant qu'Elon Musk tweete "*The S in ESG stands for Satanic*" (extraordinaire retournement pour une finance qui voulait à l'origine exclure les *sin stocks* !), le gouverneur républicain Ron DeSantis promulgue une loi interdisant aux institutions publiques de Floride d'avoir recours à des critères ESG lorsqu'elles se financent sur les marchés obligataires et investissent de l'argent public. De nombreux élus républicains déposent des textes similaires dans d'autres États. La pression est trop forte, et dès juin 2023, Larry Flink annonce renoncer au terme ESG, devenu trop politique, tout en réduisant les soutiens de BlackRock aux résolutions ESG d'actionnaires lors des assemblées générales. Fin juin 2023, BlackRock n'a approuvé que 7 % de ces résolutions, contre 22 % en 2022 et 45 % en 2020-2021.

Où en sommes-nous aujourd'hui ? Le débat politique n'est pas terminé : le président Joe Biden a utilisé son droit de veto en 2023 pour s'opposer à une résolution parlementaire des Républicains qui visait à interdire aux gestionnaires d'épargne retraite d'investir selon des critères ESG, et les États démocrates comme la Californie ou New York maintiennent une forte pression sur les gestionnaires de fonds pour s'engager dans la finance durable. Au total, les fonds durables américains, japonais et australiens ont enregistré des sorties de capitaux, mais qui ont été en partie compensées par le plus grand dynamisme de la Place européenne, et les actifs des fonds durables mondiaux se sont maintenus à 2 800 milliards de dollars en 2023. Toujours est-il que, 100 ans après sa naissance, la sensibilité de la finance durable au contexte éthique et politique reste particulièrement forte, invitant à maintenir une forme de volontarisme en la matière.

MAIF, investisseur militant

Un moteur éthique

La MAIF illustre à son humble échelle le rôle joué par l'éthique dans toute démarche de finance durable. À l'image de l'histoire globale que nous venons de rappeler, dès l'origine et à chaque nouvelle étape, l'éthique a été un élément central dans la construction de la doctrine de la mutuelle en matière d'investissements et de placements financiers.

Investisseur institutionnel et acteur de l'assurance vie à partir des années 1990, la MAIF devient le premier assureur français à signer en 2009 les principes pour l'investissement responsable des Nations unies. Par ce geste, la MAIF assume explicitement un *leadership* sur un marché encore naissant. Cet état d'esprit perdure quatorze ans plus tard.

Cette démarche s'est d'abord traduite par la rédaction d'une charte qui a conduit à la définition d'un ensemble d'exclusions, conformément à la règle primordiale du *do not harm* en matière de finance durable. Quelle cohérence y aurait-il à financer des activités à impact

¹ Voir aussi dans ce numéro l'article « La finance responsable : une longue histoire » de Grégoire POSTEL-VINAY, pp. 08-16.

positif sans réduire en premier lieu ses externalités négatives ? Ont ainsi d'abord été exclus de la politique d'investissement en direct de la MAIF : les États qui n'ont pas aboli la peine de mort, le secteur de l'armement et les entreprises ne respectant pas le Pacte Mondial de l'Onu. Puis à partir de 2017, le tabac, le charbon, le pétrole et les hydrocarbures non conventionnels ont également été exclus. Dans le même temps, 100 % de nos investissements font l'objet d'une analyse extra-financière, ce qui, malgré les limites propres à ce processus imparfait, témoigne d'une volonté de systématisation d'une lecture éthique de nos placements.

Une accélération au service d'une mission

Une nouvelle étape est franchie lorsque la MAIF devient l'une des premières entreprises à mission de France en 2020. Cette démarche volontaire de définition d'objectifs autres que la seule rentabilité et de respect d'un mécanisme de contrôle externe est une manière pour la mutuelle de réaffirmer un pilotage de toutes ses activités par la recherche simultanée d'une performance économique, écologique et sociale.

C'est en cohérence avec ce nouveau statut que la MAIF définit la même année une stratégie ambitieuse d'alignement de ses investissements avec les objectifs de l'Accord de Paris. Une stratégie qui a conduit la MAIF à être le premier assureur français à se séparer de ses placements dans le charbon et le pétrole en gestion directe dès l'année suivante, tout en atteignant une part verte de 15 % (contre 7,8 % en moyenne dans le secteur de l'assurance français) et en visant d'ici 2025 une réduction de 25 % de l'empreinte carbone de ses placements en scopes 1, 2 et 3 (amont).

Plus récemment encore, la MAIF a choisi de s'engager plus fortement en faveur de la biodiversité au lendemain de l'adoption de l'Accord de Kuning-Montréal, en décidant de nouvelles exclusions (OGM, huiles de palme, pesticides dangereux au sens de l'OMS...), en intégrant systématiquement cette préoccupation dans l'analyse de ses investissements, et en allouant une part croissante de ses actifs à la réduction de la pollution, à la protection des espaces et à l'encouragement des pratiques de consommation durable.

La question sociale constitue enfin l'autre pilier de la doctrine d'investissements de la MAIF, le sujet étant encore relativement délaissé par les acteurs financiers du fait de la complexité à l'appréhender. La MAIF a ainsi choisi de financer des projets ou entreprises permettant d'améliorer l'accès à l'emploi, à l'éducation, au logement ainsi qu'à la mobilité, et d'atteindre 10 % de part sociale dans ses investissements en 2026.

Ainsi, la MAIF a toujours pris des décisions en matière d'investissement en étant guidée par une certaine conception de son rôle dans la société : celui de minimiser ses impacts négatifs et de maximiser ses impacts positifs. Cela s'est traduit par un esprit pionnier qui n'a jamais obliéré ni son développement, ni son efficacité économique, la MAIF s'inscrivant dans la moyenne du marché en matière de rémunération de l'épargne de ses sociétaires.

Transmettre la flamme : une affaire de normalisation

Normaliser les convictions

Les rappels effectués ci-dessus conduisent à une conclusion évidente : dans le débat public, au sein du monde de la finance ou dans les réunions à huis clos qui déterminent les politiques d'investissements, il est indispensable d'assumer une part de conviction pour engager une entreprise ou un fonds sur le chemin de la finance durable. Dès lors qu'il s'agit d'un pari sur l'avenir, d'un changement de grille d'analyse, d'une capacité à penser différemment la performance, la flamme a besoin d'un peu de souffle pour s'allumer.

Mais il serait tout à fait imprudent de ne miser que sur le souffle initial de pionniers pour garantir le succès de la finance durable. Rappelons qu'à ce jour environ 3 000 milliards de dollars des actifs sous gestion dans le monde sont considérés comme durables sur un total de... 44 000 milliards de dollars. La route est donc encore longue alors que le temps presse. L'industrialisation de la finance durable suppose donc d'appliquer une méthode qui permette de rassurer les hésitants. Au moins deux éléments sont nécessaires pour permettre cette évolution : une puissante impulsion publique et l'écriture d'une grammaire commune.

Changer d'horizon économique

L'impulsion publique peut prendre plusieurs formes : obligations réglementaires, tarification du carbone, et plans d'investissements. Malgré certains reculs, certaines lacunes, certaines oppositions, ces impulsions se sont très récemment accélérées à travers le monde au point d'enclencher une nouvelle révolution industrielle.

Aux États-Unis, le contexte anti-ESG n'a pas empêché la mise en œuvre du très ambitieux "Inflation Reduction Act" voté en 2021, un plan prévoyant notamment plus de 350 milliards de dollars en faveur de la décarbonation de l'économie américaine. D'ores et déjà, les effets sont tangibles : dans le Nevada, Tesla construit une usine géante de camions électriques pour 3,6 milliards de dollars. Dans l'Oklahoma, Panasonic construit une usine de batteries électriques pour 4,4 milliards de dollars. En Géorgie, Qcells construit une usine pour 2,5 milliards de dollars. Intel a investi 20 milliards de dollars dans un immense complexe industriel dédié aux semi-conducteurs en banlieue de Columbus.

En Chine, l'ambition d'un passage à une « civilisation écologique », régulièrement réaffirmée par Xi Jinping, s'est notamment traduite entre 2009 et 2019 par une multiplication par 10 de la part d'énergie renouvelables dans le mix énergétique du pays, par le lancement d'un embryon de marché carbone en 2021 et par une capacité à s'imposer comme l'épicentre du nouveau monde automobile électrique. En 2024, 65 % des 17,5 millions de véhicules électriques vendus dans le monde le seront en Chine, permettant au constructeur national BYD de concurrencer l'américain Tesla sur le podium planétaire.

En Europe, les reculs récents sur les questions agricoles ne doivent pas masquer le caractère transformateur de l'ensemble du pacte vert pour l'Europe. Influence mondiale sur les prix du carbone avec le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières ; accélération de la décarbonation des transports avec l'interdiction de ventes de véhicules thermiques après 2035 ; plan "Next Generation UE" de 750 milliards, dont un tiers pour la transition écologique : l'Europe trace clairement un chemin vers la neutralité carbone.

Que les trois régions les plus émettrices et les plus riches de la planète s'orientent aussi puissamment vers la décarbonation de leurs économies a nécessairement un effet modélisant pour la finance mondiale. Une nouvelle révolution industrielle est à l'œuvre et représente une opportunité qu'il deviendrait irrationnel d'ignorer. Car même si la rentabilité de l'industrie fossile reste aujourd'hui singulièrement plus élevée que celle de l'industrie verte, la perspective est désormais fixée : un jour ou l'autre, l'une remplacera l'autre.

Changer de grammaire économique

Reste une étape cruciale pour permettre une canalisation optimale des flux financiers vers cette économie nouvelle : une grammaire commune.

De la même manière que la standardisation des normes financières au XX^e siècle a accompagné l'essor d'une économie mondialisée et financiarisée, les normes nouvelles définies par l'Europe et les États-Unis – taxonomie, SFDR et CSRD en Europe, normes ESG de l'ISSB aux États-Unis – permettront à notre siècle d'être celui de la définition de normes « extra-financières », pour mieux guider nos économies sur les rails de la transition.

Concrètement en Europe, la directive CSRD va amener dès 2025 les entreprises de plus de 250 salariés à publier des informations sur leurs impacts environnementaux, sociaux ou encore sur leur gouvernance. Ces données devront être contrôlées par un tiers indépendant et publiées chaque année par les entreprises. Cette nouvelle standardisation permettra non seulement de lutter contre l'écoblanchiment ou *greenwashing*, mais plus encore aux entreprises de mesurer le chemin à parcourir et de progresser en conséquence. Quant aux marchés et investisseurs, ils seront plus à même d'orienter les flux financiers vers les entreprises et les secteurs *leaders* de la transition.

Dès lors, par la force de la réglementation, par l'effet d'entraînement de la dépense publique et par la standardisation des normes extra-financières, la prise en compte de la durabilité des investissements devient inévitable et s'ajoute progressivement à l'objectif de rentabilité. Si elle est encore affaire de convictions, la finance durable se normalise. Pour son plus grand bien et celui de la planète.

La MAIF, investisseur mobilisateur

Si les changements systémiques à même de faire basculer la finance mondiale vers la durabilité dépendent

très largement des pouvoirs publics, un investisseur peut à son échelle contribuer à cette dynamique. Non pas seulement en définissant des critères d'exclusion et des objectifs ESG pour lui-même, mais aussi en engageant un dialogue exigeant avec ses principaux interlocuteurs : sociétés de gestion et entreprises. Plus une conviction est partagée, plus elle a de valeur : la MAIF a inscrit ce principe au cœur de sa stratégie.

Influencer les sociétés de gestion

Concrètement, la MAIF a défini des critères afin d'identifier les fonds et les sociétés de gestion dont les pratiques sont en adéquation avec sa démarche.

Lors de l'entrée en relation, la MAIF informe les sociétés de gestion, à travers une charte, de sa démarche d'investissement socialement responsable ainsi que de sa volonté de privilégier les investissements qui apportent des solutions aux enjeux sociaux et environnementaux. Cette charte stipule les conditions d'éligibilité pour que les sociétés de gestion puissent être mandatées par les sociétés du groupe MAIF. Parmi celles-ci, la mise en place d'une démarche d'investissement responsable, à travers l'adhésion aux UNPRI (Principes pour l'investissement responsable des Nations unies) ou la formalisation d'une politique d'investissement responsable, est obligatoire pour engager de nouveaux investissements.

Plus précisément en matière climatique, la MAIF encourage les sociétés de gestion à formaliser une « politique climat » intégrant une stratégie de sortie totale du charbon thermique. Depuis le 1^{er} janvier 2024, les sociétés de gestion qui ne respectent pas cette condition ne sont plus éligibles à de nouveaux investissements.

Influencer les entreprises

Concernant ses investissements directs, la MAIF s'est engagée à initier le dialogue avec les vingt entreprises de son portefeuille qui contribuent le plus au dérèglement climatique, afin de :

- les sensibiliser aux actions et changements de comportements qui leur permettraient de s'aligner sur une trajectoire compatible avec les objectifs de l'Accord de Paris ;
- les encourager à être davantage transparentes sur leurs efforts de décarbonation conformément aux recommandations de la Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD) ;
- les inciter à soutenir l'adoption et la mise en œuvre de politiques et de réglementations gouvernementales facilitant la transition vers la contribution à la neutralité carbone dans leur secteur, et en aucun cas aller à l'encontre de telles politiques à travers leurs activités de lobbying.

Conclusion

Il est tout à fait raisonnable de penser que la finance durable finira par devenir la norme. Au regard des transformations en cours, inévitablement, les actifs fossiles deviendront échoués, et l'économie verte dominera. Plus aucun acteur financier ne pourra alors raisonnablement se détourner de ce monde nouveau, et la finance durable deviendra tout simplement la finance.

Mais si la destination est connue, une incertitude perdure : le rythme auquel nous basculons. L'actualité récente illustre combien des hésitations, voire des contre-mouvements peuvent ralentir une transformation pourtant urgente. Plus que jamais alors, la conviction des pionniers doit s'animer pour préserver l'élan et l'ambition du changement.

Actuariat et durabilité : au service de l'équilibre

Par Laurence BAUDUIN

Présidente de l'Institut des actuaires

Les actuaires sont des professionnels de l'évaluation, de la modélisation et de la gestion des risques dans leurs dimensions économique, financière, assurantielle et sociale. Garants des équilibres de long terme du système assurantiel et financier, ils interviennent sur l'ensemble de la chaîne de valeur des organismes de Place. La décennie 2010-2020 a consacré avec Solvabilité II l'importance de la fonction actuarielle dans la gouvernance des entreprises d'assurance, et vu une accélération des ruptures technologiques. Les chocs successifs observés depuis les années 2020, sur fond d'intensification des risques climatiques, géopolitiques, ou encore cyber, placent désormais les actuaires en position d'experts et intervenants de référence sur un spectre élargi de risques liés à la durabilité, qui questionne les fondamentaux mêmes de l'assurance. Au service de l'intérêt général, l'Institut des actuaires, qui organise et représente la profession depuis plus de 130 ans, encourage l'innovation et l'interdisciplinarité pour accompagner ces transitions.

En 1992, la Conférence des Nations unies sur l'environnement et le développement, également connue sous le nom de Sommet de Rio, s'est clôturée sur une déclaration commune définissant, dans deux de ses 27 principes, le « développement durable », et l'adoption d'un « Agenda 21 » posant pour le XXI^e siècle les recommandations à mettre en œuvre pour atteindre ces objectifs. Un quart de ce siècle étant presque écoulé, quelques constats sont sans appel. Le premier : pour innovant qu'il fut à l'époque, le terme « durable », parfois « soutenable », fait désormais partie du vocabulaire courant. États, institutions, entreprises, citoyens : nul ne peut ignorer l'objectif. La question de la préservation de l'environnement et de la ressource ne se pose plus ; celle du « comment » en revanche se décline dans un éventail de domaines aussi large que l'ensemble des activités humaines et leurs impacts. L'autre constat, corollaire du premier, est moins satisfaisant : si Rio a provoqué une prise de conscience mondiale, et fait toujours référence sur le sujet de la durabilité, les sommets et conférences suivants, qu'ils évoquent spécifiquement l'environnement, le climat, ou encore la biodiversité, ne sont pas parvenus à infléchir suffisamment les comportements individuels et collectifs pour « inverser les courbes ». À chaque rapport du GIEC, la même conclusion implacable (et peut-être le même effet de sidération) : « on » n'en fait pas assez, et à ce rythme, les risques se multiplient, s'accroissent, rendant possible l'effondrement et impossible le retour à une « normale » qui replacerait le monde dans une perspective de développement durable – et durablement partagé.

Nombre d'acteurs institutionnels et privés ont désormais, à des degrés divers, engagé leur(s) transition(s) vers des modèles de fonctionnement ou de production

plus vertueux. Pour les activités d'assurance ou de réassurance, la nécessité en est d'autant plus forte que le sujet de la durabilité se pose autant dans leur propre fonctionnement que dans leur objet même. Faute de politiques climatiques réduisant fortement et durablement l'augmentation des émissions globales de gaz à effet de serre, le réchauffement global de la Terre pourrait atteindre + 3,3°C à + 5,1°C en 2100, conduisant à une augmentation de la fréquence et de l'intensité des phénomènes extrêmes. Au service du bien commun et du long terme, le secteur assurantiel et toutes les activités qui en découlent – vie comme non-vie – doivent s'adapter pour amortir ce qui d'un choc initial s'est confirmé comme une évolution systémique : un monde de constante incertitude, où des risques qui se diversifient quittent parfois rapidement le stade de l'émergence pour s'installer durablement, où le principe fondamental de mutualisation peut être questionné, où celui de l'inassurabilité, de certains biens et lieux notamment, peut être envisagé (presque) sans filtre au regard de la rationalité économique. Autant d'éléments de contexte qui ne peuvent qu'interpeller fortement la profession actuarielle, au point d'ailleurs que l'Institut des actuaires, qui depuis plus de 135 ans l'organise et la représente en France et à l'international, a consacré à la durabilité sous tous ses angles l'un de ses derniers congrès annuels.

Professionnels de l'évaluation, de la modélisation et de la gestion des risques dans leurs dimensions économique, financière, assurantielle et sociale, les actuaires interviennent sur l'ensemble de la chaîne de valeur des organismes d'assurance et de protection sociale. Avec la particularité que leur profession est organisée depuis ses origines à l'échelle mondiale, et s'astreint

à l'application de normes professionnelles partagées¹, encadrées par un code de déontologie qui s'attache autant à leurs pratiques qu'à leurs comportements, ils contribuent partout où ils exercent à éclairer les risques pour tracer l'avenir, au service de l'intérêt général. À l'origine principalement focalisé sur les activités liées à l'assurance vie – et donc par définition ancrées dans le long terme –, leur champ d'intervention s'est étendu au XX^e siècle à l'ensemble des besoins, vie et non-vie, pouvant ou devant être couverts. Depuis le dernier quart du XX^e siècle, accompagnant le mouvement global d'émergence des activités de nature financière dans l'ensemble des économies mondiales, les actuaires ont aussi développé des compétences spécifiques dans le domaine, particulièrement en gestion actif passif. Enfin, l'entrée en vigueur de Solvabilité II a consacré leur rôle en installant une « fonction actuarielle » parmi les fonctions clés des organismes d'assurance, insistant ainsi sur le cadre réglementaire et prudentiel. Si les mots « finance » et « durabilité » figurent au final naturellement en bonne place dans le glossaire actuariel au quotidien, l'expression « finance durable » prend ainsi, dans une perspective actuarielle, une pluralité de sens : elle s'entend dans les activités de modélisation comme de gestion, d'investissement, de *reporting*, parfois même de communication institutionnelle, voire grand public, ouvrant pour l'actuariat une multitude de chantiers.

En réponse à cette affluence de sujets, l'Institut des actuaires, garant de l'exercice d'un actuariat de qualité, a mis en place les structures permettant de répondre aux besoins de la profession, en termes de renouvellement de ses compétences et expertises comme d'« outils » – formation continue, contributions aux consultations et publications notamment – à mettre au service du bien commun. Parmi ses dix Commissions techniques et instance de coordination, quatre commissions sont orientées « métiers » (Vie-Épargne, Prévoyance-Santé, IARD et Finance & Gestion d'actifs) et cinq commissions sont transverses (Comptabilité & Communication financière, Innovation, Prudentielle, ERM, et Normes & International). Une cinquantaine de groupes de travail sont organisés par ces différentes commissions techniques couvrant l'ensemble des thèmes qui intéressent les actuaires, de la communication extra-financière à la micro-assurance en passant par l'assurance paramétrique ou le changement climatique... Les sujets de durabilité étant de plus en plus prégnants, un comité durabilité a également été mis en place en 2022 afin de coordonner l'action des différents groupes de travail traitant de durabilité. Animés bénévolement par des actuaires issus de tous les secteurs, métiers et expériences, leur vocation est d'alimenter et de « transversaliser » les réflexions. Il est à noter que leur activité s'intensifie d'année en année, pour répondre à ces enjeux d'importance majeure, à différents niveaux.

¹ Il s'agit de normes de pratiques professionnelles élaborées conjointement, à l'échelle nationale, européenne, ou internationale, pour être applicables par tous les actuaires sur le périmètre concerné.

En matière d'investissement par exemple, le changement climatique fait non seulement porter des risques financiers pour les portefeuilles, mais menace également le marché même des investisseurs. Des initiatives, à l'instar de la NZAOA (Net Zero Asset Owner Alliance), sous l'égide des Nations unies, fédèrent ainsi des acteurs engagés dans la transition de leurs portefeuilles d'investissements. Les groupes de travail de l'Institut des actuaires, au sein de la commission Finance & Gestion d'actifs, se sont également depuis plusieurs années emparés de cette problématique afin d'accompagner le secteur dans ses ajustements avec les objectifs de l'Accord de Paris.

Concernant en particulier le secteur de l'assurance, l'impact de la sinistralité (dommages aux biens comme aux personnes) due à des événements climatiques plus importants et plus fréquents aura nécessairement des répercussions sur le modèle d'affaires des entreprises. Localement, dans des zones menacées par l'érosion côtière par exemple, l'inassurabilité devient déjà une réalité, et non plus un risque. Au service de l'intérêt général, les actuaires ont un rôle particulièrement important à jouer en faisant évoluer leur capacité à modéliser des données et mobiliser des méthodes statistiques pour mesurer et gérer les répercussions financières d'événements et de scénarios incertains, mais aussi en imaginant de nouveaux produits, de nouvelles formes de mutualisation pour repousser les limites de l'assurabilité.

Au-delà des risques liés au changement climatique, le sujet de la durabilité doit également prendre en considération les chocs macroéconomiques, les risques sociaux, géopolitiques, ou encore liés à la perte de biodiversité. Début 2022, une étude de la Banque de France² ciblant les institutions financières françaises situait par exemple à plus de 40 % la valeur de leur portefeuille de titres détenus émise par des entreprises dépendant fortement ou très fortement d'au moins un service écosystémique. L'ensemble de ces risques, directs ou indirects, sont susceptibles de toucher les assureurs à l'actif ou au passif. Au titre de la « double matérialité », les assureurs doivent, eux, veiller à l'impact de leurs portefeuilles, particulièrement en termes d'émissions de GES et de biodiversité. Investis sur toute la chaîne de valeur des entreprises d'assurance, les actuaires doivent prendre une part active dans les transitions qui s'opèrent vers de nouveaux modèles économiques, plus durables, par exemple en cherchant des solutions à l'inassurabilité, ou en contribuant à l'amélioration de la qualité du *reporting*.

Pour accompagner leurs missions, l'Institut des actuaires a lancé en 2022, et réédité depuis, un Guide réglementaire durabilité³ visant à faciliter la compréhension et la mise en œuvre des principaux textes structurants en matière de durabilité pour les actuaires,

² Banque de France, « Perte de biodiversité et stabilité financière », 5 janvier 2022, <https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/billet-de-blog/perde-de-biodiversite-et-stabilite-financiere>

³ Consultable sur https://www.institutdesactuaires.com/global/gene/link.php?doc_id=18067&fg=1

tels le "Green Deal" au niveau européen, ou pour la France la loi Pacte ou la loi énergie-climat. Le guide décline en trois chapitres les exigences en matière de *reporting*, la réglementation relative aux produits financiers, au conseil et à la stratégie, et la prise en compte de la durabilité dans les travaux Solvabilité II. Avec les réponses aux consultations, de l'Autorité européenne des assurances et des pensions (EIOPA) ou de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) notamment, ce guide constitue une contribution actuarielle incontournable en matière de prise en compte de la durabilité par les organismes « de Place », assureurs au premier chef.

Mais, la préservation des équilibres de long terme de nos sociétés – au sens sociétal comme de l'entreprise quelle que soit sa forme – étant au cœur du métier des actuaires, l'accélération de la nécessité de « durabiliser » notre développement amène par ailleurs d'autres réflexions, que nous pouvons esquisser.

D'une part, ce contexte d'incertitude qui tend à devenir la norme questionne les modèles, outils statistiques sophistiqués adaptés à la représentation d'une situation complexe et changeante, certes, mais dont la fiabilité et la robustesse sont fonction de la quantité et de la qualité des données disponibles. Or d'un point de vue actuariel, dont le regard porte généralement sur plusieurs générations, le quart de siècle mentionné plus haut est un horizon plutôt court. Pourtant, il a déjà prouvé que des chocs importants, divers, pouvaient et pourront de plus en plus ébranler la stabilité acquise par le temps long et la consolidation des informations. Adapter organisations et modes de pensées à cette éventualité de survenance de l'imprévu, notamment en faisant évoluer les modèles actuariels, sera clé pour garantir la stabilité à venir du système assurantiel et financier.

Clé également, l'adaptation de certains régimes d'assurance, en tête desquels le régime dit « CatNat » ou celui de l'assurance agricole, sur lesquels les impacts du changement climatique et de la perte de diversité sont déjà fortement visibles. Avec pour alliée l'évolution des technologies, qui peut laisser espérer la disponibilité de toujours plus de données fiables – on pense par exemple à l'émergence du New Space et sa kyrielle de données satellites, ou aux capacités ouvertes par le quantique –, la contribution actuarielle devra permettre que toute évolution rendue opportune par un niveau excessif de risque réponde effectivement à un intérêt général de long terme, nécessairement durable, et qui ne contrevienne pas au principe fondamental de l'assurance qu'est la mutualisation.

De ce point de vue, les actuaires doivent considérer deux autres sujets financiers qui impactent ou impacteront le secteur. Celui de la financiarisation de l'assurance elle-même, qui sans être aussi fortement avérée qu'ailleurs, se lit par exemple au travers d'un recours accru aux instruments de dette ou autres unités de compte. Elle infléchit, plus discrètement, l'état d'esprit même d'un certain nombre d'acteurs à mesure que la logique (et la norme) comptable s'impose, entraînant une appréhension nouvelle de l'assuré et du service à lui rendre. Dans une logique similaire, la décarbonation des passifs d'assurance, à supposer même de disposer

d'une comptabilité carbone qui le permette, reviendrait à discriminer entre clients « durables » ou non. Et donc à bousculer les lignes de la mutualisation et du transfert des risques, clef de voûte de l'assurance.

Enfin, dans un monde incertain, où les risques se multiplient, se complexifient, l'actuaire doit collaborer avec les scientifiques d'autres secteurs (climatologues, géologues...) et s'enrichir des connaissances scientifiques d'autres domaines. C'est pourquoi l'Institut des actuaires est membre fondateur de la Fondation PARC (Paris Agreement Research Commons), dont l'objectif principal est de favoriser un écosystème de recherche collaborative pour produire de la recherche appliquée et des outils et modèles robustes, afin de stimuler la transition des institutions financières et de fournir des solutions innovantes pour atteindre les objectifs de l'Accord de Paris. Réunissant des acteurs nationaux tels que la direction générale du Trésor, l'Ademe, l'École des ponts et l'Institut des actuaires, mais, aussi internationaux comme l'European Climate Foundation, son rôle sera ainsi de mettre en commun les avancées de la recherche académique en matière de finance durable. Avec l'innovation, l'interdisciplinarité, qui implique aussi la capacité de chacun à favoriser un partage intelligible de ses expertises, sera en effet une « compétence » déterminante pour relever les enjeux de durabilité à venir.

Pour l'actuariat, par définition inscrit dans une perspective durable, savoir et devoir s'adapter a toujours été nécessaire. Rompus à l'exercice, les actuaires seront donc plus que jamais force de propositions et acteurs, grâce à leur cadre éthique et leur capacité à accompagner dans le temps long.

Verdissement, durabilité : la nouvelle réalité du conseil financier aux entreprises

Par Margot URSIN
Cabinet Leyton

Une économie compétitive et moderne, c'est l'objectif posé par le pacte vert européen. Une performance moderne se doit d'allier financier et extra-financier : une création de valeur financière nette des impacts et coûts de transformation des modèles d'affaires liés à l'accès limité ou impossible à certaines ressources ou services écosystémiques, zéro émission nette de gaz à effet de serre d'ici à 2050... tout en prenant en compte l'ensemble des impacts sociaux afférents. Cette nouvelle définition de la création de valeur impose aux entreprises de jongler entre des horizons de temps à moyen / long terme pour leur plan de transition et les actions concrètes à court terme avec la mesure d'indicateurs dédiés exigés par le cadre réglementaire. Les sociétés de conseil financier offrent un regard neuf sur ces enjeux, mettant en avant l'ensemble des dispositifs de financement auxquels les entreprises peuvent prétendre et ainsi trouver des leviers de financement à court terme pour leur plan de transition.

Le conseil financier aux entreprises est un métier qui entre dans le quotidien de leurs activités, de leur trajectoire de développement et des plans d'actions-résultats à court terme. Chez Leyton, les échanges que nous menons avec nos clients ont irrémédiablement intégré les questions de verdissement et de durabilité. Le catalyseur du verdissement des opérations et des préoccupations ? Le pacte vert européen.

Stratégie de croissance de l'Union européenne, le pacte vert européen a été conçu comme la réponse apportée à la menace économique du changement climatique et de la dégradation de l'environnement. Son objectif est bien d'amener l'économie européenne à une économie compétitive et moderne, dont la croissance économique est dissociée de l'utilisation des ressources, atteignant l'absence d'émissions nettes de gaz à effet de serre à 2050 et ne laissant personne de côté. Concrètement, il s'agit de faire en sorte que toutes les régions et tous les citoyens de l'Union participent à une transition socialement juste vers un système économique durable dans lequel aucune personne et aucun lieu n'est laissé de côté.

C'est au travers du « Plan d'action : financer la croissance durable » que la Commission européenne a défini des mesures visant l'ensemble des acteurs économiques :

- gérer les risques financiers induits par le changement climatique, l'effondrement de la biodiversité ou l'épuisement des ressources, tout comme les risques financiers liés au non-respect des droits humains, au travail forcé... ;
- réorienter les flux de capitaux vers des investissements durables.

La mesure du niveau d'exposition à ces risques de la finance et, en priorité, des marchés financiers, leur homogénéisation en informations extra-financières et leur traduction en informations financières sont les premiers enjeux que les textes piliers du pacte vert européen – la réglementation SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation), la Taxonomie verte européenne et la directive CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) – portent.

Le règlement SFDR précise la manière dont les acteurs des marchés financiers et les conseillers financiers doivent publier des informations en matière de durabilité destinées aux investisseurs finaux et aux propriétaires d'actifs, gage de l'orientation effective des investissements vers les activités durables. La taxonomie verte est quant à elle un système de classification des activités économiques permettant d'identifier celles qui sont durables sur le plan environnemental, mettant en avant les entreprises participant à la transition environnementale, et donc des cibles d'investissement à privilégier. La directive CSRD quant à elle demande à 45 000 entreprises en Europe de démontrer la résilience de leur modèle d'affaires et de leur stratégie face aux enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance dans leur rapport de durabilité, partie intégrante de leur rapport de gestion. Il s'agit ici non seulement de comparer facilement les performances extra-financières des entreprises, mais également d'avoir une lecture plus directe de leur exposition aux risques ESG et *in fine* des actifs échoués de leurs bilans (investissements qui perdent de la valeur en raison de l'impact de changements liés à la transition environnementale).

C'est une nouvelle grille de lecture de la performance d'une entreprise : une performance financière sans maîtrise et mitigation des risques ESG est une performance financière à (très) haut risque.

Que ce soit par les réglementations ou par les règles du jeu des acteurs de la finance, il est incontournable pour les entreprises de :

- comprendre leur exposition à ces risques, et les nécessaires transformations de leur *business model* et de leur stratégie ;
- revoir leur trajectoire de développement *business* à l'aune des risques et opportunités ESG ;
- identifier les politiques publiques qui peuvent les accompagner dans la mise en place des plans d'action ESG ;
- financer à très court terme les projets éligibles *via* les guichets et incitants idoines ;
- construire les plans de financement à plus long terme en intégrant l'exposition aux risques ESG ;
- suivre les indicateurs clés de leur performance extra-financière ;
- valoriser leur performance financière et extra-financière.

L'accompagnement que nous menons chez Leyton, acteur clé du progrès durable des entreprises, nous montre l'ampleur de ces enjeux chez nos clients et le besoin d'accompagnement et d'expertise pour la mise en place concrète des plans de transitions.

Les indicateurs environnement, social et gouvernance (ESG) : des critères d'aide à la décision financière

L'intégration de facteurs ESG se portait historiquement sur les actions et les obligations d'entreprises. Désormais, elle s'étend à l'ensemble des classes d'actifs que l'on retrouve dans un portefeuille. Les émetteurs souverains « émergents » ou « développés » ne font pas exception, avec depuis quelques années le développement d'une notation souveraine ESG. Afin de mieux identifier et gérer les risques de crédit, nombreux sont les investisseurs à intégrer cette évaluation en complément à une analyse traditionnelle portant sur des variables macro-économiques et financières¹.

Toute structure qui souhaite donc être soutenue par un investisseur doit justifier d'un plan de gestion des risques environnementaux et d'une trajectoire de performance ESG pour être financée. Sept investisseurs institutionnels sur dix affirment que l'analyse ESG fait partie intégrante d'un investissement judicieux.

Autre déclinaison : la performance extra-financière est devenue un critère d'évaluation dans les *datarooms*

¹ <https://www.mirabaud.com/fr/the-view/detail-dune-actualite/article/the-sovereign-esg-rating-as-a-tool-for-identifying-insolvency-risk>

des opérations de M&A². Comme le montre la dernière étude du cabinet PwC et d'Option Finance, les critères ESG sont devenus incontournables dans les opérations de M&A. Plus de trois quarts des entreprises ont pris en compte les critères ESG dans ces opérations, alors qu'elles étaient à peine une sur deux il y a deux ans.

En attendant une parfaite homogénéisation des indicateurs par les réglementations européennes ainsi que leur vérification, ces données sont essentiellement utilisées comme un "*red flag*" pour une entreprise sur deux. La performance extra-financière est une condition d'entrée nécessaire mais pas suffisante à une performance financière.

Les critères ESG pourraient sembler l'apanage de certains types ou niveaux d'investissement : ils font partie à présent des discussions de financements avec les banquiers de terrain. Les initiatives de place, comme les travaux en cours de la Banque de France autour d'un indicateur climat qui sera demandé aux entreprises, en sont une illustration.

Au travers des missions d'optimisation des charges financières d'une entreprise, notamment par la captation de financements publics, Leyton mesure l'importance, quelle que soit la taille de l'entreprise, grands groupes comme PME, de :

- disposer du bon niveau de visibilité sur sa durabilité au regard des nouveaux critères considérés par les financeurs institutionnels ou privés ;
- accélérer sa dynamique d'entreprise responsable.

Accélérer le déploiement de sa stratégie ESG ? l'accès à très court terme à des aides et financements

L'État met en place des dispositifs d'incitation ou de protection assujettis à des critères de performance et de résultats ESG. Une multitude de guichets existent et co-existent, néanmoins les conditions d'obtention sont complexes et nécessitent souvent de faire appel à l'expertise des sociétés de conseil pour identifier, caractériser et justifier l'éligibilité à ces financements.

Financer la recherche et développement

Qu'il s'agisse de subventions, d'avances remboursables ou de crédits d'impôts en faveur de l'innovation, la recherche, l'investissement dans l'industrie verte..., de nombreux dispositifs visent à encourager les entreprises françaises à mener des activités de R&D.

Dans la lignée du plan France Relance, le gouvernement français a créé « France 2030 », le nouveau plan d'investissement dans les technologies innovantes et la transition écologique, qui vise à rattraper son retard

² Une influence grandissante des critères ESG dans les stratégies et les opérations M&A | PwC, <https://www.pwc.fr/fr/espace-presse/communiqués-de-presse/2023/decembre/influence-grandissante-criteres-esg-dans-strategies-operations-manda.html>

dans certains secteurs historiques et à faire émerger de nouvelles filières industrielles et technologiques.

Financer la transition énergétique

Le dispositif des certificats d'économies d'énergie (CEE), mis en place pour atteindre les objectifs fixés par le protocole de Kyoto et renforcés par l'Accord de Paris, constitue aujourd'hui l'un des principaux instruments dans la politique de maîtrise de la demande énergétique. Acteur de référence sur les dispositifs de CEE et membre du conseil supérieur de l'énergie, Leyton a identifié les enjeux majeurs pour :

- cibler les opérations à plus fort potentiel d'économies d'énergie ;
- mettre en évidence les marges de manœuvre financières rendant possible l'engagement de ces opérations.

Financer le capital humain

Investir dans le capital humain, c'est permettre aux individus d'acquérir les connaissances et les compétences nécessaires pour occuper les emplois d'aujourd'hui et préparer ceux de demain. C'est ici un pilier de la gouvernance.

Lorsque l'investissement social est maîtrisé, il représente un avantage concurrentiel majeur. À titre d'exemple, les actions de formation et de gestion des compétences sont particulièrement soutenues par les

institutions de l'État, qui investissent chaque année plusieurs centaines de millions d'euros.

Cette année, le FNE-Formation met à disposition une enveloppe de 96 millions d'euros pour permettre à tous les acteurs économiques qui souhaitent engager des actions de formation sur la transition écologique de se faire financer une partie des sommes investies auprès des organismes certifiés.

Tous ces mécanismes ne se contentent pas de répondre aux exigences réglementaires ; ils ouvrent également la voie à des avantages économiques substantiels en réduisant les coûts opérationnels à long terme et en améliorant la compétitivité des entreprises.

En synthèse

Verdissement, durabilité, plans de transition et transformation des modèles d'affaires : ce sont les enjeux clés d'une économie durable et compétitive, comme le porte le pacte vert européen. On pourrait caricaturer la réalité des entreprises aujourd'hui ainsi : jongler entre des horizons de temps à moyen / long terme pour leur plan de transition et les actions concrètes à court terme avec la mesure d'indicateurs dédiés exigés par le cadre réglementaire. Les sociétés de conseil financier offrent un regard neuf sur ces enjeux, mettant en avant l'ensemble des dispositifs de financement auxquels les entreprises peuvent prétendre et ainsi trouver des leviers de financement à court terme pour leur plan de transition.

Investisseurs responsables : quel impact ?

Par Marie BRIÈRE

Responsable de la Recherche investisseurs et des Partenariats académiques au sein de l'Amundi Investment Institute

Les investisseurs institutionnels comme les particuliers manifestent un appétit croissant pour l'investissement socialement responsable (ISR). Dans cet article, qui s'appuie sur une revue de la littérature académique, nous discutons de la relation entre la politique de responsabilité sociale (RSE) des entreprises et leur performance financière, puis de l'influence des investisseurs responsables. Nous analysons notamment le rôle des changements de préférences des investisseurs envers les considérations environnementales et sociales. Enfin, nous examinons l'impact de la politique d'engagement actionnarial, qui permet aux investisseurs d'influencer les politiques des entreprises et la société dans son ensemble.

La dernière décennie a vu des changements significatifs dans la façon dont les investisseurs perçoivent les risques environnementaux et sociaux. Il y a plusieurs raisons à cela. Premièrement, les informations disponibles sur les coûts liés au changement climatique, par exemple sur les événements météorologiques extrêmes tels que les ouragans, les inondations ou les incendies, ont considérablement augmenté (Brière *et al.*, 2024a). Par ailleurs, la réglementation a évolué, notamment en Europe (plan d'action de la Commission européenne pour la finance durable, taxonomie verte, labels européens, etc.), permettant d'améliorer la transparence des informations climatiques et d'inciter les investisseurs à prendre en compte des critères environnementaux dans leurs décisions. De nombreuses initiatives ont vu le jour, réunissant banquiers ou investisseurs (telles que la Climate Finance Leadership Initiative / Climate Action 100+, les PRI, etc.) menant des actions communes telles que des campagnes d'engagement ou de désinvestissement. Par exemple, plus de 7 000 organisations sont devenues signataires des Principes d'investissement responsable (PRI) des Nations unies. Enfin, l'appétit des investisseurs individuels pour les placements responsables a également considérablement augmenté (Bauer *et al.*, 2021 ; Brière et Ramelli, 2021a). Quel impact tous ces changements ont-ils eu sur les entreprises, et notamment sur leur performance financière et extra-financière ?

Performance extra-financière des entreprises et performance financière : quel lien ?

Il existe un vaste débat sur la relation entre performance extra-financière et performance financière des entreprises. D'un point de vue théorique, les économistes ont identifié plusieurs mécanismes par lesquels

la mise en place par les entreprises d'une politique environnementale et sociale peut améliorer sa performance. Une politique environnementale ambitieuse par exemple peut être un instrument d'atténuation des risques et une source de compétitivité sur le marché dans un monde en transition vers des technologies à faibles émissions de carbone (e.g., Porter et Kramer, 2011). Sur le volet social, la satisfaction des employés peut améliorer la performance de l'entreprise en augmentant la motivation de ces derniers et en réduisant leur *turnover*. Le portefeuille constitué des « 100 meilleures entreprises pour travailler en Amérique » selon le classement Forbes a notamment largement surperformé le marché (Edmans, 2011). Une étude sur les entreprises suédoises montre que les employés des entreprises durables acceptent des salaires inférieurs (Krueger *et al.*, 2023). Mais d'autres économistes considèrent l'activité environnementale ou sociale d'une entreprise comme une manifestation de problèmes d'agence managériale, susceptibles de détruire de la valeur pour les actionnaires (Friedman, 2007). Au final, les arguments théoriques expliquant comment la durabilité d'une entreprise peut affecter sa valeur sont donc largement débattus.

D'un point de vue empirique, les méta-analyses montrent qu'il n'y a pas unanimité entre les résultats des différentes études. Par exemple, si l'on se concentre sur la tarification des émissions de carbone, certaines études empiriques révèlent que les entreprises les plus respectueuses de l'environnement surperforment (In Park et Monk, 2019 ; Aswani, Raghunandan & Rajgopal, 2023), tandis que d'autres constatent que les entreprises ayant des émissions de CO₂ plus élevées obtiennent des rendements plus élevés (Bolton et Kacperczyk, 2021). Ce dernier résultat peut s'expliquer par le fait que les investisseurs demandent une rémunération du capital plus élevée pour des entreprises confrontées à un risque de transition plus important.

Ces preuves contradictoires sont dues, entre autres, à la disponibilité limitée des données, à la relation potentiellement changeante au fil du temps entre RSE et performance financière des entreprises, mais également à l'absence de mesures standardisées de la performance environnementale et sociale¹ (e.g., Berg *et al.*, 2022). De plus, lorsque l'on tente d'évaluer l'impact causal de la RSE sur la performance des entreprises, l'on fait face à un problème d'endogénéité. Les entreprises performant-elles mieux grâce à leur politique RSE ou bien peuvent-elles se permettre de mettre en place des politiques ambitieuses parce que leurs performances sont bonnes ? Les études varient non seulement en termes de période d'échantillonnage et de données ESG utilisées, mais également considérablement en termes de méthodes utilisées. Par exemple, certaines études évaluent l'impact sur les cours d'un événement exogène lié à l'environnement (la publication de données environnementales, la mise en place d'une réglementation, etc.) et se concentrent sur des fenêtres de temps courtes autour d'un événement, ce qui peut limiter le problème d'endogénéité, mais aussi rendre leur portée plus limitée. D'autres analyses examinent la relation à long terme entre RSE et performance financière *via* des régressions, mais font difficilement la différence entre corrélation et causalité.

Impact de l'évolution des préférences responsables des investisseurs

Si l'attrait pour les placements responsables ne fait que croître, l'on connaît encore mal l'impact des changements de préférences des investisseurs sur les valorisations des actifs et les décisions des entreprises. Des travaux théoriques montrent que les préférences environnementales des investisseurs peuvent affecter les prix des actifs qui, à leur tour, ont un impact sur les comportements. À l'équilibre, les actifs « verts » devraient avoir une rentabilité attendue plus faible que les actifs « bruns », car ils sont moins sensibles au risque climatique. Mais lorsque se produit une hausse inattendue des préférences environnementales des investisseurs, les actifs verts peuvent surperformer (Pastor *et al.*, 2021). D'un point de vue empirique, identifier l'impact réel des préférences environnementales et sociales des investisseurs est un défi, d'une part, parce que ces changements ne sont pas facilement observables, d'autre part, parce qu'il est difficile de les distinguer des changements d'anticipations sur les fondamentaux des entreprises, qui peuvent être liés aux risques environnementaux et sociaux (introduction d'une nouvelle réglementation, incident climatique, etc.).

Dans un travail de recherche (Brière et Ramelli, 2021b), nous avons évalué l'activité d'arbitrage sur le marché des ETF (*exchange traded funds*) climatiques, pour construire un indicateur de « sentiment vert », mesurant les chocs de demande pour les actifs climatiques, qui

¹ Une des raisons de la divergence entre les résultats de Bolton et Kacperczyk (2021) et ceux de Aswani, Raghunandan & Rajgopal (2023) vient du fait que les premiers considèrent les émissions carbone tandis que les seconds examinent les intensités de carbone (émissions normalisées par les ventes).

ne sont pas liés à l'arrivée d'information fondamentale sur le climat, et génèrent une déconnexion entre prix de l'ETF et prix des actifs sous-jacents. Cela nous a permis d'estimer les changements d'appétit des investisseurs pour cette thématique, qui ne sont pas encore incorporés dans la valeur des titres sous-jacents. Nous montrons qu'une hausse standard de la demande prédit une surperformance de 50 bp (*basis point*) à six mois des firmes les mieux notées en matière de responsabilité environnementale. Cet afflux de financement a également un impact réel sur les entreprises, permettant aux mieux notées sur le plan environnemental d'augmenter leurs investissements ou leur détention de cash (de respectivement 5 et 3 % en valeur relative). À noter que ces résultats significatifs s'appliquent tout particulièrement pour des entreprises vertes ayant de moins bonnes notations de crédit, et donc sans doute plus contraintes financièrement.

Le rôle de la propriété active

Les grands investisseurs institutionnels, qui possèdent des portefeuilles diversifiés et à long terme, sont souvent des investisseurs « universels », détenant des participations substantielles dans un très grand nombre de firmes (Mattison *et al.*, 2011 ; Brière *et al.*, 2019), les exposant aux risques liés aux externalités environnementales et sociales qu'elles génèrent. L'activisme actionnarial, qui fait référence à l'influence des investisseurs sur la politique des entreprises par le biais d'une position actionnariale, est un outil clé à leur disposition pour avoir un impact sur les décisions des entreprises. Il peut prendre diverses formes. Les plus populaires sont le vote actif aux assemblées générales, l'engagement en coulisses avec la direction et le conseil d'administration, et, en dernier recours, le désinvestissement.

Voter activement lors des assemblées générales est un moyen direct d'influencer les décisions des entreprises. Les investisseurs institutionnels peuvent facilement voter *via* les plateformes d'agences de conseil en vote telles qu'ISS. Historiquement, les taux de soutien pour les propositions de la direction de l'entreprise étaient très élevés. Mais avec le développement des fonds socialement responsables, le soutien des investisseurs institutionnels aux résolutions environnementales et sociales proposées par les actionnaires est en nette augmentation (Brière *et al.*, 2022), ce qui fait l'objet d'un vif débat actuellement aux États-Unis.

L'engagement en coulisses implique une communication privée entre les actionnaires activistes et le conseil d'administration ou la direction de l'entreprise, qui précède les mesures publiques telles que le vote. Écrire à la direction de l'entreprise ou organiser des réunions en face-à-face avec la direction ou les administrateurs non exécutifs sont les méthodes d'engagement les plus courantes (Brière *et al.*, 2024b). 86 % des investisseurs institutionnels signataires de PRI considèrent d'ailleurs cette stratégie comme leur favorite (Gibson *et al.*, 2020). Ils unissent parfois leurs forces *via* des initiatives communes, coordonnées par le Climate Action 100+ ou les PRI.

Il existe une vaste littérature étudiant l'impact de l'activisme actionnarial sur la performance et les performances environnementales et sociales des entreprises ciblées, qui tend à mettre en avant le rôle bénéfique du vote. Iliev et Lowry (2014) montrent que les fonds actifs en matière de vote, c'est-à-dire les moins susceptibles de suivre les recommandations d'ISS, ont tendance à générer des rendements ajustés au risque plus élevés. De même, plusieurs travaux ont mis en évidence l'impact de la politique d'engagement. Par exemple, Becht, Franks, Mayer & Rossi (2008) ont étudié les engagements de gouvernance du Hermes Focus Fund, un fonds britannique détenu par le British Telecom Pension Scheme, et ont constaté que la stratégie d'engagement conduisait à un excès de rendement d'environ 5 %. Dimson *et al.* (2015) ont également mis en avant des résultats favorables de l'engagement ESG d'un grand investisseur institutionnel fortement engagé en faveur de l'investissement responsable. Les engagements les plus réussis ciblent les entreprises ayant des problèmes de réputation et une plus grande capacité à mettre en œuvre des changements en matière de responsabilité sociale d'entreprise. De plus, les notes ESG des entreprises ont tendance à s'améliorer après des engagements réussis. En dernier recours, les actionnaires insatisfaits de la politique de l'entreprise peuvent choisir de vendre leurs actions. La menace de sortie peut potentiellement avoir un impact important sur les entreprises, même si l'impact réel d'une politique de désinvestissement est largement débattu (Berk et Van Binsbergen, 2021 ; Cheng *et al.*, 2023).

Références

ASWANI J., RAGHUNANDANA. & RAJGOPAL S. (2024), "Are carbon emissions associated with stock returns?", *Review of Finance*, 28(1).

BAUER R., T. RUOF & SMEETS P. (2021), "Get real! Individuals prefer more sustainable investments", *Review of Financial Studies*, 34(8).

BERG F., KOELBEL J. F. & RIGOBON R. (2022), "Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings", *Review of Finance*, 26(6).

BERK J. & VAN BINSBERGEN J. H. (2021), "The impact of impact investing", SSRN Working Paper N°3909166.

BRIÈRE M., DURANOVIK A., MONASTEROLO I. & RAMELLI S. (2024a), "Does the stock market price physical climate risks?", Amundi Working Paper, forthcoming.

BRIÈRE M., JAULIN T., LE MEAUX C., NURIYEV M., TAZEBERNARD E. (2024b), "Institutional investors' approaches to responsible investing", Amundi Discussion Paper.

BRIERE M., POUGET S. & URECHE-RANGAU L. (2019), "Do universal owners vote to curb externalities: An empirical analysis of shareholder meetings", SSRN Working Paper n°3403465.

BRIÈRE M., POUGET S., URECHE-RANGAU L. & SCHMALZ M. (2022), "Delegated philanthropy in mutual fund votes on climate change externalities", in JURCZENKO (éd.), *Climate Finance*, ITSE/Wiley.

BRIÈRE M. & RAMELLI S. (2021a), "Responsible investing and stock allocation", SSRN Working Paper n°3853256.

BRIÈRE M. & RAMELLI S. (2021b), "Green sentiment, stock return and corporate behavior", SSRN Working Paper, 3850923.

CHENG G., JONDEAU E., MOJON B. & VAYANOS D. (2023), "The impact of green investors on stock prices", BIS Working Papers.

EDMANS A. (2011), "Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices", *Journal of Financial Economics*, 101(3).

FRIEDMAN M. (2007), "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", in ZIMMERLI W., HOLZINGER M., & RICHTER K. (éd.), *Corporate Ethics and Corporate Governance*, Berlin, Heidelberg, Springer, 173.

IN S. Y., PARK K. Y. & MONK A. (2019), "Is 'being green' rewarded in the market? An empirical investigation of decarbonization and stock returns", Stanford Global Project Center Working Paper.

KRUEGER P., METZGER D. & WU J. (2023), "The sustainability wage gap", Swedish House of Finance Research Paper 20-14.

MATTISON R., TREVITT M. & VAN AST L. (2011). Universal ownership: Why environmental externalities matter to institutional investors, Principles for Responsible Investment and UNEP Finance Initiative.

PASTOR L., STAMBAUGH R. F. & TAYLOR L. A. (2021), Dissecting green returns, National Bureau of Economic Research.

PORTER M. & KRAMER M. (2011), "Creating Shared Value", *Harvard Business Review*, 89, pp. 62-77.

Le financement de start-ups pour la transition vers une économie inclusive et durable

Par Fanny PICARD

Présidente du fonds Alter Equity

L'accélération des dérèglements environnementaux expose l'humanité à un chaos atteignant en priorité les plus fragiles. Par l'innovation, les start-ups construisent des solutions aux principaux enjeux sociaux et environnementaux, au double niveau de leur activité et de leurs pratiques de gestion. Leur financement, notamment par les fonds à impact, est stratégique en ce qu'il permet la transition vers une économie inclusive et durable. Il mériterait d'être plus soutenu par les investisseurs institutionnels, d'un double point de vue éthique et financier.

De la nécessité d'agir

La gravité tragique des dérèglements environnementaux nous place en situation de responsabilité à la fois infinie et sans précédent d'agir pour les atténuer, et aussi, de plus en plus, pour nous y adapter.

Au cours des douze mois de février 2023 à janvier 2024, la température mondiale de l'air a été supérieure de 1,5°C à celle de la période préindustrielle¹. Au-delà du climat, les dérèglements environnementaux concernent également de façon dramatique la biodiversité et les autres ressources (eau et métaux sous tension).

Rappelons qu'Henri de Castries avait indiqué en 2015, à une époque où il était président-directeur général d'Axa : « [Un] monde à + 2°C pourrait encore être assurable, un monde à 4°C ne le serait certainement plus ». Or ce niveau de réchauffement est aujourd'hui plausible. Il forme ainsi la base des travaux de l'administration française sur l'adaptation au dérèglement climatique². Nous nous inscrivons donc dans une configuration pouvant conduire à une forme de chaos si nous n'engageons pas collectivement les actions nécessaires pour limiter considérablement les émissions de gaz à effet de serre. Sans même atteindre ce niveau de réchauffement de 4°C, les désordres sont déjà tragiques et augmenteront avec les émissions de gaz à effet de serre.

Au-delà du rôle majeur de réglementation par les États, à l'échelle nationale comme supranationale, celui des

autres acteurs est déterminant, de chacun de nous en tant que consommateur et salarié, ainsi que des entreprises, qui sont à l'origine de la majorité des émissions de gaz à effet de serre.

D'un point de vue social, les plus fragiles sont comme toujours les plus exposés. De nouvelles formes de solidarité émergent, auxquelles l'éthique nous oblige, accompagnant le développement personnel et professionnel et luttant contre la souffrance sociale. Au-delà de la nécessité morale, ces dynamiques sont nécessaires pour éviter le rejet du système, y compris en ce qu'il forme un frein à la faisabilité de la transition écologique.

Rôle des start-ups et de leur financement dans la transition vers une économie inclusive et durable

Plusieurs convictions fortes conduisent à considérer que le financement des *start-up* à impact positif contribue à la transition vers une économie à la fois plus inclusive et plus durable.

Les entreprises, à travers leurs activités et pratiques de gestion, emportent des conséquences considérables sur les conditions de vie des êtres humains et sur l'environnement.

Les start-ups innovantes créent des solutions aux grands enjeux sociaux et environnementaux.

L'innovation peut concerner non seulement l'activité de la *start-up* mais également ses comportements, plus faciles à renouveler dans des entreprises jeunes, pour mettre en place dès le départ des attitudes profondément responsables, elles-mêmes nécessaires à une économie inclusive et durable.

¹ Source : Copernicus, <https://climate.copernicus.eu/warmest-january-record-12-month-average-over-15degc-above-preindustrial>

² Source : <https://www.ecologie.gouv.fr/france-sadapte-christophe-bechu-reuni-elus-citoyens-acteurs-economiques-societe-civile-et-experts>. Il est à noter que le réchauffement sur notre territoire est plus rapide que la moyenne terrestre.

Alter Equity a porté de nombreuses innovations en direction d'un capitalisme responsable dans l'investissement non coté. Il a été le premier fonds utilisant le terme de finance à impact en France et en Europe, finançant en fonds propres des entreprises dont l'activité et les pratiques de gestion sont utiles à l'intérêt à long terme des personnes et de l'environnement, tout en recherchant un rendement financier attractif pour ses souscripteurs. Alter Equity a défini un nouveau modèle d'investissement vers lequel s'orientent aujourd'hui des flux financiers de plus en plus importants, dont la finalité est élargie à "People, Planet, Profit", expression proposée par John Elkington, cofondateur du premier cabinet de conseil en stratégie de développement durable britannique SustainAbility, en 1994¹.

¹ Source : https://fr.wikipedia.org/wiki/Triple_bottom_line

Chez Alter Equity, nous qualifions les entreprises portant ce double impact positif, de leur activité et de leurs pratiques de gestion, d'entreprises à impact positif.

Les activités d'un certain nombre de PME et groupes peuvent être considérés à impact positif³, mais en nombre, les entreprises à impact positif sont aujourd'hui généralement des start-ups. En outre, les pratiques de gestion de ces groupes plus anciens ne s'inscrivent pas toujours dans l'exemplarité systématique des entreprises à impact à cet égard.

En orientant ou non ses flux vers des start-ups et entreprises à impact positif, la finance porte une responsabilité majeure pour permettre la transition vers un monde plus inclusif d'un point de vue social et plus durable d'un point de vue environnemental.

Financer aujourd'hui des entreprises à impact positif requiert un volume d'investissement significativement inférieur au coût de l'inaction.

Certains gestionnaires dont Alter Equity ont démontré que le rendement financier de tels investissements est comparable, voire supérieur à celui du marché.

Il semble donc de bon sens pour les investisseurs de diriger leurs investissements vers les start-ups à impact, particulièrement pour les assureurs qui devront dédommager des conséquences des dérèglements environnementaux et des révoltes sociales.

³ Par exemple en France dans le traitement de l'eau et des déchets ou dans la production d'énergie renouvelable : Paprec, Veolia, Suez, Saur, Engie, TENERGIE, EDF, CNR, Neoen ; et dans les métiers de la santé et des services aux personnes fragiles : Sanofi, BioMérieux, ainsi que les groupes de cliniques et de maisons de retraite, dont un exemple récent a néanmoins démontré que les pratiques de gestion ne pouvaient être qualifiées de responsables.

La mesure de l'impact positif de l'activité et des démarches RSE des entreprises doit être conduite de sorte à les démontrer, pour éviter un *greenwashing* de nature à décrédibiliser la finance effectivement responsable.

Les start-ups innovantes créent des solutions aux grands enjeux sociaux et environnementaux

L'atténuation des dérèglements environnementaux passe prioritairement par le changement de nos modèles de production et de consommation. Il nous semble dangereux de soutenir que nous pouvons compter sur les seuls progrès technologiques pour résoudre la tragédie climatique. Car cela conduit à repousser les nécessaires changements de modèle en attendant des solutions d'ampleur qui n'existent pas aujourd'hui et pourraient ne pas être structurées, ni dans l'absolu ni à la dimension requise.

Mais ces solutions technologiques font partie intégrante et sont absolument nécessaires pour atténuer et nous adapter aux dérèglements environnementaux. Elles doivent être inventées ou portées à l'échelle, ces deux stades de développement requérant des financements significatifs.

L'innovation est presque toujours portée par des start-ups. L'histoire montre que les grands groupes manquent de l'agilité et de la créativité nécessaires à l'invention et à son développement. Dans la durée, les groupes se portent acquéreurs de ces start-ups innovantes ou savent s'en inspirer. Mais ils ont rarement l'idée de départ ou la capacité de la développer.

Ces solutions innovantes se matérialisent au double niveau des activités et des pratiques de gestion.

Activités à impact positif

Dix-sept objectifs du développement durable (ODD) ont été adoptés par l'ONU en 2015 avec pour principales finalités : éradiquer la pauvreté et organiser la prospérité pour tous ainsi que protéger l'environnement.

Ils peuvent être traduits en activités d'entreprises à impact positif, et notamment dans les métiers pour lesquels nous avons besoin de millions d'innovations : protéines durables, agriculture régénérative et durable, transition et efficacité énergétiques, mobilité douce, chimie verte, qualité de l'air, de l'eau, des sols, préservation de la biodiversité, de l'eau, des autres ressources, éducation, santé, développement professionnel et personnel, intégration dans la société et dans l'emploi, accompagnement de nos aînés et des personnes fragiles, solutions aux souffrances psychologiques, etc.

Il est nécessaire de tenir compte de la proportionnalité des éventuelles externalités négatives de l'activité des entreprises pour les qualifier d'entreprises à impact.

Les participations des fonds gérés par Alter Equity⁴ ont permis d'éviter depuis notre investissement l'émission de 6,8 millions de tonnes de CO₂, ce qui est considérable, au point de former à notre connaissance un record en termes de décarbonation dans l'investissement non coté en France au regard des montants investis⁵.

Il est notamment formé par les start-ups :

- OpenAirlines, dont le logiciel d'éco-pilotage des avions permet d'économiser 2 à 5 % de kérosène ;
- Elum, dont le système standardisé de centralisation de l'information (Power Plant Controller) diminue le coût de construction des centrales solaires de 5 %, favorisant le déploiement de l'énergie solaire par l'amélioration de sa compétitivité.

Chacune de ces start-ups a proposé un dispositif qui n'existait pas auparavant.

D'autres participations contribuent également de façon particulièrement utile à la transition vers une économie plus durable, telles que :

- Murfy, pionnier de l'économie circulaire, réparant à domicile l'électroménager en panne mais hors garantie (machines à laver, fours, etc.) pour éviter l'achat de neuf ;
- Zenride, proposant aux entreprises de subventionner le coût pour leurs salariés d'un vélo électrique, contribuant au développement de la mobilité douce ;
- Beem, qui commercialise de beaux kits photovoltaïques à installer soi-même avec un retour sur investissement rapide.

⁴ www.alter-equity.com

⁵ 6,8 millions de tonnes de CO₂ correspondent à 1,8 % des émissions de la France en 2023 selon l'estimation du Citepa de mai 2024 de 373 millions de tonnes. Source : https://www.citepa.org/fr/2024_05_a02/#:~:text=5%2C8%25%20de%20baisse%20d'%C3%A9missions%20en%202023&text=Elles%20sont%20pass%C3%A9es%20de%20396,habitant%20%C3%A0%205%2C2%20t.

Au-delà de l'éviction d'émission de CO₂, les start-ups produisent par leur activité innovante d'autres impacts positifs en termes d'intérêt général, par exemple parmi les investissements des fonds gérés par Alter Equity, Teale, qui améliore la santé mentale et le bien-être des salariés.

Pratiques de gestion responsables

L'innovation peut concerner non seulement l'activité de la start-up mais également ses comportements. Il est plus facile de mettre en place des pratiques responsables lorsque l'entreprise est encore jeune. Elles permettent l'épanouissement des salariés, et sont ainsi de nature à les attirer, les motiver et les fidéliser. Elles rassurent par ailleurs les clients et limitent différents risques, ce qui peut contribuer à augmenter la valeur de l'entreprise.

En matière environnementale, les principales préconisations nous semblent, notamment, de veiller à :

- éco-concevoir les produits et chaînes de valeur ;
- limiter autant que possible les émissions de gaz à effet de serre, les consommations et pollutions, ainsi plus largement que les impacts sur le climat, la biodiversité et les autres ressources ;
- réduire les déchets, réparer, recycler, et proposer autant que possible des produits permettant aux clients de le faire ;
- éviter les transports / favoriser les moins polluants.

En matière sociale, les start-ups responsables se préoccupent en particulier :

- de la qualité du management ainsi que des conditions de travail et de la sécurité ;
- du partage de la valeur financière ;
- de l'égalité des chances ;
- de préparer l'évolution professionnelle des salariés.

L'entreprise responsable s'inscrit plus largement dans une démarche de respect actif de l'intérêt à long terme de ses parties prenantes et de l'entreprise elle-même.

Financer les fonds et entreprises à impact positif est largement inférieur au coût de l'inaction

Plusieurs travaux estiment de façon cohérente les investissements à mobiliser par an entre 2 et 3 % du PIB pour décarboner nos économies, un engagement probablement inférieur de plus de quatre fois au coût de l'inaction⁶.

Un financement représentant 2 à 3 % du PIB

Il faut tenir compte du fait que les investissements annuels à mobiliser afin d'éviter l'accélération du dérèglement climatique augmentent d'autant plus qu'ils n'ont pas été réalisés préalablement. En d'autres termes, plus

⁶. Source : « Ce que coûterait l'inaction climatique à la France », *Les Échos*, 6 décembre 2023 <https://www.lesechos.fr/politique-societe/societe/ce-que-couterait-linaction-climatique-a-la-france-2039510>

nous attendons pour investir, plus les investissements à conduire seront importants dans l'absolu et en pourcentage du PIB pour atteindre la neutralité carbone.

Des coûts futurs plusieurs fois supérieurs

Selon une étude récente de Swiss Re⁷, si nous ne réduisons pas massivement et rapidement nos émissions de gaz à effet de serre, l'impact sur le PIB des quatre types d'incidents météorologiques les plus coûteux (inondations, tempêtes hivernales, cyclones tropicaux et tempêtes de type orage) devrait représenter 7 à 10 % du PIB mondial à horizon 2100.

Cet ordre de grandeur est cohérent avec l'évaluation récente de l'ADEME à 10 points de PIB annuel de la France le coût des dommages environnementaux à la fin du siècle si aucune politique de transition énergétique n'est mise en place⁸, ou avec des travaux utilisés par la NGFS⁹ (Network for Greening the Financial System) qui insistent sur la croissance des dommages mondiaux liés au changement climatique d'ici 2050¹⁰.

Un intérêt évident des investisseurs à procéder à ces investissements responsables

Compte tenu de l'intérêt des investisseurs à de bonnes conditions d'exercice des activités économiques et à l'inverse à éviter les risques colossaux entraînés par les dérèglements environnementaux et sociaux, il semble de bon sens qu'ils orientent significativement leurs flux vers des investissements responsables, y compris au bénéfice des start-ups à impact positif.

Cela semble d'autant plus évident que ces investissements sont rentables. Dans l'investissement non coté (*private equity*), certains fonds à impact atteignent un rendement financier attractif avec un TRI¹¹ net de plus de 10 voire 15 %.

⁷ Source : "Changing climates: The heat is (still) on", février 2024, <https://www.swissre.com/dam/jcr:cdbae8ed-24d0-4ec8-ad49-14f16846e556/2024-02-28-sri-expertise-publication-changing-climates-heat-still-on.pdf>

⁸ Source : cf. article des *Échos*, *ibid*.

⁹ <https://oneplanetsummit.fr/les-coalitions-82/network-greening-financial-system-ngfs-179>

¹⁰ Kotz M., Levermann A. & Wenz L. (2024), "The economic commitment of climate change", *Nature*.

¹¹ Taux de rendement interne : rendement annuel capitalisé perçu par l'investisseur.

Ces investissements permettent par ailleurs de construire une image responsable, qui contribue à attirer clients et salariés, à motiver et fidéliser ces derniers, ainsi qu'à éviter une mise en cause de leur "licence to operate".

C'est notamment le cas des assureurs, qui devront dédommager des conséquences de ces dérèglements. Et celui des banques européennes, dont la BCE estimait récemment qu'elles « pourraient perdre jusqu'à 21 milliards d'euros par an en 2029, si l'accélération de la transition énergétique était reportée à 2026 mais parvenait tout de même à respecter l'Accord de Paris »¹².

Une obligation éthique des investisseurs à investir de façon durable

La question est par ailleurs fondamentalement éthique. En soutenant des entreprises plus responsables, les investisseurs contribuent à la transition vers une économie et donc une société plus durable et plus inclusive.

Pourtant, ils n'y procèdent pas à la mesure nécessaire

Ainsi, dans une note récente¹³, la Banque de France affirmait : « Les portefeuilles de titres et de prêts [des acteurs financiers français] demeurent insuffisamment alignés sur les objectifs européens de transition bas carbone ».

Souhaitons que ces exemples servent à catalyser la réflexion et l'action vers une finance plus responsable, au bénéfice des start-ups et des fonds à impact et plus largement. C'est le but que nous nous fixons.

¹² Source : *Les Échos*, 6 septembre 2023, <https://www.lesechos.fr/finance-marches/banque-assurances/climat-les-banques-europeennes-pourraient-perdre-jusqua-21-milliards-par-an-1975877>

Compte-tenu de la faible probabilité d'atteindre les Accords de Paris, ce niveau de pertes est peut-être estimé de façon prudente.

¹³ Source : <https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/publications/les-acteurs-financiers-francais-face-au-defi-de-la-transition-climatique>

Pratiques à risques ou erreurs de communication : toutes les nuances de *greenwashing* ne se valent pas !

Par Anne-Catherine HUSSON-TRAORE

Directrice des publications de Novethic.fr
Experte en finance durable

En finance, les allégations environnementales passent plutôt par le marketing où, en illustration de placements sur les marchés financiers et les grands indices boursiers, sont placées des images de nature luxuriante. Ceci peut être considéré comme du *greenwashing* à cause du décalage entre la promesse et l'offre. La finance durable a de nombreuses nuances de *greenwashing* dont certaines sont surtout des erreurs de communication. Cet article permet de faire la différence avec d'autres actions qui consistent à prendre des engagements forts comme le financement de la neutralité carbone mais à afficher des portefeuilles à forte teneur en énergies fossiles, ce qui semble incompatible.

Plus les entreprises verdissent leur communication, plus les attaques sur leurs allégations environnementales sont virulentes. Les accusations d'écoblanchiment (version française de *greenwashing*) sont fréquentes, mais ont tendance à mettre dans le même panier des mensonges avérés, une communication un peu trop « nature » pour être honnête, et un éclairage réel sur une pratique verte aux impacts très limités. Si tous ces modes de communication relèvent du *greenwashing*, elles n'ont pas le même degré de gravité selon l'usage qu'en fait la finance durable.

Le *greenwashing*, un concept qui embrasse large

L'écoblanchiment est une pratique à haut risque environnemental et juridique. Pourtant, cela ne décourage pas forcément ses adeptes. Ils considèrent souvent que le bénéfice d'une bonne image verte est supérieur au risque encouru. Néanmoins, des promesses trop alléchantes peuvent avoir des effets contreproductifs auprès de clients déçus par les



Figure 1 : Visuel du « code vert » (Source : Benefits and Pensions Monitor).

qualités environnementales du produit qu'ils achètent. Ce cas de figure est fréquent dans la finance durable où le marketing des fonds use et abuse de magnifiques clichés sur la nature pour vendre des produits financiers sélectionnant des multinationales cotées, membres des grands indices boursiers. À l'heure où les épargnants et les investisseurs ne se contentent plus de vagues promesses mais veulent des indicateurs concrets et crédibles de performances environnementales, les signaux verts ne suffisent plus. Les promoteurs de fonds sont pourtant encore très nombreux à utiliser le « code vert » : des pièces de monnaie avec de la terre et une plante.

Nombreux sont les cas de fonds qui ont obtenu le label ISR (investissement socialement responsable), porté par le ministère de l'Économie et des Finances, et qui le mettent en avant dans une mise en scène graphique porteuse de ce type de mise en scène pour investir dans des actions achetées et vendues virtuellement par des algorithmes dont les caractéristiques ESG (environnement, social et gouvernance) ne sont pas spécialement vertes.

Ce jeu d'images n'est pas du *greenwashing* à proprement parler. Le concept suppose une « utilisation fallacieuse d'arguments faisant état de bonnes pratiques écologiques dans des opérations de marketing ou de communication ». Pour le faire sanctionner, on peut saisir les tribunaux en tant que consommateurs / épargnants qui s'estiment trompés sur la marchandise, ou s'en remettre à l'autorégulation des associations professionnelles et / ou aux sanctions des régulateurs.

Les différentes autorités financières européennes ont lancé, en 2023, une consultation sur le *greenwashing*

des produits financiers. L'Association Française de Gestion (AFG) a publié sa réponse qui est très intéressante. Elle considère qu'« il est primordial de faire la distinction entre le *greenwashing* intentionnel et celui qui ne l'est pas », sans préciser comment faire la différence. Elle considère qu'il est aussi nécessaire de faire « de la pédagogie dans la mesure où il existe une inadéquation entre les attentes des particuliers et l'état du marché de la finance durable ».

L'association qui rassemble plus de 700 sociétés de gestion gérant 4 600 milliards d'euros d'encours admet donc la situation problématique à laquelle sont confrontés ses membres, qui veulent investir dans la part la plus verte de l'économie – ou celle qui est en train de verdir activement son modèle – et qui se retrouvent exposés aux risques de *greenwashing* parce que la promesse verte du marketing de leurs fonds n'est pas tenue. La problématique du *greenwashing* dans la finance durable n'est donc pas l'étalage de mensonges éhontés devenus d'autant plus rares que les ONG environnementales et les associations de consommateurs veillent. Elle prend des formes beaucoup plus complexes qui concernent plutôt la crédibilité de la démarche de finance durable et son impact sur la composition des portefeuilles. Ces différentes pratiques discutables ont été classées et qualifiées par l'ONG Planet Tracker (voir Figure 2 ci-après).

Le *greenwashing* consiste à détourner l'attention pour désigner d'autres coupables

Cas d'école, les investisseurs responsables qui justifient de garder TotalEnergies dans des portefeuilles durables au nom de son engagement dans la



Figure 2 : Visuel des différentes pratiques du *greenwashing* (Source : Planet Tracker Rapport Greenwashing Hydra).

transition énergétique. Comme son PDG explique qu'il continue à produire des énergies fossiles et à explorer de nouveaux gisements pour répondre à la demande des constructeurs d'automobiles et d'avions qui seraient les vrais émetteurs de CO₂ liés au pétrole, TotalEnergies n'est donc pas responsable du maintien de cette demande dans l'économie mondiale.

Le greenlighting diffuse un halo vert sur une toute petite partie de l'activité

La pratique est assez courante et consiste à éclipser une part brune très importante en montrant une part verte dont l'importance est exagérée. Le cas d'école est une campagne d'HSBC qui a été retoquée par le régulateur londonien de la publicité en 2022. Deux affiches placardées dans les rues disaient, l'une, que la banque consacrait 1 000 milliards de dollars à aider ses clients dans le monde à atteindre leurs objectifs climat, l'autre, qu'elle plantait 2 millions d'arbres. La campagne a fait l'objet d'une cinquantaine de plaintes, car elle passait sous silence le financement des énergies fossiles par HSBC. Selon le classement du rapport "Banking on Climate Chaos", la banque a consacré plus de 192 milliards de dollars aux énergies fossiles entre 2016 et 2023 ce qui la classe à la 12^e place mondiale, devant BNP Paribas.

Le greencrowding est une stratégie maligne qui consiste à participer aux grands engagements sur l'environnement en se contentant de pratiques peu exigeantes

Les alliances « net zéro » (neutralité carbone) pour le secteur financier déclinées par métiers (assureurs, banques, gérants d'actifs, investisseurs institutionnels) peuvent entrer dans cette catégorie. Elles fédèrent les acteurs les plus engagés sur le climat, mais ont commencé à perdre leurs adhérents quand il s'est agi de coordonner des politiques massives de réduction du financement des émissions de gaz à effet de serre.

Le mouvement de désengagement s'est accéléré sous la pression politique du mouvement anti-ESG pro-énergies fossiles, très présent aux États-Unis.

Le greenhushing peut se traduire par « pour vivre verts, vivons cachés »

Pour ne pas attirer l'attention de ceux qui combattent le *greenwashing*, ces entreprises minimisent publiquement leurs engagements climatiques ou environnementaux. On peut classer dans cette catégorie les fonds durables qui, en 2023, ont renoncé à leur classement en article 9 selon la réglementation européenne SFDR¹, qui suppose d'avoir des objectifs durables explicites. Une situation paradoxale puisque ce type de fonds était beaucoup plus efficace en termes de collecte !

Le greenrinsing entretient la confusion

Dans ce cas, les entreprises se fixent des objectifs environnementaux qui semblent ambitieux mais elles en changent ou modifient les périmètres pour laisser entendre qu'elles les ont atteints sans vraiment le prouver. En finance durable, cela est souvent le cas pour les notions de transition. Les fonds qui choisissent ce positionnement marketing sont nombreux. En revanche, la part d'alignement des fonds sur la

¹ Le règlement SFDR, ou Sustainable Finance Disclosure Regulation, s'intègre dans la réglementation de la finance durable et vise à promouvoir la durabilité dans le secteur de la finance en Europe, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=CELEX:32019R2088>

Novethic vient de lancer sa nouvelle plateforme dont le slogan est « Vouloir savoir, oser agir ». Media, source d'expertise, de veille et de formations, cette filiale du groupe Caisse des Dépôts réunit ces trois activités pour faire progresser les pratiques durables dans la finance et les entreprises.

	Climate Action A	Climate Action B	Climate Action C	Climate Action D
Catégorie SFDR	Art. 8	Art. 9	Art. 9	Art. 9
Label(s)	ISR	Towards Sustainability	ISR / Towards Sustainability	Greenfin / LuxFLAG ESG
Objectif ou caractéristiques SFDR	Score ESG plus élevé que celui de l'indice MSCI ACWI	Maximiser le rendement en investissant dans des actions d'entreprises dont on s'attend qu'elles habilitent et/ou profitent de la décarbonation.	Tirer parti de la performance [...] d'entreprises qui prennent des mesures concrètes et directes pour relever les défis et les risques du changement climatique et dont la croissance et la rentabilité sont principalement tirées par la fourniture de solutions.	Générer un impact positif environnemental à travers des investissements dans entreprises qui évoluent dans des secteurs verts et développent des solutions et modèles qui contribuent activement à la transition environnementale.
Objectifs de la taxonomie auxquels le fonds entend contribuer	Aucun	Aucun	1-2, et 3-6 « à plus long terme »	1-6
Indicateurs utilisés pour mesurer l'atteinte de l'objectif de durabilité des investissements, ou le respect des caractéristiques promues	Note ESG du fonds	<ul style="list-style-type: none"> % d'investissements durables Note ESG du fonds Prise en compte des PAIs Exclusions 	<ul style="list-style-type: none"> « T°C » de portefeuille (<2.5°C) Exposition aux secteurs à enjeu (au sens EU PAB) plus élevée que celle du benchmark 	<ul style="list-style-type: none"> Part verte Score ESG Ptf. sans controverses sévères % de signataires SBTi en ptf. Empreinte carbone « T°C » de ptf. (<2°C) PAI n°13 PAI n°10&11

Figure 3 : Comparaison de quatre fonds "Climate Action" (Source : Novethic).

taxonomie européenne est quasi inexistante alors que c'est l'outil permettant de mesurer le verdissement de l'économie au sein de l'Union.

Le greenlabelling consiste à mettre une étiquette de qualité environnementale auto-déclarative

C'est sans doute l'une des formes de *greenwashing* les plus répandues, dans laquelle une entité définit elle-même son produit comme étant vert ou durable *via* une étiquette ou une appellation du fonds qui ne prouve rien. Ce type de confusion est entretenue par un marketing environnemental efficace. Dans une étude du printemps 2023, l'équipe recherche de Novethic a mis en avant cette dichotomie entre les noms des fonds et les pratiques mises en avant. La comparaison de quatre fonds qui s'appellent tous "Climate Action" permet de constater qu'aucun d'eux n'a la même méthodologie de sélection des entreprises ni les mêmes objectifs climatiques, ni les mêmes labels (voir la Figure 4 ci-dessous).

Le *greenwashing* dans la finance durable est donc, la plupart du temps, du *greenlabelling* qui laisse sous-entendre qu'un produit a des qualités environnementales alors qu'une analyse approfondie ne corrobore pas cette affirmation.

Des limites aux remèdes des régulateurs

Les régulateurs tentent de remédier aux dérives d'une offre de finance durable qui a du mal à aligner ses pratiques de gestion avec son marketing prometteur, en publiant des recommandations et des lignes directrices. Dans la mesure où les pratiques de finance durable restent très libres, c'est difficile de dépasser le stade

de l'incitation. Les obligations réglementaires portent quasi exclusivement sur le *reporting* des méthodes et des intentions d'un produit financier, sans véritable sanction autre que celle du marché en cas de manquements avérés.

La réglementation européenne SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) est en cours de révision. Elle est à la fois très complexe et souple, ce qui laisse libre cours aux interprétations divergentes des acteurs de marché. Elle devait contribuer à crédibiliser l'offre auprès d'investisseurs particuliers dubitatifs sur les produits de finance durable qui leur sont proposés. À ce stade, les divers dispositifs réglementaires lancés depuis la mise en place du plan d'action sur la finance durable de l'Union européenne en 2018 n'ont pas vraiment permis d'améliorer la lisibilité tout comme la visibilité de l'offre de finance durable pour les épargnants particuliers. Novethic a synthétisé dans le tableau ci-dessous au printemps 2023 les difficultés de clarification, qui sont dues en grande partie au fait que le *reporting* des fonds est construit par et pour les régulateurs et très peu pour le destinataire final : l'épargnant de base. Depuis 2022, la loi Pacte oblige les offreurs d'assurance vie à proposer au moins un fonds labellisé ISR, Greenfin ou Finansol, mais, à ce stade, cela n'a dopé ni l'offre ni la demande, car les labels restent peu connus du grand public.

Les diverses doctrines des régulateurs financiers (AMF, ESMA ou ACPR) exigent des fonds un degré de technicité qui domine les informations publiées alors que celle-ci rend inaccessible la compréhension du produit par une personne non initiée. Enfin MIFID était supposé introduire des questionnaires sur les choix de critères ESG entre conseillers financiers et clients. Là encore, la technicité des recommandations a rendu caduc l'objectif initial qui était de lancer une conversation sur

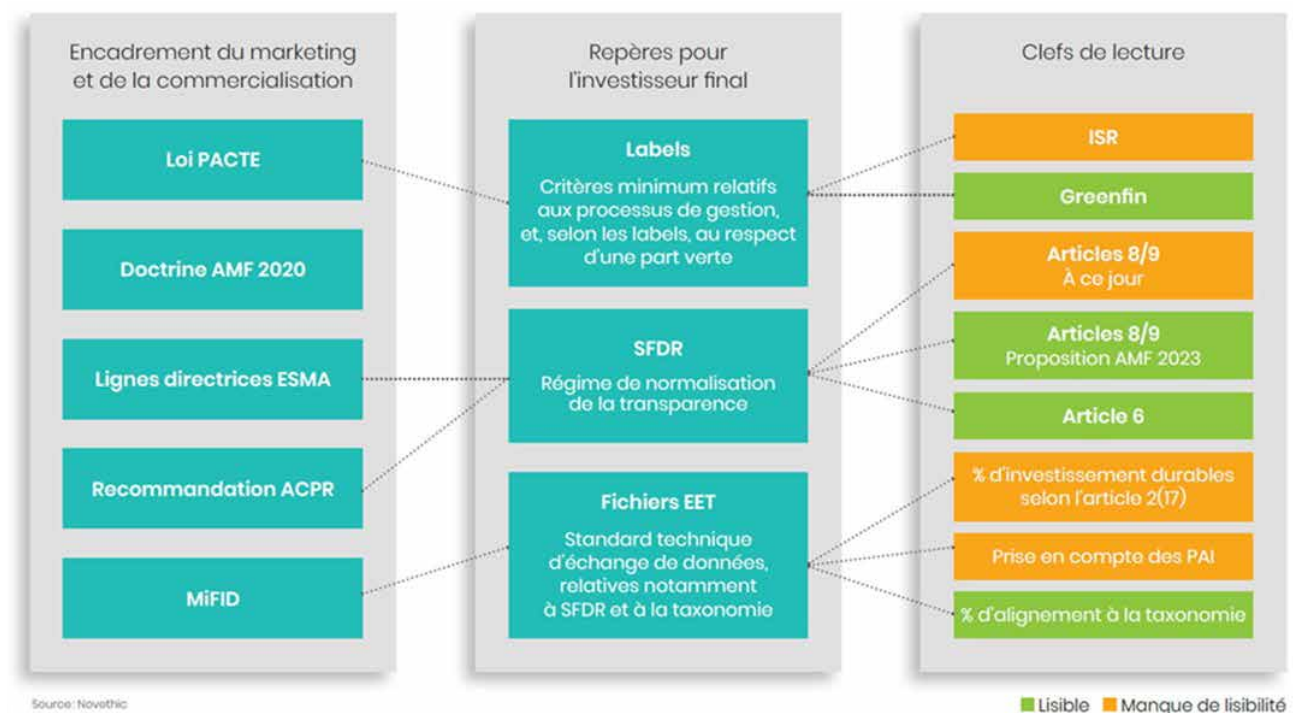


Figure 4 : Comparaison de la lisibilité des diverses doctrines des régulateurs financiers (Source : Novethic).

la destination des fonds qu'un particulier confie à une banque.

La très grande variété des réglementations et de leurs interprétations est une porte ouverte aux accusations de *greenwashing*. Les clefs de lecture proposées aux épargnants recouvrent des ambitions environnementales très variables mais surtout incompréhensibles puisque dépourvues d'indicateurs de mesure de performance environnementale autres que des empreintes carbone répondant à des méthodologies aussi diverses qu'illisibles pour des non-scientifiques. Des labels attribués sur démarche volontaire à la réglementation SFDR, qui permet aux sociétés de gestion d'auto-classifier leurs fonds en passant par les fichiers EET (standard d'échanges de données) très volumineux, difficile de s'y retrouver !

Depuis l'entrée en vigueur de la réglementation SFDR en 2021, les régulateurs s'efforcent de proposer au marché des systèmes de classification pour laisser le moins de place possible au *greenwashing*.

L'Australie y travaille aussi. Elle a récemment construit un dispositif législatif sur le *greenwashing* après que l'autorité des marchés financiers, l'Australian Securities and Investments Commission, a publié une fiche d'information sur « Comment éviter le *greenwashing* lors de l'offre ou de la promotion de produits liés au développement durable ». Publié en juin 2022, le document explique que le *greenwashing* est inacceptable, parce qu'il « déforme les informations pertinentes dont un investisseur actuel ou potentiel pourrait avoir besoin pour prendre des décisions d'investissement éclairées. » Quelques mois plus tard, elle a prononcé des avis d'infraction pour *greenwashing* envers le gérant d'actifs Vanguard Australie.

À Singapour, l'Autorité monétaire de Singapour (MAS) intègre progressivement le risque environnemental dans son cadre et ses processus de surveillance.

L'Agence japonaise des services financiers (FSA) a elle aussi exprimé ses inquiétudes concernant le *greenwashing*, selon lesquelles « les investissements réels pourraient ne pas être à la mesure des affirmations ESG des produits de finance durable ».

Enfin, la Banque populaire de Chine a, dans son 14^e plan quinquennal » (2021-2025) pour le développement de la normalisation financière, mis l'accent sur la nécessité d'améliorer le système de normes financières vertes et de s'attaquer au *greenwashing*.

Cela montre que l'essor de la finance durable s'est accompagné du développement d'une forme de *greenwashing* liée au décalage entre des pratiques de sélection de portefeuilles sur des critères environnementaux très proches des critères financiers habituels et des pratiques de marketing beaucoup plus décalées. Le phénomène est suffisamment massif pour que les régulateurs tentent d'y remédier. En attendant que les pratiques de marché s'améliorent, les investisseurs doivent rester vigilants et vérifier l'intention du promoteur du fonds. Veut-il réellement financer une économie plus verte et plus durable ou simplement tenter de trouver un alpha vert qui lui permettrait de surperformer financièrement les grands

indices de référence ? Pour cela, une lecture attentive de la documentation s'impose. Il faut aussi poser des questions sur les indicateurs d'impact utilisés et avoir en tête les réponses avant de souscrire un produit. Le guide anti-*greenwashing*² publié par l'ADEME permet de repérer les diverses pratiques qui posent problème : on vous ment, on vous fait une promesse disproportionnée, on utilise des mots vagues, les informations fournies sont très insuffisantes, il n'y a pas de rapport entre le visuel (une forêt vierge) et la composition du fonds, on appose une auto-labellisation sur le produit et pas un vrai label qui permet la vérification par un tiers externe des qualités du produit, il est impossible d'établir un lien entre la promesse du fonds et sa composition. Il n'y a aucune preuve d'impact mais uniquement des allégations. Enfin, l'amateur de *greenwashing* peut tenter de faire passer l'exécution d'une obligation légale pour une prouesse écologique !

Conclusion

Un épargnant est parfaitement en droit d'exiger que l'on lui propose un produit financier exempt de ces défauts et en capacité de fournir suffisamment d'informations sur ses caractéristiques environnementales présentées de façon claire, intelligible et crédible, pour les comprendre.

² https://communication-responsable.ademe.fr/sites/default/files/2024-03/20230727_ademe_guide_antigreenwashing_web-vdef-min.pdf

La finance durable et le numérique au service du secteur financier : quels défis éthiques se posent pour les entreprises ?

Par Laure TABOUY

Équipe Éthique et Épistémologie, CESP-INSERM U1018, Espace éthique de l'APHP de l'Île-de-France, Université de Paris-Saclay

Le besoin d'orienter des masses considérables d'épargne pour répondre aux enjeux environnementaux, sanitaires et sociaux, les évolutions réglementaires en cours comme la CSRD, sont des enjeux qui rendent impératif de repenser la manière d'investir, de financer les projets et les innovations, et de réorganiser le monde financier.

La finance peut contribuer de façon durable au bien commun seulement si l'on réussit à introduire l'éthique dans la théorie et dans la pratique. Cet article s'attache à partager une réflexion sur l'articulation entre l'éthique et la finance durable en général en envisageant la durabilité sous l'angle « conditions pour la santé du vivant au sens large », avec l'exemple de la relation entre l'approche One Health et la finance durable. Cette relation nécessite et appelle à un véritable engagement actif de la part du monde financier.

Elle représente une transformation profonde de la manière de concevoir le financement et l'investissement, et la finance en général. Pour cela, l'éthique peut vraiment devenir la pierre angulaire d'une finance durable en étant partie prenante de tous projets et investissements.

Une finance durable éthique à l'heure du numérique par l'introduction de l'approche One Health

La finance peut contribuer de façon durable au bien commun seulement si l'on réussit à introduire l'éthique dans la théorie et dans la pratique. Cet article s'attache à partager une réflexion sur l'articulation entre l'éthique et la finance durable en général en envisageant la durabilité sous l'angle « conditions pour la santé du vivant au sens large », avec l'exemple de la relation entre l'approche One Health et la finance durable. Cette relation entre éthique et finance durable nécessite de réfléchir sur une humanisation de la finance tant au niveau personnel qu'institutionnel. Mais définir le lien entre éthique et finance durable est complexe. L'éthique est une prise de hauteur, c'est un pivot réflexif qui intègre le plus de points de vue possible pour une mise en dialogue de points de vue différents afin d'aboutir à un consensus dans la finalité pour laquelle elle a été conçue. Cette mise en lumière de dilemmes permet l'ouverture vers des chemins pour bien agir et bien vivre ensemble. L'éthique joue un rôle fondamental dans les questions pratiques de l'économie et en particulier de la finance durable. Certains penseurs comme Friedman et Stiger ont émis l'idée que les jugements de valeur n'ont pas leur place dans l'économie prédictive. Pour eux, il y a

certes une obligation morale, qui est bordée par la loi, qui est celle d'agir selon des critères de choix rationnels, garantissant des résultats. S'éloigner de la rigueur logique scientifique pour discuter de valeurs éthiques n'aurait pas de sens. « En utilisant l'échange d'équivalents comme le seul moyen valable de contribuer » au bien commun, le système financier semble s'être construit en supplantant la personne humaine du centre de la scène de ce bien commun.

En outre, la notion de finance éthique n'est pas nouvelle. Elle trouve ses racines dans les différentes traditions religieuses et philosophiques ayant pour *mantra* l'éthique, l'équité et la justice sociale. Ce concept est apparu dans les années 1980, avec le rapport Brundtland. Ce document fondateur de ce que l'on appelle aujourd'hui le développement durable fut édité en 1987 par la Commission des Nations unies sur l'Environnement et le Développement, puis médiatisé durant le Sommet de Rio en 1992. Ce rapport recommande la mise en place de stratégies de développement durable, ou "*sustainable development*", qui favorisent les liens et la coordination entre le développement économique et l'environnement. Ce concept s'inscrit dans une perspective de long terme : « Le développement durable est un développement qui répond aux besoins du présent sans compromettre la capacité des générations futures de répondre aux leurs ».

OBJECTIFS DE DÉVELOPPEMENT DURABLE



Figure 1 : Les 17 objectifs de développement durable de l'Onu (Source : <https://www.undp.org/fr/sustainable-development-goals>).

L'accélération de l'évolution des sujets du développement durable et de l'écologie, et de leur importance dans notre société, s'est faite avec la signature de l'Accord de Paris en 2015 pour la COP21¹ et avec la définition par l'ONU des objectifs de développement durable : 17 objectifs pour l'humanité et pour la planète².

Dans un monde en pleine transformation numérique, technologique et sociétale, où le rythme des innovations, des investissements et des défis est soutenu, que dis-je même vertigineux, le monde financier au sens large s'est organisé autour de la notion de finance durable englobant notamment la finance verte.

En revanche, la combinaison de l'arrivée fulgurante dans notre vie quotidienne d'outils d'intelligence artificielle de plus en plus puissants et efficaces, de la mondialisation de ces outils, et des défis environnementaux, et sociaux comme le changement climatique, les inégalités sociales ou les crises sanitaires à l'échelle nationale, européenne et mondiale, remettent en question nos modes de vie et nos systèmes économiques et la priorisation des investissements.

Car il est vrai que le numérique, au sens large, représente une évolution technologique, sociétale, et une révolution majeure en termes d'impact sur la finance, la santé humaine, la productivité au travail ou sur l'éducation. Mais, il est tout autant source d'inquiétudes et de défis pour l'environnement, le monde vivant et l'humanité, que d'espoirs et de promesses, pour la finance ou la santé humaine.

¹ <https://unfccc.int/fr/a-propos-des-ndcs/l-accord-de-paris>

² <https://www.un.org/sustainabledevelopment/fr/development-agenda/>

Face à ces enjeux, il devient impératif et nécessaire de repenser la manière d'investir, de financer les projets et les innovations, et de réorganiser le monde financier. Car le numérique peut contribuer à des usages abusifs, à des manipulations de population et de société par la création de faux contenus, de *deepfakes* ou de *nudge* numérique. Il est encore très difficile d'évaluer la qualité et la fiabilité des contenus générés par le numérique, mais aussi de mesurer l'impact de ces contenus sur nos instruments financiers, nos relations, la société ou nous-mêmes, et sur notre capacité à appréhender la réalité des situations et à anticiper les futurs souhaitables.

La finance éthique est donc une approche d'investissement socialement éthique et responsable qui va au-delà de la recherche de performances financières ou d'enrichissement personnels. Elle se propose de regarder les chiffres en intégrant les impacts environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans tout processus de prise de décision en matière d'investissement.

Elle préconise un rééquilibrage permettant de générer des rendements et des investissements financiers tout en contribuant au réajustement indispensable que ces défis environnementaux et sociaux nous invitent à faire aujourd'hui, pour préserver la justice sociale et la vie sur Terre, au sens large, car les impacts ne concernent pas que la vie humaine. C'est l'introduction dans le monde financier de l'approche « une seule santé » ou One Health, qui a un ancrage éthique et philosophique considérable, car résoudre le problème de la terminologie – que veut dire une « seule santé » – pourrait changer notre vision rationnelle de la nature pour le mieux-être de l'humanité et du vivant.

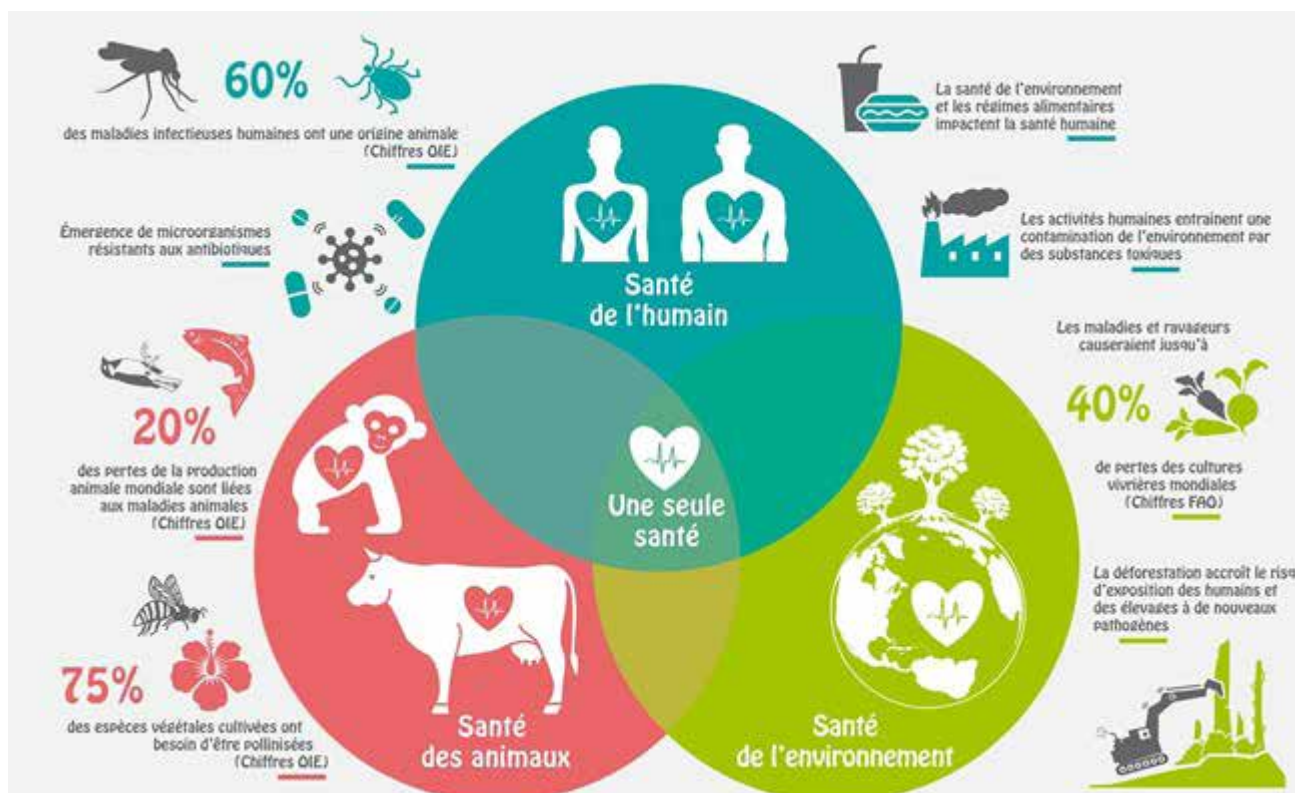


Figure 2 : Concept du One Health (source : <https://www.inrae.fr/alimentation-sante-globale/one-health-seule-sante>).

Cette approche interdisciplinaire, offrant des opportunités de collaborations, d'innovation, a été initiée au début des années 2000, et « fait suite à la recrudescence et à l'émergence de maladies infectieuses, en raison notamment de la mondialisation des échanges ». L'idée est de penser « la santé à l'interface entre celle des animaux, de l'Homme et de leur environnement, à l'échelle locale, nationale et mondiale. Il repose sur un principe simple, selon lequel la protection de la santé de l'Homme passe par celle de l'animal et de leurs interactions avec l'environnement. [...] Face à la complexité et aux interconnexions entre santé des animaux, des Hommes et leur environnement, c'est le système dans son intégralité qui est à repenser »³.

Ce concept n'est néanmoins pas facile à définir de façon opératoire, car il met en lumière l'interdépendance entre les santés humaine, animale et végétale dans le contexte mondial actuel, et les diverses publications concernant One Health sont très centrées sur la santé humaine et les conséquences de la crise écologique et sanitaire actuelle sur cette dernière. Les perspectives et les réflexions de l'écologie et des éthiques environnementales dans le monde financier en particulier ne sont pas suffisamment prises en compte dans cette approche de la santé globale. En revanche, cette approche permet de raisonner l'ensemble du système afin de trouver des solutions qui répondent à la fois à des enjeux de santé, des enjeux environnementaux, des enjeux économiques, et des enjeux numériques et de l'IA.

³ <https://www.inrae.fr/alimentation-sante-globale/one-health-seule-sante>

Il implique essentiellement que différents acteurs ne discutant pas en général ensemble se retrouvent autour de la même table pour aborder les défis auxquels le monde est confronté. Sachant que ces réflexions peuvent aller jusqu'à un changement de paradigme et un changement de pratiques avec la formalisation de collaborations interdisciplinaires et multi-sectorielles. Le comité d'experts de haut niveau sur One Health (OHHLEP)⁴ a d'ailleurs validé la définition du principe One Health et rédigé une recommandation en 2021, qui fut publiée dans leur rapport annuel⁵ cette année-là.

La définition One Health telle qu'adoptée le 1^{er} décembre 2021 : « One Health ou une seule santé est une approche intégrée et fédératrice qui vise à équilibrer et optimiser durablement la santé des personnes, des animaux et des écosystèmes. [...] L'approche mobilise de multiples secteurs, disciplines et communautés à différents niveaux de la société pour travailler ensemble à améliorer le bien-être et à lutter contre les menaces pour la santé et les écosystèmes, tout en répondant au besoin collectif d'eau, d'énergie et d'air propres, d'aliments sains et nutritifs, en prenant des mesures contre le changement climatique et en contribuant au développement durable⁶ ».

⁴ <https://www.who.int/fr/news/item/01-12-2021-tripartite-and-uneep-support-ohhlep-s-definition-of-one-health>

⁵ <https://www.who.int/publications/m/item/one-health-high-level-expert-panel-annual-report-2021>

⁶ <https://www.who.int/fr/news/item/01-12-2021-tripartite-and-uneep-support-ohhlep-s-definition-of-one-health>

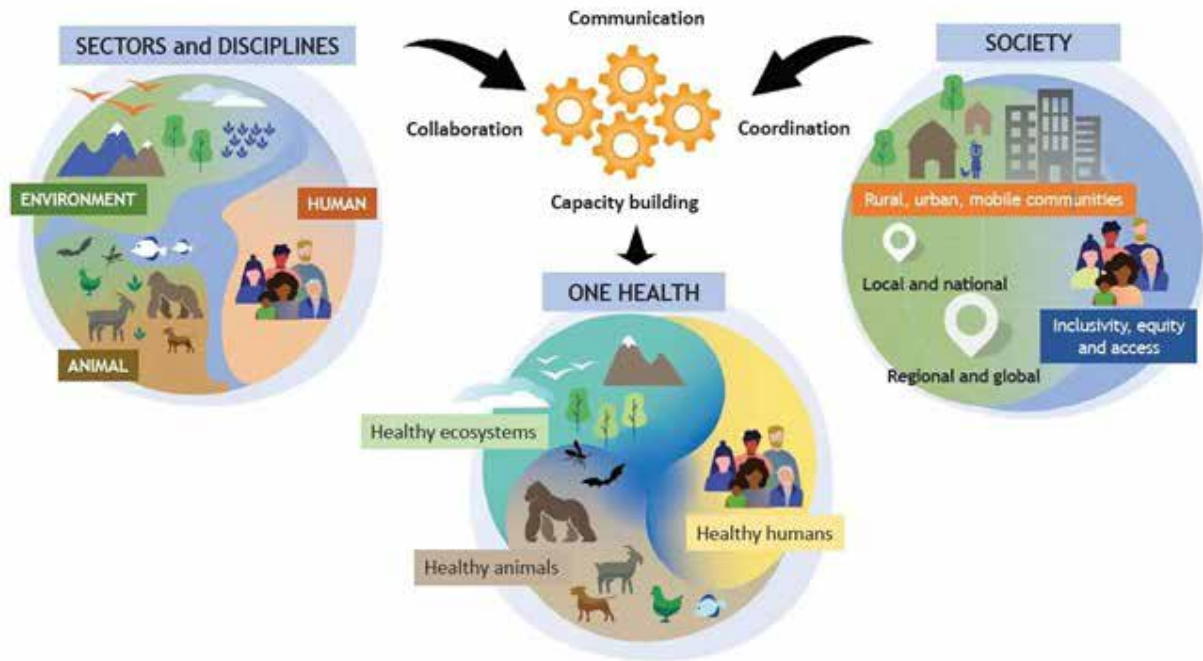


Figure 3 : Mise en œuvre du concept One Health

(source : <https://www.who.int/fr/news/item/01-12-2021-tripartite-and-uneep-support-ohlep-s-definition-of-one-health>).

En revanche, sa mise en œuvre reste complexe au sein des entreprises et des organisations. Pour le monde financier, cela passe par la conduite de projets de transformation de l'offre et des modèles économiques d'entreprise et de recherche dans un contexte de transition écologique et de sobriété énergétique très tendu, et par l'utilisation d'instruments financiers pour accompagner la transition énergétique. Le 29 février 2024, un groupe d'experts et de décideurs se sont réunis autour de ce concept, « soulignant l'urgence et la nécessité de cette démarche dans nos sociétés actuelles ».

Concrètement, la finance éthique évoque des moyens de financer des énergies décarbonées par opposition au financement des énergies fossiles, mais aussi des investissements qui ont un impact social positif, ou encore réalisés dans des entreprises, des innovations, des recherches et des start-ups qui suivent des pratiques de « bonne gouvernance », comme la transparence financière, une répartition équitable des bénéfices ou une justice sociale intégrée aux projets financés...

Une étude de perception et d'appropriation du concept *One Health*, menée par le Genopole, Systematic Paris-Région, l'Université d'Évry et l'institut Onepoint et réalisée à partir d'un panel de 330 répondants entre octobre 2023 et février 2024, révèle que « 95,8 % des participants reconnaissent l'importance de One Health, mais que beaucoup admettent un manque de familiarité avec le concept ». Cette étude souligne que ce concept One Health reste très méconnu et qu'il devient urgent de sensibiliser la société. Car cela représente une grande opportunité d'engagement pour les entreprises et le monde financier.

Actuellement, les fonds d'investissement dits éthiques ne se positionnent que sur des entreprises rassemblant trois critères, l'attitude des entreprises vis-à-vis de leurs salariés, leur attitude vis-à-vis de tous leurs partenaires et leur respect de l'environnement, mais négligent les aspects éthiques des instruments de gestion et d'investissement en particulier en lien avec les enjeux éthiques du numérique. L'approche One Health peut alors sembler très éloignée du monde financier et même être considérée comme un frein. Pourtant, les opportunités d'investissement dans des entreprises et projets innovants qu'offre l'intégration de ce concept qui confronte simultanément les enjeux de santé humaine, animale, et environnementale pour ce monde sont sans précédent.

L'adoption d'une perspective One Health dans le monde financier pourrait l'aider à anticiper et à intégrer un certain nombre de risques, en particulier dus à certains usages du numérique, et à l'exploitation des données par exemple, dans les modèles d'évaluation et les produits financiers, d'investissement, d'assurance, et pourrait contribuer à une gestion plus durable et à long terme des risques.

Cela pourrait aussi lui permettre d'être un *leader* stratégique et opérationnel financier de finance durable et d'investissements verts dans différents secteurs d'activités comme :

- Une meilleure gestion des risques, de durabilité et des impacts financiers ;
- Des opportunités d'innovation et d'investissement dans la recherche, dans les start-ups et les entreprises des technologies vertes, des solutions numériques de santé publique, et des initiatives de conservation de la biodiversité ;

- Un rôle à jouer dans la facilitation des changements sociétaux et la motivation des acteurs des différents secteurs concernés par des opportunités de financement de projets et d'entreprises qui soutiennent et s'alignent sur ce concept ;
- Être influent pour promouvoir des pratiques commerciales, marketing, financières et d'investissement qui respectent et renforcent ce concept, en encourageant les entreprises que financent les établissements financiers à adopter des stratégies alignées sur leurs critères.

L'éthique peut-elle être la pierre angulaire d'une finance durable ?

L'utilisation de l'expression « finance éthique » dans les financements des projets d'entreprise, de recherche et d'innovation par le monde financier vis-à-vis de la société peut être source d'influence de comportements et d'investissements. C'est un label « finance durable » ou « *green premium* » qui incite les consommateurs à investir et à payer plus cher. Pour cela, il existe des engagements, des outils, des concepts et des méthodes d'investir de manière éthique pour une économie au service de l'humain... comme les fonds thématiques et les fonds d'exclusion, ou alors l'approche ESG qui évalue les entreprises sur la base de critères extra-financiers, ou encore l'investissement direct.

Toutes ces approches nécessitent néanmoins une recherche approfondie sur les projets et les actions financières pour s'assurer que l'entreprise, la start-up ou le projet correspond à des critères éthiques établis au préalable, donc aux valeurs que l'on souhaite porter à travers ces projets. Cela nécessite également d'être clair sur ce que c'est l'éthique et sur ce qu'elle peut apporter de concret dans la finance.

La finance éthique pose également des questions importantes sur le rôle de la finance et des financiers dans la société. Elle interroge sur la légitimité de s'enrichir dans le secteur financier et sur la manière d'établir ce qui est éthiquement acceptable ou condamnable dans ce domaine. C'est, par exemple, anticiper l'impact des innovations numériques sur les générations futures, car les défis environnementaux et sociaux continuent de s'aggraver, et que la finance éthique devient un allié incontournable en permettant de trouver un équilibre entre rentabilité et responsabilité sociale.

L'éthique, qui peut se définir comme étant une démarche réflexive invitant à une prise de hauteur, peut vraiment devenir la pierre angulaire d'une finance durable en étant partie prenante de tous projets et investissement par sa capacité à inviter à la réflexion concernant la finalité et le but des projets, en invitant à évaluer les conséquences à court, moyen et long terme de ces projets et les contextes dans lesquels ils sont écrits et vont être réalisés. La réflexion éthique va aussi permettre de faire émerger les valeurs et les principes qui sont le cœur des projets. Quelles sont les valeurs que l'on souhaite défendre et que l'on souhaite mettre en avant dans les projets ? À qui profitera les

retombées ? Quelles sont les conséquences et les applications à long terme ?

Les valeurs éthiques de la finance durable et verte sont fondamentales pour orienter les investissements vers des projets qui non seulement génèrent des rendements financiers, mais contribuent également à un avenir plus durable et responsable.

Parmi les valeurs importantes à considérer :

- La transparence : les investisseurs et les entreprises s'engagent à fournir des informations claires sur la manière dont les fonds sont utilisés et l'impact des projets financés ;
- La responsabilité : tenir compte des conséquences à long terme des décisions d'investissement sur l'environnement et la société ;
- L'intégrité des pratiques d'investissement qui doivent être alignées avec les principes éthiques ;
- L'inclusion et le soutien des projets qui favorisent l'équité sociale et économique ;
- L'innovation pouvant aider à résoudre les défis environnementaux et sociaux. La finance durable encourage l'innovation, en particulier l'innovation numérique, en finançant des solutions nouvelles et efficaces pour répondre aux enjeux sociaux et environnementaux ;
- La gouvernance responsable : l'accent est mis sur une gouvernance d'entreprise transparente et équitable, le respect des droits des actionnaires, et la lutte contre la corruption ;
- La formation et la sensibilisation aux enjeux : il est crucial d'informer et d'éduquer les acteurs concernés, la société et les investisseurs sur les options de finance durable et sur les avantages d'investir de manière responsable.

Enfin, il est évident que cela implique une définition claire des valeurs que chaque organisation souhaite porter, afin que les investissements soient appropriés et transparents.

L'approche *One Health* et la finance éthique ne se limitent pas à une théorie sur le papier et une simple tendance. Elles nécessitent et appellent à un véritable engagement actif de la part du monde financier.

Elles représentent une transformation profonde de la manière de concevoir le financement et l'investissement et la finance en général.

Les leviers d'action sont nombreux comme la sensibilisation accrue aux enjeux de santé publique, qui apparaît cruciale, l'enjeu des collaborations privé / académique / public interdisciplinaires.

Le développement de réglementations et de labels spécifiques aide à standardiser et à promouvoir les pratiques de finance durable. Cela inclut des labels qui certifient les fonds ISR ou les placements verts.

Mais intégrer la démarche *One Health* dans la stratégie des organisations, des entreprises, au-delà d'une démarche RSE classique, c'est reconnaître l'impact de

ses activités sur la santé humaine et sur le monde du vivant en général, afin d'agir pour prévenir les maladies et assurer la durabilité environnementale.

L'intérêt est donc pour le monde financier de se doter d'une politique RSE élargie au One Health, ce qui est une démarche éthique réflexive plus ambitieuse et engageante, face au développement de produits innovants, de l'innovation numérique et technologique, et face aux enjeux de l'usage des données, qui sont le nerf de la guerre du XXI^e siècle.

Ces dernières représentent véritablement une opportunité majeure pour le concept One Health, car l'omniprésence de l'intelligence artificielle dans tous les secteurs de la société, en particulier des IA génératives, ainsi que la forte présence des objets connectés et des solutions dédiées au diagnostic et au suivi médical, ouvrent la voie à une approche plus préventive et prospective de la santé humaine, et de la finance. La convergence des données et des technologies offre des opportunités pour repenser la santé humaine et la finance dans leur globalité de façon éthique, en rapport avec les valeurs et les principes des droits fondamentaux.

Bibliographie

- CAPPS B. (2022), "One health ethics", *Bioethics*, 36(4), May, pp. 348-355, doi: 10.1111/bioe.12984
- CHARMETANT E. (2022), « Bioéthique, écologie et santé : un chemin éthique inachevé », *Revue d'éthique et de théologie morale*, 313, pp. 61-70, <https://doi.org/10.3917/retm.317.0061>
- CMED (Commission Mondiale pour l'Environnement et le Développement) (1989), *Notre avenir à tous (Rapport Brundtland, 1987)*, Montréal, Édition du Fleuve.
- COUTELLEC L. & WEIL-DUBUC P.-L. (2016), « Les figures de l'anticipation. Ou comment prendre soin du futur », *Revue française d'éthique appliquée*, 2(2), pp. 14-18.
- DUCROUX (coord., 2002), *Les nouveaux utopistes du développement durable*, Paris, Autrement, 342 p.
- FERNÁNDEZ B. (2011), « Éthique vs Finance ? Une analyse des origines, des problèmes et des perspectives d'avenir de cette relation », *Finance & Bien Commun*, n°39, pp. 70-85, <https://doi.org/10.3917/fbc.039.0070>
- GAUNET F., VIGOUROUX A., TROUCHAUD M., HIRSCHOWITZ M. & GUYON A. (2024), « Évaluation de l'efficacité d'outils innovants d'intelligence collective pour promouvoir le concept de One Health et le passage à l'action : une revue narrative », *Hegel*, 1, pp. 45-55, <https://doi.org/10.3917/heg.141.0045>
- GAUTIER A. (2023), « One Health, un objet et un horizon de la santé », *médecine/sciences*, 39(10), pp. 695-696. <https://www.ccne-ethique.fr/fr/cnpen>
- LELART M. (2014), De la finance éthique à l'éthique dans la finance, <https://shs.hal.science/halshs-01015484>
- LA FINANCE DURABLE - Autorité des marchés financiers, https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2020-10/guide-finance-durable-2020-bd-def_0.pdf
- MARTINEAU J. T. & Frédérique Romy Godin (2023), « Tour d'horizon des enjeux éthiques liés à l'IA en santé », *Éthique publique*, 25(1), DOI : <https://doi.org/10.4000/ethiquepublique.7978>
- Panorama des fintech durables 2023 - France FinTech, <https://francefintech.org/panorama-des-fintech-durables-2023/>
- Applications de la technologie numérique dans le secteur financier, <https://www.gartner.fr/fr/finance/tendances/applications-de-la-technologie-numerique-dans-le-secteur-financier>
- <https://www.groupeonepoint.com/fr/nos-publications/representations-et-adoption-de-lapproche-one-health-en-2024/>
- <https://www.who.int/fr/news/item/01-12-2021-tripartite-and-unep-support-ohlep-s-definition-of-one-health>
- <https://www.inrae.fr/alimentation-sante-globale/one-health-seule-sante>

La comptabilité écologique comme moteur d'une économie éco-compatible

Par **Dorothee BROWAEYS**

Fondatrice de Tek4life, auteure et journaliste, enseignante à CY Ecole de design

Nos modèles économiques actuels se fondent sur un contrat social et un modèle de croissance insoutenables. Leurs outils (PIB notamment) sont en fait totalement aveugles à la destruction des milieux. Au cœur du système, la comptabilité – si elle devient écologique – peut permettre de renseigner les impacts socio-environnementaux des organisations et d'en tenir compte pour générer des pratiques de production protectrices des milieux vivants.

Dans le monde et notamment en France, de nombreux travaux de recherche et d'expérimentation explorent les métriques pertinentes et les modèles comptables aptes à intégrer le capital naturel dans la mesure des performances des organisations. Ils préparent l'émergence de nouveaux modèles d'affaires durables dans un « régime économique » compatible avec les systèmes vivants qu'appellent les réglementations européennes du Pacte Vert.

Partout sur la planète nos milieux de vie se détériorent. La fonctionnalité des écosystèmes naturels et leur régénération sont menacées, au point que l'habitabilité même de la planète par les hommes est compromise. Cet enjeu de « sauvetage des équilibres vivants » est devenu vital : il conditionne tous les autres, notamment celui de permettre aux générations à venir de pouvoir inventer librement leur propre présent. Pour Antonio Guterres, Secrétaire général des Nations unies, il s'agit d'une « cause commune », qui nécessite de fonder un « nouveau contrat social et naturel » pour reprendre la proposition de Michel Serres¹.

Considérer les limites planétaires

Déjà en 1944, Karl Polanyi avait formalisé cette exigence en parlant de « réencastrement politique de l'économie » dans la biosphère². Depuis, notre cadre de sécurité planétaire a été précisé notamment par Johan Rockström et ses collaborateurs³, qui, en 2009, ont explicité les neuf limites planétaires dont six sont déjà dépassées. Le défi actuel est bien de concevoir les outils pour placer l'économie sous dépendance des limites biosphériques.

Il est clair que les instruments d'ajustement déployés depuis près de cinquante ans (avec la « Responsabilité sociale des entreprises » ou RSE), les politiques de développement durable ou de transparence des affaires ne suffisent pas à aligner nos choix aux contraintes géo-biophysiques. Car la prise en compte du monde naturel et de la préservation des communs (eau, air, sols, biodiversité...) est longtemps restée marginale dans les outils d'appréciation des performances économiques. Or il devient urgent d'intégrer le souci de renouvellement des écosystèmes comme l'on prévoit l'amortissement des machines...

Parmi ces outils, la comptabilité joue un rôle central. Loin d'être une simple technique de calcul, celle-ci constitue un langage, une architecture de pensée dont le but est de matérialiser les échanges marchands et de consigner les traces des actions entre les humains et leurs biens. C'est donc elle qui enregistre et formate les valeurs à respecter, selon des représentations arbitraires (souvent implicites) fixées politiquement. Tout système comptable s'appuie sur des choix affectant une considération (ou pas) de biens, de services ou de personnes liées à la production. Il est donc loin d'être neutre, et il est logique que notre confrontation actuelle aux limites planétaires conduise à le revisiter.

¹ SERRES M. (1990), *Le Contrat naturel*, Paris, François Bourin.

² POLANYI K. (1944), *La grande transformation*, Paris.

³ ROCKSTROM J., STEFFEN W. & coll, "A safe operating space for humanity", *Nature*, 23 sept 2009 - <https://www.nature.com/articles/461472a>

Rappel historique

Les premières écritures comptables remontent au quatrième millénaire avant Jésus Christ, chez les Sumériens ou les Égyptiens (avant même les premiers signes hiéroglyphiques ou cunéiformes). Il s'agissait de garder une trace, un inventaire des objets échangés. Pour consigner des transactions et répartir les profits se met en place, au XIV^e en Italie du Nord, la comptabilité « en partie double ». Celle-ci est codifiée par Luca Pacioli, moine vénitien, dans son livre *Le Tractatus*. Au XVI^e siècle naît la notion de solde et de bilan en présentant la balance des comptes, puis le concept de prévision. La notion de capital émerge ensuite pour sécuriser les créanciers.

Sortir de la négligence écologique

Nous constatons aujourd'hui que « la comptabilité est borgne, dépourvue de moyens pour signaler des effets destructeurs sur les milieux », selon les termes employés par l'ancienne ministre de l'Environnement, Corinne Lepage, lors du colloque à l'Assemblée nationale le 7 février 2019⁴. Les biens communs et les milieux de vie ne sont pas pris en compte dans les comptabilités ! Si une entreprise détériore un écosystème, une forêt, une rivière ou au contraire si elle participe à leur régénération, son bilan comptable en est relativement peu affecté. Même si les choses évoluent, tout s'est longtemps passé comme si les organisations privées comme publiques ne devaient rendre compte de leurs impacts sur l'environnement que dans des cas graves. On parlait même de « prime au vice » dans la mesure où dégrader les milieux, les polluer, ne générât guère d'inconvénient pour le pollueur. Le durcissement des législations nationales et européennes de l'environnement, de même que la création d'une comptabilité publique de budgets verts dans certains pays européens (France, Suède, Danemark... mais pas encore l'Allemagne) tendent à internaliser davantage les coûts supportés par les communs. En fait, les habitudes pratiques laissent penser que la traduction comptable n'est pas discutable, comme le remarquait le grand statisticien Alain Desrosières, « une fois que les procédures de quantification ont été codifiées et routinisées, leurs produits tendent irrésistiblement à devenir « la réalité », par une sorte d'effet de cliquet irréversible⁵ ».

Pour Claude Henry, professeur honoraire à l'École polytechnique, « depuis le début de la révolution industrielle figure au cœur de la stratégie des entreprises la consommation, le plus souvent sans contrepartie, du capital naturel que la planète offre à l'humanité⁶. Les économistes parlent pudiquement d'effets externes, ces effets externes non compensés qui nous tuent (Heal, 2016) [...] Le fonds monétaire international (FMI) a évalué à 5 900 milliards de dollars les

subventions indirectes dont ont bénéficié en 2020⁷, sur l'ensemble du monde, les entreprises pétrolières, gazières et charbonnières, sous forme d'effets externes non compensés. »

Certains économistes comme Cecil Arthur Pigou ont tenté au début du XX^e siècle de traiter ces « externalités », notamment par le principe du pollueur-payeur. Détourné de son objectif, ce système conduit à des pratiques où les pollueurs paient pour pouvoir polluer !

En fait, « la finance ne voit rien de l'épuisement des ressources, ni de la montée des inégalités », souligne le mathématicien de renom et fin connaisseur des marchés, Nicolas Bouleau⁸. « Le signal-prix a disparu [...] ; c'est seulement en mobilisant des méthodes scientifiques attentives aux tendances, grâce à des indicateurs non financiers, qu'il sera possible d'informer les acteurs sur la situation réelle de la planète et de ses habitants » pour décider en connaissance de cause. Ce disant, le mathématicien torpille les visions des économistes orthodoxes comme Christian Gollier ou Jean Tirole – qui continuent de miser sur le signal-prix –, et dont Olivier Passet souligne sur Xerfi Canal la perte de contact avec les enjeux réels⁹.

Des cadres réglementaires pour prendre en compte les écosystèmes

La comptabilité « consiste à concevoir et à utiliser de manière systématique des systèmes d'information liés à des pratiques sociales de reddition de comptes, afin de relever des défis d'organisation collective de l'action humaine », soulignent les experts en gestion écologique, Laurent Mermet et Clément Feger¹⁰. Parmi les défis actuels, la prise en compte des ressources naturelles dans les choix de gouvernance des entreprises, des collectivités ou des États semble primordiale pour assurer nos conditions futures d'existence.

⁷ <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/09/23/Still-Not-Getting-Energy-Prices-Right-A-Global-and-Country-Update-of-Fossil-Fuel-Subsidies-466004>

⁸ BOULEAU N. (2018), *Le mensonge de la finance*, Paris, Éditions de l'atelier.

⁹ https://www.xerficanal.com/economie/emission/Olivier-Passet-Cette-Science-economique-qui-perd-le-contact-avec-les-enjeux-reels_3752461.html

¹⁰ FEGER C. & MERMET L. (2021), « Innovations comptables pour la biodiversité et les écosystèmes : une typologie axée sur l'exigence de résultat environnemental », *Comptabilité Contrôle Audit*, 27(1), p. 13.

⁴ Colloque intitulé « La comptabilité au service de la transition environnementale et sociale ».

⁵ DESROSIERES A. (2007) « Comparer l'incomparable. Essai sur les usages sociaux des probabilités et des statistiques », in TOUFFUT J.-P. (dir.), *La société du probable. Les mathématiques sociales après Augustin Cournot*, Paris, Albin Michel.

⁶ HENRY C. (2023), *Pour éviter un crime écologique de masse*, Paris, Odile Jacob.

On considère en effet que plus de la moitié de la production économique mondiale dépend des services que nous rend la nature. Alors, pour garantir cette « productivité naturelle », les cadres normatifs évoluent :

- La Commission statistique des Nations unies a adopté, en mars 2021, le nouveau cadre comptable SEEA-EA (System of Environmental-Economic Accounting – Ecosystem Accounting), qui fait de la comptabilité nationale des écosystèmes une norme statistique internationale. Au niveau de l'Union européenne, un règlement est en préparation en 2024 pour créer les premiers comptes d'écosystèmes dans les comptabilités nationales des États membres.
- Le Conseil de l'Union européenne (UE) a entériné, en novembre 2022, la directive CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) adoptée précédemment par le Parlement européen. Dorénavant, la responsabilité sociétale et environnementale des entreprises (RSE) va se traduire par une comptabilité normée reposant sur une mesure sérieuse de la performance par treize thématiques articulées en quatre thèmes (environnement, social, gouvernance et sujets transverses).

Pour comprendre les dissensions qui se manifestent dès qu'il s'agit de valoriser le capital naturel, il est important de rappeler que les trois courants de l'économie se représentent le problème écologique différemment :

- L'économie des ressources naturelles se focalise sur le risque d'épuisement des ressources. Ce courant de pensée découle des fondements de l'économie classique basée sur les processus de marchés. Il intervient en marchandisant la nature et ses services écosystémiques.
- L'économie de l'environnement se concentre sur l'aggravation des atteintes à l'environnement. Pour remédier aux « externalités » ou dégâts infligés aux écosystèmes (non intégrés dans les processus marchands), elle s'emploie à internaliser, dans les comptes des organisations, ces coûts qui aujourd'hui pèsent sur la société entière.
- L'économie écologique considère que l'économie – qui est un construit social – doit s'adapter aux logiques géo-biophysiques. Son approche consiste à faire assumer aux organisations les coûts de maintien de la bonne santé des écosystèmes.

Élargir le champ de capture d'informations de la comptabilité

Seul le courant de l'économie écologique ouvre « un chemin crédible vers un capitalisme respectant la nature », estiment l'économiste Cédric Durant et le sociologue Razmig Keucheyan¹¹. « Si l'humanité veut échapper à des dérèglements écologiques majeurs, elle doit s'auto-imposer des seuils dans la manière dont elle affecte la biosphère à l'échelle planétaire comme au niveau des écosystèmes, sur la scène concrète

¹¹ DURAND C. & KEUCHEYAN R. (2024), *Comment bifurquer, les principes de la planification écologique*, Paris, La Découverte.

où se joue le drame de l'interaction entre nature et société ». Cette planification écologique passe par des systèmes globalisés d'observation du système Terre, des analyses locales territorialisées et les traitements de données comme le font notamment les start-ups Kayrros¹² ou Genesis, qui offrent des moyens pour suivre respectivement les émissions de gaz carbonique, du méthane ou la qualité des sols. Nous allons vers un « inventaire permanent de la nature », comme le demandait l'économiste et historien de la comptabilité nationale André Vanolli¹³.

Un des défis les plus délicats consiste à définir les indicateurs aptes à traduire l'état fonctionnel des milieux écologiques. La nature peut être appréhendée comme un ensemble d'entités vivantes en relation (biodiversité) et dont la « santé » dépend des facteurs de pression. Divers outils de mesure d'empreinte biodiversité sont aujourd'hui disponibles¹⁴ comme le Global Biodiversity Score (GBS), conçu par la Caisse des dépôts et consignations (CDC). D'autres approches appréhendent la performance écologique comme le Science-Based Target Network (SBTN), basé sur la détermination d'objectifs environnementaux. On peut se repérer dans le maquis des méthodologies d'évaluation des impacts écologiques auprès de la Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD) et par ses recommandations de 2023¹⁵.

Si l'on élargit l'écologie aux dimensions sociales (écologie humaine), d'autres indicateurs seront mobilisés (indice de progrès humain, nouveaux indicateurs de richesse de la loi SAS...). Original, l'indicateur de capacité relationnelle (RCI), mis au point par Gaël Giraud et Cécile Renouard¹⁶, vise à représenter la qualité du lien social au sein d'un groupe. Il comprend trois dimensions : intégration dans les réseaux, relations privées, et engagement civique.

Retracer l'impact environnemental et social dans les comptes d'une organisation implique un changement de considération des forces vivantes mises au travail qui ne sont plus vues comme des actifs à exploiter mais comme des ressources à préserver. Cette prise

¹² WILSON T., "Kayrros: from tracking oil by satellite to tackling the climate emergency", *Financial Times*, 21 novembre 2022; <https://www.kayrros.com/fr/> ; <https://annales.org/enjeux-numeriques/2024/en-25-03-24.pdf> p. 70.

¹³ VANOLI A., « Prise en compte des relations entre l'économie et la nature », in BIAUSQUE V. & MULLER P. (dir.), *Vertus, limites et perspectives de la comptabilité nationale*, 16^e colloque de l'Association de comptabilité nationale, Insee Méthodes, n°134, juillet 2019.

¹⁴ Capital naturel et stratégies des organisations : une visite guidée des outils, août 2021, WWF, https://www.wwf.fr/sites/default/files/doc-2021-08/20210831_Guide_Capital-Naturel-Strategies-des-organisations_WWF.pdf

¹⁵ Recommandations de la Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD), https://tnfd.global/wp-content/uploads/2023/08/Recommandations-de-la-Taskforce-on-Nature-related-Financial-Disclosures_Septembre-2023.pdf?v=1710158245

¹⁶ GIRAUD G., GUPTA N. R. R. & RENOARD C. (2014), "Relational Capability Index 2.0", AFD Research Papers, N°2015-12, September.

de conscience se traduit en comptabilité par la prise en compte :

- D'une matérialité « socio-environnementale » prônée par l'Europe¹⁷. Celle-ci considère les impacts induits par les organisations contrairement aux IFRS (International Financial Reporting Standards) édictés par le bureau de l'International Accounting Standards Board (ou IASB), qui ne conçoivent que les impacts subis par les organisations.
- D'une soutenabilité forte, fondée sur le caractère non substituable des capitaux naturels, humains et manufacturés.

Nouveaux modèles de comptabilités environnementales

Il n'est pas aisé de se repérer parmi les différents modèles et méthodologies comptables développés et proposés par les acteurs économiques et privés. Plusieurs publications présentent un état des lieux des méthodes de comptabilités environnementales existantes (Ionescu *et al.*, 2022 ; Faure *et al.*, 2022 ; Allione *et al.*, 2021 ; La 27^e Région, 2022 ; Counillon *et al.*, 2022). Mais les enjeux méthodologiques restent souvent mal compris. Si des rapports ont examiné les méthodes développées en France¹⁸, l'étude menée par l'APESA en 2022 intitulée Rapportage et comptabilité extra-financiers : quelle maturité des méthodes pour quels usages possibles ?¹⁹ apporte un éclairage critique utile. « La notion de comptabilité extra-financière (CEF) recouvre aujourd'hui des pratiques très différentes. L'information des acteurs financiers, la documentation de l'insoutenabilité des modèles d'affaires et la présentation des leviers de création de valeur durable sont trois objectifs différents [...] Ainsi, certaines méthodes comptables visent à accompagner les entreprises dans une perspective d'anticipation réglementaire, d'autres vont jusqu'à accompagner un changement du modèle d'affaires ». Aussi est-il difficile de les comparer. Nous présentons ici cinq d'entre elles :

- Le modèle LIFTS (Limits and Foundations Towards Sustainability) a été mis au point par la chaire de

¹⁷ Comptabilité écologique : intégrer pour transformer, Dossier de la MEB n°43, mars 2023.

¹⁸ Citons ici par ordre de parution : Cartographie des acteurs, des enjeux et des controverses d'une comptabilité multi-capitaux pour l'Anthropocène, publiée par TEK4life, mars 2022 ; Entreprises et Post-croissance ; réinitialiser nos modèles économique, comptables et de gouvernance, étude publiée par Prophile le 10 novembre 2021 ; La comptabilité intégrée : un outil de transformation de l'entreprise à la portée de tous, guide réalisé par le GT Comptabilité mis en place entre le Collège des Directeurs Développement Durable (C3D), l'ORSE et le réseau OREE, publié le 16 novembre 2021, <https://www.cddd.fr/guide-comptabilite-integree-c3d-orse-oree/> ; Comptabilité socio-environnementale. Piloter et valoriser les performances de l'entreprises pour une transition agricole durable, avril 2022, Agridéas (auteur Francky Duchateau), <https://www.agrideas.com/app/uploads/2022/05/Note-Comptabilite-socio-environnement.pdf>

¹⁹ Voir l'étude ici : https://record-net.org/storage/etudes/20-0720-1A/rapport/Rapport_record20-0720_1A.pdf et la synthèse ici : https://record-net.org/storage/etudes/20-0720-1A/synthese/Synth_record20-0720_1A.pdf

recherche Performance globale multi-capitaux d'Audencia²⁰. Il est fondé sur les limites planétaires et les fondations sociales que présente Kate Raworth dans sa « théorie du donut »²¹. Pour placer l'entreprise dans un cadre durable, on lui alloue sa part du budget planétaire (en ressources et en émissions). Le suivi de la consommation de ces budgets, évalué par des écritures comptables physiques, permet de réduire la dette environnementale. Les groupes Danone, GRDF, et KPMG expérimentent cette démarche.

- La méthode Thesaurus-Triple Empreinte a été développée par la société de conseil Goodwill-management, dirigé par Alan Fustec. Elle recense et comptabilise l'ensemble des flux économiques, sociaux et environnementaux générés par l'entreprise, qui sont ensuite traduits en indicateurs financiers, et ajoutés au bilan comptable. Cela permet de mesurer la valeur créée par l'entreprise (financière, sociale, environnementale) et la valeur détruite (toujours sur ces trois dimensions). Cette méthode – proche des méthodes de comptabilité financière classiques – ne prend pas en compte les dettes sociales et environnementales, qui sont difficilement convertibles en valeur monétaire.
- La méthode de Comptabilité universelle se structure en quatre comptabilités différentes : une comptabilité financière classique, à laquelle s'ajoute une comptabilité environnementale, une comptabilité sociale, et une comptabilité gouvernance (reprenant ainsi les grands principes de la mesure ESG).
- La méthode SeMA (Sense-Making and Accountability) se fonde sur l'idée qu'il faut évaluer la qualité sociale et la qualité environnementale des offres, produits ou services, et les valoriser économiquement, grâce à une approche par les flux. Il s'agit alors d'identifier les impacts principaux de l'entreprise, et d'en faire la comptabilité en leur affectant une valeur sociétale.
- Le modèle Care (Comprehensive Accounting in Respect of Ecology) est issu des travaux de Jacques Richard²² prolongés par ceux de la chaire Comptabilité écologique fondée en 2019 par Alexandre Rambaud, Harold Levrel et Clément Feger. Son objectif est de comptabiliser les dommages provoqués par l'activité d'une organisation sur les capitaux naturels et humains, et de déduire ces dommages du résultat de l'entreprise, afin d'avoir une idée de la performance globale de l'activité, et plus seulement de sa performance financière. Les capitaux n'étant pas substituables, cette approche intégrée (avec de nouveaux actifs et passifs) provisionne des coûts de maintien du capital naturel pour

²⁰ GIBASSIER D. (2024), *La comptabilité multi-capitaux*, Paris, Presses des Mines.

²¹ RAWORTH K. (2018), *La théorie du donut*, Paris, Plon.

²² RICHARD J. (2012), *Comptabilité et développement durable*, Paris Economica.

le préserver. Carrefour, LVMH, GRDF et le Groupe Rocher ont expérimenté la méthode²³.

Les capacités transformatrices de la comptabilité écologique

En structurant des régimes de responsabilité et de redevabilité liés au monde vivant, la comptabilité socio-écologique mobilise de nouvelles parties prenantes

²³ Intégrer l'entreprise dans les limites planétaires ; Retours d'expérience sur les méthodologies SBTN et CARE, Le Lab Capital Naturel WWF, octobre 2022, <https://www.wwf.fr/sites/default/files/doc-2022-12/Integrer%20l%27entreprise%20dans%20les%20limites%20plan%C3%A9taires.pdf>

amenées à délibérer pour « faire valoir » les intérêts de la nature et des générations futures. Elle ouvre la voie pour piloter une performance économique responsable et durable, en faisant évoluer les modèles d'affaires (régénératifs) et en les structurant autour d'une meilleure gestion des risques sociétaux et environnementaux. Elle rend possible la mise en œuvre d'une fiscalité basée sur le principe d'éco-conditionnalité. Elle permet logiquement le fléchage des investissements vers des valeurs durables. Ainsi, le soin comptable de la nature remet d'aplomb une « économie de l'alliance²⁴ », où peut être maintenu ce dont nous dépendons.

²⁴ LUKACS P. (2024), *Vers une économie de l'alliance. Pour déjouer les dérèglements du monde*, Paris, Erès.

Sustainable finance

Introduction

Sandrine Lemery & Laure Tabouy

The fundamentals of sustainable finance

Sustainable finance: A long history

Grégoire Postel-Vinay

The question of the moral uses of money goes back a long way. Over the years, it has led either to the prohibition of certain practices or destinations, or, more recently, to the encouragement of certain activities or practices in companies and organizations in general. This article takes up and updates a version written in 2011, and describes the criteria used and their main evolutions, which are detailed elsewhere in this issue. It then looks at the economic and industrial stakes involved, particularly with regard to climate change, the geopolitical effects of differentiated approaches, and the implications for public action that the growing importance of these funds may have.

Carbon pricing in an open economy: The example of border carbon adjustment

Raphaël Trotignon

A "carbon price" is a powerful economic incentive to decarbonize existing economic capital, and redirect financial flows towards the development and deployment of low-carbon technologies. But such a carbon price does not exist uniformly across the globe, even though most capital, goods, and services flow easily around the world. In Europe, where the carbon price is high, a new system of carbon adjustment at the border will gradually be put in place to try to neutralize the perverse effects of this incomplete pricing. But while the intention of protecting Europe from unfair competition that would be harmful to industry and the climate is welcome, the architecture that is envisaged for this system actually risks increasing the competitiveness deficit of European industry.

Leveraging sustainable finance research chairs: Transforming higher education and research?

Patricia Crifo

While the development of green and sustainable finance appears to be an important tool for orienting economic activities towards more ecologically and socially responsible paths, higher education establishments

have been developing innovative collaborative platforms over the last two decades, through chairs in green and sustainable finance, in which academics, industrialists, and decision-makers converge to innovate and advance research, teaching, and practices in sustainable finance. This article explores how these chairs can help transform the teaching and research dynamics of higher education through the scientific and technical levers they develop. Regulatory and institutional framework.

Regulatory and institutional framework

What Law for sustainable finance?

François-Guy Trébulle

The legal support for sustainable finance needs specific law, now mainly of European origin, but beyond that, implies that all the Business Law fully integrates sustainability.

For a principle of proportionality to put an end to out-of-step sustainability standards

Alexandre Montay

Since the creation of the Mid-caps category in 2008, France's economic policy has become more attuned to its business structure in all its various forms (VSEs, SMEs, Mid-caps, large businesses). The increase in the number of Mid-caps over the past sixteen years is proof of this. However, European institutions have yet to take account of the production sector as a whole. The powerful legislative measures introduced under the "Green Deal", if they fail to divert the Mid-caps category, risk undermining their competitiveness and, through a crowding-out effect, putting them on the sidelines of financing and growth markets. The imperative of proportionality must apply to sustainability standards.

Sustainability information: The second pillar of standardized corporate information

Patrick de Cambourg

There is a growing need for a second pillar of standardized corporate information, focused on sustainability. While financial data has reached a certain level of maturity, its limitations are evident, including its retrospective nature and focus on tangible aspects. The rise of sustainability information aims to address these gaps by integrating ESG impacts. However, the challenges are numerous: unreliable data, lack of comparability, and fragmented demands. The EU's response, with the Corporate Sustainability Reporting Directive, is

ambitious. It mandates compulsory reporting for large companies and listed SMEs, covering all sustainability issues and introducing an audit regime. The ESRS standards, adopted by the EU, aim to harmonize practices and ensure global coherence. Yet, the inclusion of SMEs is essential, hence the proposal for simplified standards. This transition to sustainable information is crucial for guiding future decisions, requiring concerted efforts at both the European and global levels.

The ISR label, an evolving tool to help investors and savers participate in sustainable finance

Michèle Pappalardo

The ISR label, created in 2016 by the French Ministry of Finance, is intended to encourage fund managers to adopt sustainable finance approaches, and to assure investors and savers of its reality. Originally ambitious, it attracted more and more funds, but was gradually overtaken by progress in sustainable finance, which weakened user confidence. The overhaul of the framework adopted at the end of 2023 therefore aims to strengthen the requirements of the label to restore its credibility. From now on, the approximately 1,200 funds labeled on January 1, 2024 must evolve to adapt to this change, which requires a significant effort on the part of management companies, and will probably lead to the abandonment of the label for some of them. But that's the price of credibility!

The NGFS: A coalition to green the financial system

Emmanuelle Assouan & Antoine Bakewell

Launched in 2017 in Paris at the initiative of eight central banks and supervisors, including the Banque de France, which acts as secretariat, the Network of central banks and financial supervisors for Greening the Financial System (NGFS) now has 137 members and 21 observers, and represents almost 90% of global GDP and GHG emissions. Since its launch, the NGFS has been actively contributing to efforts to take climate risks into account and green the financial system, thanks to a method based on collaboration and experience-sharing between its members and with its partners. This method aims first and foremost to better understand the interdependencies between the financial system and nature in the broadest sense, in order to integrate climate and environmental (C&E) risks into the missions of central banks and supervisors, and, more generally, to mobilize financial players to support the transition to a low-carbon and more sustainable economy.

Caisse des Dépôts and green financing

Éric Lombard

Reducing greenhouse gas emissions require considerable financing needs. In this context, the challenge of green finance is to mobilize additional financial flows for ecological transformation, and to make all investments

compatible with environmental criteria aligned with the objectives of the 2015 Paris Agreement.

As a public financial institution, Caisse des Dépôts is firmly committed to this goal. Its unique model – a combination of lender, investor, and operator – strengthened by ambitious climate commitments and a target of mobilizing €100 billion over the next five years in favor of ecological transformation, provides multiple and complementary capabilities in the service of the public interest and the decarbonization of the economy.

The new opportunities offered by the European taxonomy and the CSRD directive will enable Caisse des Dépôts to better identify, target, and invest in ecological transformation, thus helping to strengthen the Group's ambition.

The Autorité des marchés financiers (AMF) and sustainable finance

Marie-Anne Barbat-Layani

Finance is only sustainable. I deliberately use the present tense, because the time to act is now, not tomorrow. The climate emergency is here, and the financing needs are immense. In France alone, the additional public and private investment needed between now and 2030 to finance the climate transition is estimated at €66 billion per year by the report by Jean Pisani-Ferry and Selma Mafhouz. The Paris financial marketplace has an important role to play in meeting these needs. To better understand the rise of sustainable finance and the key role of regulation, as well as the changes they are bringing about in the strategies of companies and financial institutions, I will develop three key themes: the unique situation of the Paris financial center in the field of sustainable finance; the tandem of market innovation and public regulation; and finally, the role of compass that the Autorité des marchés financiers (AMF) can and must play for the entire ecosystem.

Ten years of sustainable finance regulation in Europe: From financial risk measurement to environmental impact assessment

Gabrielle Siry

Sustainable finance emerged in the wake of the Paris Agreement almost ten years ago today. Since then, financial regulations relating to sustainable finance have been evolving, notably under the influence of an exchange between national law, particularly French law, and European Union (EU) law. From a strict consideration of risk for financial institutions, the focus has broadened to include the impact of financial activities, particularly investments, on the environment. The assessment and classification of these impacts were then extended to the public sphere. New issues are emerging that will shape the future development of sustainable finance law, including the influence of biodiversity loss on financial stability, and the lack of insurance cover for climate-related disasters in the EU.

Banks and institutional investors

Transition and transformation: the dual challenge of sustainable finance

Jean-Laurent Bonnafé

In the face of unprecedented environmental and social challenges, BNP Paribas is convinced that finance can and must be at the service of the transition and transformation of the economy towards more sustainable models. The Group has therefore made the transition for its customers a strategic priority, which implies switching its financing of energy to low-carbon, accompanying the decarbonization of all industrial sectors, and preparing for that of private individuals by seeking solutions to soften its social impacts. Guided by public policy and scientific reports, this transition is mobilizing strong voluntary and commercial commitments, underpinned by a growing regulatory framework. It comes along with a real need for transformation through innovation: in the economy, with the emergence of players dedicated to the development of sustainable solutions; in finance, with offerings tailored to meet the new challenges; and in banking itself, with a corporate culture focused on sustainable finance.

Mobilizing investors for sustainable development: The European example of green, social, and sustainable bond markets

Cyril Rousseau & Tomomitsu Victor Maruta

Launched by the European Investment Bank (EIB) in 2007, green bonds are now issued worldwide, to the order of around 600 billion euros a year in 2024. As the market has grown, so has governance, moving from self-regulation to formal regulatory frameworks. The European Union's framework is the most ambitious, with the most advanced classification of sustainable finance ("the European taxonomy"). This classification should contribute to market transparency and smooth operation, and foster the development of the capital markets union. However, the difficulty of applying the taxonomy risks leading to inaction. The European Commission and the European Sustainable Finance Platform are therefore encouraging a proactive and gradual approach. As Europe's climate bank, the EIB is striving to spearhead the gradual implementation of European standards for sustainable finance.

Sustainable finance: Issues and challenges for insurers

Florence Lustman

By keeping pace with changes in society and anticipating tomorrow's challenges, insurers are key players in the fight against climate change. The investments needed to make a success of the ecological transition and achieve the objectives of the Paris Agreement amount to thousands of billions of euros. Along with protection, investment is one of the two core activities of the insurance business. By choosing to direct their investments towards companies or start-ups

that meet ESG criteria, and by helping them to achieve their objectives, insurers play a leading role.

How can sustainable finance succeed?

Pascal Demurger

At a time when a powerful anti-ESG movement is shaking up the financial world in the United States, and could spread to other continents, the question of the future of sustainable finance is being raised. Even before imagining its triumph one day, the immediate task is to prevent it from stagnating, or even regressing. How can we do this? By doing what those involved in sustainable finance have always done: moving forward with conviction to turn finance around without abandoning rationality, or even the logic of return. This ethic of change is the one that has always driven the French insurer MAIF, and which prevails in the management of its portfolio of 20 billion euros in assets – a source of profitability and positive impact. It's this vision that we want to share, by affirming that a path exists on two conditions: assume a share of commitment to keep the flame burning, and standardize it to pass it on to as many people as possible.

Actuaries and sustainability: In the service of balance

Laurence Bauduin

Actuaries are professionals in the assessment, modeling, and management of economic, financial, insurance, and social risks. As guarantors of the long-term equilibrium of the insurance and financial system, they are involved in the entire value chain of market organizations. With "Solvabilité II", the decade 2010-2020 has seen the importance of the actuarial function in the governance of insurance companies confirmed, and the pace of technological change accelerated. The successive shocks observed since the 2020s, against a backdrop of intensifying climatic, geopolitical, and cyber risks, now place actuaries in the position of experts and benchmark players on a broader spectrum of sustainability-related risks, calling into question the very fundamentals of insurance. At the service of the general interest, the French Institute of Actuaries, which has organized and represented the profession for over 130 years, encourages innovation and interdisciplinarity to support these transitions.

Greening and sustainability: The new reality of corporate financial consulting

Margot Ursin

The European Green Deal has set the objective of a competitive and modern economy. Performance in a modern economy must combine financial and extra-financial results, such as the creation of financial value net of the impacts and costs of business models transformation – with limited or impossible access to certain resources or ecosystem services, zero net greenhouse gas emissions by 2050, etc. – while taking into account

all related social impacts. This new definition of value creation forces companies to juggle between medium- and long-term time horizons for their transition plan and concrete short-term actions with new indicators required by the new regulatory framework. Financial consultancy firms offer a fresh perspective on these issues, highlighting all the funding mechanisms available to companies, thus helping them to find short-term financing levers for their transition plan.

Responsible investors: For what impact?

Marie Brière

There is increasing appetite from institutional and individual investors for socially responsible (SR) investment. In this article, based on a survey of academic literature, we discuss the performance of SR investment, in particular the relationship between firms' corporate social responsibility (CSR) policy and their financial performance. Next, we analyze the impact of shifting investors' preferences towards environmental, social, and governance (ESG) considerations. Finally, we discuss the role of institutional investors' active ownership, which allows them to play a key role and impact on firms and society at large.

Paving the way for a sustainable future by financing start-ups

Fanny Picard

The acceleration of environmental disorders exposes humanity to chaos, hitting the most vulnerable first. Through innovation, start-ups are developing solutions addressing major social and environmental challenges, at the double level of their activities and management practices. Their funding, notably through impact funds, is key to support the transition towards a more inclusive and sustainable economy. It deserves additional commitment from institutional investors, from both an ethical and financial perspective.

Ethical challenges and perspectives

Risky practices or communication errors: Not all shades of greenwashing are created equal!

Anne-Catherine Husson-Traore

In finance, environmental claims are made through marketing, where images of lush nature are used to illustrate investments in financial markets and major stock market indices. This can be considered greenwashing, because of the discrepancy between the promise and the offer. Sustainable finance has many shades of greenwashing, some of which are mainly

communication errors. This article makes the difference with other actions that consist of making strong commitments, such as financing carbon neutrality, but displaying portfolios with a high fossil fuel content, which seems incompatible.

Sustainable finance and digital technology for the financial sector: What ethical challenges do companies face?

Laure Tabouy

The need to channel huge amounts of savings into meeting environmental, health, and social challenges, and ongoing regulatory changes, such as the CSRD, are challenges that make it imperative to rethink the way we invest, finance projects and innovations, and reorganize the financial world.

Finance can make a lasting contribution to the common good only if we succeed in introducing ethics into both theory and practice. This article sets out to share some thoughts on the link between ethics and sustainable finance in general, by looking at sustainability from the angle of "conditions for the health of living beings in the broadest sense", with the example of the relationship between the One Health approach and sustainable finance. This connection requires and calls for a truly active commitment on the part of the financial world.

It represents a profound transformation in the way we think about financing and investment, and finance in general. To this end, ethics can truly become the cornerstone of sustainable finance, by being an integral part of all projects and investments.

Ecological accounting as the driving force behind an eco-compatible economy

Dorothee Browaey

Our current economic models are based on an unsustainable social contract and growth model. Their tools (notably GDP) are in fact totally blind to the destruction of the environment. At the heart of the system, accounting – if it becomes ecologically based – can provide information on the socio-environmental impacts of organizations, and take them into account to generate production practices that protect living environments.

Around the world, and particularly in France, numerous research and experimental projects are exploring the relevant metrics and accounting models for integrating natural capital into the measurement of organizational performance. They are paving the way for the emergence of new sustainable business models in an "economic regime" compatible with living systems, as called for by the European regulations of the Green Deal.

Issue editors: **Sandrine Lemery & Laure Tabouy**

Ont contribué à ce numéro



D.R.

Emmanuelle ASSOUAN

est directrice générale de la Stabilité Financière et des Opérations, et présidente du Centre sur le Changement Climatique de la Banque de France depuis janvier 2023.

Elle assure également depuis janvier 2023 la co-présidence de la Taskforce on Biodiversity Loss

and Nature-related Risks du Réseau des banques centrales et superviseurs financiers pour le verdissement du système financier (NGFS), dont le secrétariat est assuré par le Centre sur le Changement Climatique de la Banque de France.

En avril 2021, elle a été nommée directrice générale déléguée pour la stabilité financière, et a rejoint à ce titre le comité de direction de la Banque de France.

En janvier 2020, elle avait été nommée responsable du pôle de Stabilité financière, en tant que directrice générale adjointe de la Stabilité financière et des Opérations à la Banque de France (DGSO), d'une part, et secrétaire générale adjointe à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (SGACPR), d'autre part.

En 2019, elle a occupé la fonction de directrice générale adjointe de la DGSO en charge des marchés et de la mise en œuvre de la politique monétaire.

Entre fin 2012 et fin 2018, elle a occupé successivement les postes d'adjointe au directeur puis de directrice des Systèmes de paiement et Infrastructures de marché. Elle a également été, de 2009 à fin 2012, adjointe au directeur des Opérations de marché.

Elle est diplômée de l'Institut d'études politiques de Paris, et a rejoint la Banque de France en 1997.



D.R.

Antoine BAKEWELL

est actuellement spécialiste finance durable au Centre sur le Changement Climatique et membre du secrétariat du NGFS. Il contribue notamment aux travaux relatifs aux stratégies de durabilité des banques centrales et à la prise en compte de la biodiversité et des risques liés à la nature.

Auparavant, il était chargé de mission au secrétariat général des sommets One Planet au ministère français de l'Europe et des Affaires étrangères.

Diplômé de l'Université Paris Dauphine, il est titulaire d'un master en droit et affaires publiques de l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne.



D.R.

Marie-Anne BARBAT-LAYANI,

diplômée de l'Institut d'études politiques de Paris et de l'École nationale d'administration, ancienne élève du Master of Politics de l'Université de New York, a consacré plus de vingt années au service de l'État. Elle entame sa carrière en 1993 à la direction générale du Trésor où elle sera nommée

adjointe au secrétaire général du Club de Paris, puis adjointe au chef du bureau Énergie, Mines et Télécoms du Service des participations de l'État.

En 1997, elle rejoint la représentation permanente de la France auprès de l'Union européenne à Bruxelles en tant qu'attachée financière en charge des dossiers concurrence, aides d'État et services financiers.

Trois ans plus tard, elle intègre le cabinet du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie en tant que conseillère technique en charge des Affaires européennes.

De 2000 à 2007, elle se voit tout d'abord confier, au sein de la direction générale du Trésor, les fonctions de cheffe du bureau des Établissements de crédit et des Entreprises d'investissement et de secrétaire générale du Comité national de l'euro, au sein du Service de financement de l'État et de l'économie. Puis, celles de sous-directrice Banques et financements d'intérêt général.

En 2007, elle devient directrice générale adjointe de la Fédération nationale du Crédit Agricole. Elle rejoint en 2010 le cabinet du Premier ministre en tant que directrice adjointe du cabinet. De 2012 à 2014, elle rejoint l'Inspection générale des finances. De 2014 à 2019, elle assure la direction générale de la Fédération bancaire française et de l'Association française des banques.

En 2019, elle se voit confier le secrétariat général des ministères économiques et financiers, dont elle est également haut fonctionnaire de défense et de sécurité.

Le 26 octobre 2022, elle est nommée présidente de l'Autorité des marchés financiers.

Marie-Anne Barbat-Layani préside le comité permanent relatif à la protection des investisseurs (Investor Protection Standing Committee) de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), et co-préside, avec Nikhil Rathi, CEO de la Financial Conduct Authority (FCA) Royaume-Uni, le comité sur la stabilité financière (Financial Stability Engagement Group) de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV).

Elle est chevalière de l'ordre national de la Légion d'honneur et officière de l'ordre national du Mérite.



D.R.

Laurence BAUDUIN,

47 ans, actuaire certifiée IA (ISUP 1998), actuaire Expert ERM-CERA (2011), est actuellement directrice générale de la Caisse Régionale Groupama Nord-Est. Elle a plus de vingt ans d'expérience en assurances vie et non vie. Elle a débuté sa carrière en tant qu'actuaire conseil, puis actuaire au sein de

La Mondiale.

C'est en 2007 qu'elle rejoint le groupe Groupama, en tant responsable de l'actuariat chez Gan Patrimoine, puis en charge de l'actuariat chez Groupama Gan Vie dont elle devient directeur financier en 2013. Elle est ensuite directeur de l'Établissement du Nord au sein de la Caisse Régionale Groupama Nord-Est jusqu'en 2019, et a occupé la fonction de directrice générale de Gan Prévoyance jusqu'à juin 2023.

Investie au sein de l'Institut des actuaires, elle a été administratrice de l'Institut des actuaires (de 2012 à 2016) et secrétaire générale adjointe. Elle a également été membre de la commission Assurances de personne, et membre du bureau d'Actu'Elles. Elle est présidente de l'Institut des actuaires depuis 2022.



D.R.

Jean-Laurent BONNAFÉ

est ingénieur, diplômé de l'École polytechnique et de l'École des mines. Il débute sa carrière au sein du service public français. Il est d'abord haut fonctionnaire au ministère de l'Industrie, puis il devient conseiller technique au cabinet du ministre du Commerce extérieur.

Il entre à la BNP en 1993, en qualité de banquier d'affaires senior. En 1997, il est nommé responsable de la Stratégie et du Développement. À la suite de la fusion de la BNP avec Paribas en 2000, il pilote le processus d'intégration des deux entités.

En 2002, il est nommé responsable de la Banque de Détail du Groupe en France et entre au comité exécutif de BNP Paribas. Il est nommé directeur général de BNL en 2006 après la fusion avec le Groupe BNP Paribas. En 2008, il accède à la fonction de COO (*Chief Operating Officer*) de BNP Paribas et il est nommé responsable des activités de banque de détail du Groupe.

Jean-Laurent Bonnafé est nommé CEO de Fortis Bank le 14 mai 2009 jusqu'au 1^{er} février 2011 pour mener à bien le processus d'intégration de BNP Paribas et Fortis (*Retail Banking*).

Au cours de l'assemblée générale annuelle tenue le 12 mai 2010, il est élu membre du conseil d'administration du Groupe BNP Paribas.

Le 1^{er} décembre 2011, il est nommé directeur général par le conseil d'administration.



D.R.

Marie BRIÈRE,

PhD, est responsable de la recherche investisseurs et des partenariats académiques au sein de l'Amundi Investment Institute.

Elle conduit des recherches sur les choix d'investissement afin de conseiller les décisions stratégiques des investisseurs institutionnels et la conception de

solutions d'investissement pour les investisseurs individuels. Récemment, ses travaux ont porté sur la finance durable, l'investissement des particuliers, notamment pour la retraite, et l'impact des nouvelles technologies. Elle est présidente d'Inquire Europe, présidente du conseil d'orientation de l'Observatoire de l'épargne européenne, directrice scientifique du programme FaIR (Finance and Insurance Reloaded) de l'Institut Louis Bachelier, membre du groupe d'experts conseillant le comité permanent de l'ESMA sur l'innovation financière et membre de plusieurs conseils scientifiques, tels que celui de l'ACPR, de l'Institut européen des marchés de capitaux du CEPS. Elle est chercheuse associée à l'Université Libre de Bruxelles et à l'Université Paris Dauphine, où elle a été professeur associé de 2011 à 2020. Elle enseigne aujourd'hui un cours sur les *robo-advisors* à Berkeley.

Ses articles scientifiques ont été publiés dans des revues académiques et cités par des journaux financiers comme le *Financial Times* et le *Wall Street Journal*. Elle a reçu le prix Markowitz pour son article avec Zvi Bodie sur "Sovereign Wealth and Risk Management: A Framework for Optimal Asset Allocation of Sovereign Wealth", publié dans le *Journal of Investment Management*. Elle est titulaire d'un doctorat en économie de l'Université Paris X et diplômée de l'ENSAE.



D.R.

Dorothée BROWAEYS

est fondatrice de Tek4life, qui oriente les acteurs économiques vers des activités compatibles avec le vivant. Elle soutient la prise en compte du vivant dans les comptabilités publiques et privées.

Journaliste scientifique pendant trente ans, elle a développé le débat public sur les choix technologiques à la tête de l'association VivAgora. Elle contribue aujourd'hui à la revue *Études* et au journal en ligne UP'Magazine.

Elle enseigne la culture du vivant à CY École de design ; elle est membre du comité de mission de Saretec et développe le rôle de Représentant de la Nature dans les conseils d'administration.

Elle est l'auteur de plusieurs ouvrages dont *L'urgence du vivant : vers une nouvelle économie* (Les Pérégrines, 2018), *Fabriquer la vie : où va la biologie de synthèse ?* (avec B. Bensaude-Vincent) au Seuil, 2011, *Le Meilleur des nanomondes*, Buchet Chastel, 2009.



D.R.

Patrick de CAMBOURG

est président du EFRAG Sustainability Reporting Board (EFRAG SRB) depuis novembre 2022.

Entre 2015 et novembre 2022, il a été président de l'Autorité des normes comptables (ANC), l'organisme public français de normalisation comptable. À ce titre, il était également membre des conseils de l'Autorité des marchés financiers (AMF), de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), du CNOCP et membre du Haut Conseil de stabilité financière.

Patrick de Cambourg était membre du conseil de *reporting* financier de l'EFRAG et a présidé le groupe de travail sur les projets de préparation pour l'élaboration de possibles normes de *reporting* extra-financier de l'Union européenne de septembre 2020 à avril 2022.

Diplômé de Sciences Po Paris, il est titulaire de diplômes en droit public et en droit des affaires ainsi que d'une licence ès arts. En tant qu'expert-comptable et auditeur, il a passé toute sa carrière au sein du groupe Mazars, successivement en tant que junior, manager, associé et associé senior (1983-2014). Depuis fin 2014, il est président honoraire du groupe Mazars.



D.R.

Patricia CRIFO

est professeure d'économie à l'École polytechnique, membre du CREST (CNRS), et chercheure associée à CIRANO (Montréal, Canada). À l'École polytechnique, elle est la directrice du Master in Economics for Smart Cities and Climate Policy, et de l'IdR Finance Durable et Investissement Responsable (TSE-École polytechnique) et la directrice adjointe du centre interdisciplinaire Energy4Climate.

Spécialiste des questions de finance et de développement durable, de responsabilité sociale et environnementale des entreprises, de gouvernance et d'organisation du travail, elle a publié dans des revues internationales comme *Industrial Relations*, *Journal of Corporate Finance*, *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Business Ethics*, *International Journal of Production Economics*, *Labour Economics*, *Macroeconomic Dynamics*, *Review of Economics Dynamics*.

Patricia Crifo siège également dans plusieurs instances et comités d'experts sur le développement durable et l'ISR – notamment la Commission Climat et Finance durable de l'ACPR (elle en est vice-présidente).

Docteure en Économie, ancienne élève de l'École normale supérieure de Paris-Saclay, elle a été nommée au prix du Meilleur Jeune Économiste par *Le Monde / Cercle des économistes* en 2010, et a reçu le titre de chevalier de l'ordre national du Mérite en 2014, et

le prix du Meilleur Jeune Chercheur en 2002 à Lyon. Elle a commencé sa carrière en tant que chargée de recherches CNRS en 2005, et est devenue professeure des universités en 2006 (concours national d'agrégation).



D.R.

Pascal DEMURGER,

ancien élève de l'ENA, quitte la direction du budget au ministère de l'Économie et des Finances pour rejoindre la MAIF en 2002 et en prendre la direction en 2009. Élu président du Groupement des Entreprises Mutuelles d'Assurance (GEMA) en 2014, il œuvre à la construction de la Fédération Française de l'Assurance, dont il est vice-président depuis sa création en 2016 et jusqu'en juillet 2019.

Dirigeant engagé, il estime que l'entreprise doit prendre des responsabilités dans la résolution des défis écologiques et sociaux contemporains. Il partage cette conviction dans un livre : *L'entreprise du XXI^e siècle sera politique ou ne sera plus*, publié en juin 2019 aux Éditions de l'Aube. Il y décrit un modèle d'entreprise original, qui perdure : la MAIF est devenue société à mission en 2020 et a récemment mené des actions remarquées à travers le remboursement de la prime d'assurance automobile lors de la crise sanitaire ou la création d'un dividende écologique. En janvier 2022, il publie un rapport, en partenariat avec la Fondation Jean Jaurès, dans lequel il formule douze propositions pour une réglementation qui incite chaque entreprise à s'engager dans la transition écologique et sociale. Dans le prolongement de ces réflexions, il s'engage au sein du mouvement Impact France, et en est devenu le co-président en mai 2023.



D.R.

Anne-Catherine HUSSON-TRAORE

est directrice générale de Novethic qu'elle a co-fondé en 2001. Journaliste aux multiples casquettes, elle se passionne pour la finance durable dès 2008 et participe depuis à de nombreuses initiatives sur le thème. Elle donne des conférences et des cours

pour accélérer la mutation du secteur financier et le verdissement de l'économie. Elle a été membre du groupe d'experts de haut niveau sur la finance durable créé par la Commission européenne, qui a contribué à définir son plan d'action lancé en 2018.

Elle est membre de l'Académie royale de Belgique, officier de l'ordre du Mérite et chevalier de la Légion d'honneur.



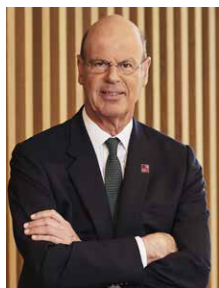
D.R.

Sandrine LEMERY

est présidente du conseil de surveillance du Fonds de réserve pour les retraites. Elle est également vice-présidente et présidente du comité des risques du groupe Crédit coopératif, présidente du comité des risques et du comité d'audit de UFF banque, groupe AEMA, *senior advisor* de Nemrod partenaires, conseil en fusions-acquisitions.

Auparavant, elle a alterné entre dix-sept ans de fonctions au sein de l'Autorité en charge du contrôle des assurances, douze ans de fonctions économiques et sociales sur des sujets interministériels et deux ans d'enseignement-recherche. Elle a notamment été titulaire de la chaire d'actuariat au CNAM de 2020 à 2022, membre du Conseil général de l'économie de 2019 à 2020, première secrétaire générale de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution de 2013 à 2018, chef du service coordination du secrétariat général pour la modernisation de l'action publique en 2013, chef du corps de contrôle des assurances de 2010 à 2012, chargée de mission sur le Plan Alzheimer 2008-2012 et conseillère technique sur les retraites auprès de la ministre de l'Emploi et de la Solidarité en 2001-2002.

Elle est ingénieure générale des Mines en disponibilité depuis février 2022, ancienne élève de l'École polytechnique, diplômée de l'Institut d'études politiques de Paris, actuaire certifiée de l'Institut des actuaires.



D.R.

Éric LOMBARD

est diplômé de l'École des hautes études commerciales (HEC) en 1981.

Il a eu différentes fonctions au département du commerce international et à la gestion financière de BNP Paribas de 1981 à 1989, puis il est devenu conseiller technique au cabinet du porte-parole du gouvernement de 1989 à 1991, conseiller auprès du ministre délégué à la Justice de 1991 à 1992, conseiller auprès du ministre de l'Économie et des Finances de 1992 à 1993. Il est ensuite rentré à BNP Paribas, tout d'abord en tant que responsable Fusions & Acquisitions dans le secteur banque et assurance de 1993 à 1999, responsable du Financial Institutions Group et membre du comité de direction générale de la banque de financement et d'investissement de 1999 à 2002, responsable des Relations entreprises et institutionnels de 2002 à 2004, puis directeur général de BNP Paribas Cardif de 2004 à 2006, et enfin président-directeur général de BNP Paribas Cardif de 2006 à 2013.

Il prend ensuite le poste de directeur général puis de président-directeur général de Generali France de 2013 à 2017. Il est enfin président du conseil d'administration d'Europ Assistance Holding depuis 2015 et directeur

général du Groupe Caisse des Dépôts depuis le 8 décembre 2017.



©SteveMurez2021

Florence LUSTMAN

est présidente de France Assureurs (ex-FFA) depuis le 1^{er} octobre 2019.

Elle a été inspectrice générale puis directrice financière et des affaires publiques et membre du Comex de La Banque Postale de 2012 à 2019.

Entre 2007 et 2012, elle a assuré le pilotage interministériel du Plan Alzheimer et son rayonnement international pour le compte du président de la République.

De 2000 à 2007, elle a dirigé la Commission de contrôle des assurances en tant que secrétaire générale. Elle a été membre fondateur du CEIOPS (devenu EIOPA), membre du comité exécutif de l'IAIS (International Association of Insurance Supervisors) et membre du SAC (Standard Advisory Council) de l'IASB (International Accounting Standards Board).

Diplômée de Polytechnique (X 1980), de l'IEP de Paris et membre de l'Institut des Actuaires Français, Florence Lustman est inspecteur général des Finances et ingénieur général des Mines.



D.R.

Tomomitsu Victor MARUTA,

de nationalités française et japonaise, est diplômé de Sciences Po Paris en affaires publiques. Il a débuté sa carrière par des stages à la direction financière du ministère de l'Écologie et au service économique de l'ambassade de France à Lisbonne. En charge de relations avec les investisseurs à la BEI à partir de 2016, il y travailla

notamment sur le premier audit du marché avec assurance raisonnable portant sur des obligations vertes, puis rejoint l'équipe Financement durable de 2018 à 2022, période pendant laquelle le financement durable est passé de 8 à 45 % du financement total de la BEI.

Depuis 2022, il fait partie de l'équipe Finance durable, contribuant activement à l'alignement progressif de la BEI sur la taxinomie de l'UE et le règlement européen sur les obligations vertes. Il est le sherpa du représentant officiel de la BEI, Aldo Romani, au sein de la plateforme européenne sur la finance durable et a représenté la BEI au sein du groupe de travail inaugural sur les obligations sociales de la plateforme internationale sur la finance durable en 2023.



D.R.

Alexandre MONTAY,

IEP Paris, est délégué général (depuis 2012) du Syndicat des entreprises de taille intermédiaire et des entreprises patrimoniales (Asmep-ETI), devenu en 2015 Mouvement des entreprises de taille intermédiaire (METI).

Il a exercé précédemment différentes fonctions en administration centrale (direction de la Réforme budgétaire puis direction générale de la Modernisation de l'État) et en cabinets ministériels, en particulier auprès de Luc Chatel (secrétaire d'État chargé de l'Industrie et de la Consommation, puis ministre de l'Éducation nationale), comme conseiller, ainsi que responsable du porte-parolat du gouvernement et directeur adjoint du cabinet.



D.R.

Michèle PAPPALARDO

est ancienne élève de l'École nationale d'administration et diplômée de l'Université Panthéon-Assas et de Sciences Po.

De 1981 à 2021, elle était membre de la Cour des comptes, où elle a exercé notamment les fonctions de présidente de section, présidente de chambre et de rapporteure générale.

Elle a exercé de nombreuses responsabilités en lien avec les enjeux environnementaux et climatiques. Elle a notamment été directrice de cabinet de Michel Barnier, ministre de l'Environnement, entre 1993 et 1995, et de Nicolas Hulot, ministre de la Transition écologique et solidaire, entre 2017 et 2018. Elle a également été présidente de l'Agence de l'environnement et de la maîtrise de l'énergie (ADEME) entre 2003 et 2007. Elle a ensuite créé le Commissariat général au développement durable qu'elle a dirigé entre 2008 et 2011, en assurant également les fonctions de déléguée interministérielle au Développement durable.

Michèle Pappalardo a par ailleurs été directrice générale de France 2 entre 1996 et 1999.

Depuis avril 2021, elle assure des missions de conseil en stratégie durable.

Elle est membre de l'Académie des technologies depuis 2011. Elle est présidente du comité du label ISR depuis octobre 2021 et présidente de la Fondation de l'Université Gustave Eiffel, depuis novembre 2022.



D.R.

Fanny PICARD

a créé et préside Alter Equity, fonds d'investissement dans le non-coté pionnier de la finance à impact social et environnemental.

Elle a préalablement été Managing Director et directrice des Opérations financières de Wendel, ainsi que directrice du Développement (fusions & acquisitions) du groupe Danone pour l'Europe de l'Ouest et l'Amérique du Nord. Elle a commencé sa vie professionnelle au sein du département de conseil en fusions & acquisitions de la banque d'affaires Rothschild & Co.

Fanny Picard est membre du conseil de surveillance de Tikehau Capital dont elle préside le comité Gouvernance et Développement durable, et du conseil d'administration de GL Events dont elle préside le comité RSE.

Elle participe par ailleurs aux travaux d'instances de place, tels que le comité Gouvernance des Entreprises du Medef et le comité du Financement de la Transition Écologique.



D.R.

Grégoire POSTEL-VINAY

est ingénieur général des Mines, président du pôle industrie et services de l'Académie des technologies, depuis janvier 2024, et rédacteur en chef des Annales des Mines au Conseil général de l'économie, depuis 2022. Il a été auparavant responsable de la stratégie à la direction générale des Entreprises du ministère de l'Économie et des Finances (2009-2022).

Il est l'auteur de travaux sur les plans de relance et les réactions publiques à la crise, l'économie de l'innovation, l'investissement immatériel, les éco-industries, la prospective de l'économie numérique, les véhicules décarbonés, la stratégie nationale de recherche et d'innovation, le développement des pôles de compétitivité, la propriété intellectuelle, le programme d'investissements d'avenir, le Conseil national de l'industrie, la Commission nationale pour la croissance française, la prospective industrielle du territoire, la prospective de l'emploi à horizon 2030, l'innovation servicielle, les technologies clés, la culture scientifique, technique et industrielle, la coopération européenne, les stratégies de filières, la concurrence chinoise. Il a apporté des contributions au rapport Gallois, réalisé des travaux sur le budget européen, notamment celui de la R&D européenne. Il a été corapporteur des Assises de l'entrepreneuriat.

Il a réalisé des travaux sur l'énergie. Il a été à ce titre expert national sur l'énergie pour le programme H2020, puis Horizon Europe (jusqu'en 2022). Il est membre de nombreux *think tanks* et cofondateur de Silicon Sentier (devenu NUMA). Il a été le président du comité de rédaction de la série *Réalités industrielles* des Annales des mines.

Il siège actuellement dans plusieurs conseils d'administration : Institut Mines-Télécom (depuis 2018) ; FNEP (Fondation nationale entreprise et performance (depuis 2014)) ; ainsi qu'à la Commission nationale française pour l'UNESCO (depuis 2015) et au conseil d'orientation de La Fabrique de l'industrie (depuis 2011).



D.R.

Cyril ROUSSEAU,

de nationalité française, est diplômé de l'École polytechnique et de l'École nationale supérieure de techniques avancées (ENSTA). Il débute sa carrière en 2001 à la délégation générale pour l'Armement du ministère de la Défense, avant de rejoindre, en 2004, le service des affaires internationales de la direction générale du Trésor, puis, de 2006 à 2009, l'Agence France Trésor en tant que responsable des opérations de marché. Chef du bureau de l'aide au développement et des institutions multilatérales de développement à la direction générale du Trésor de 2009 à 2011, il intègre ensuite l'ambassade de France à Pékin comme conseiller économique et financier. En 2014, il devient directeur délégué du service à compétence nationale nouvellement créé pour soutenir les collectivités locales françaises exposées aux emprunts à risque.

De retour à la direction générale du Trésor en novembre 2015, il y occupe successivement les fonctions de sous-directeur des Affaires financières multilatérales et du Développement et, à ce titre, de vice-président du Club de Paris et membre des conseils d'administration de la Banque centrale des États d'Afrique de l'Ouest et du Fonds vert pour le climat, puis, à partir de février 2020, celle de directeur général adjoint puis directeur général de l'Agence France Trésor. Il rejoint la Banque européenne d'investissement en tant que directeur général des Finances le 1^{er} octobre 2023.

Gabrielle SIRY

est économiste à la Commission européenne, spécialisée en finance durable. Diplômée de Sciences Po et de l'Université de Brême en droit de l'Union européenne, elle a aussi travaillé sept ans à la Banque de France, d'abord sur le sujet des *fintechs*, puis en tant que cheffe de pôle sur la Finance durable et le Brexit à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), et deux ans au ministère de l'Économie et des Finances au cabinet de la ministre de l'Innovation et du Numérique.

Elle a également enseigné plusieurs années l'économie européenne à l'Université Paris Dauphine, et publié divers papiers relatifs à la finance durable dans des revues spécialisées comme *Revue banque* ou dans la presse généraliste comme *Le Monde*.

Elle est adjointe au maire du 18^e arrondissement en charge du développement économique et de l'emploi depuis 2020 et autrice de l'essai *La République des hommes* (Éditions Bouquins, 2021).



D.R.

Laure TABOUY

est à la fois neuroscientifique et éthicienne. Guidée par la passion pour la recherche médicale et scientifique en constante évolution, elle a construit et personnalisé son parcours au fur et à mesure des rencontres, ce qui lui a permis d'expérimenter différents milieux de travail, publics et privés, de partir à l'étranger et de travailler avec des personnes venant de tous horizons.

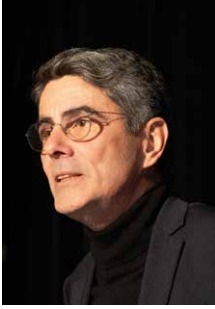
Après l'obtention fin 2012 d'un doctorat en neurosciences, génétique et biologie structurale à l'Université de Paris-Cité, son parcours de chercheuse en neurosciences s'est d'abord focalisé sur des thématiques autour des régulations génétiques et épigénétiques lors du neurodéveloppement. Elle a élargi son champ thématique au rôle du microbiote intestinal et de l'axe intestin-cerveau dans l'autisme lors de son post-doctorat en Israël à l'Université de Bar-Ilan et à son retour à Paris en 2018, jusqu'en 2021.

Très interpellée par les débats autour de la révision de la loi bioéthique française et travaillée par ces questions depuis le lycée, elle a alors décidé de faire un virage dans sa carrière de chercheuse en reliant ses deux passions, les neurosciences et l'éthique, pour en faire une expertise propre. Pour cela, elle a validé un master d'éthique de l'Université Paris-Saclay en 2021, en proposant un mémoire sur les enjeux éthiques des neurotechnologies.

À la suite de ce master, elle s'est engagée dans un second doctorat en éthique/neuroéthique, au sein du CESP-INSERM U1018 de l'Université de Paris-Saclay, dans l'équipe éthique et épistémologie.

Digital Ethics Officer de l'EDHEC BS (2023), elle a intégré en octobre 2023, le pôle recherche de l'agence de la biomédecine où elle poursuit son doctorat. Laure Tabouy est à la fois chercheuse et cheffe de projet en neurosciences et en éthique des neurosciences, du numérique, des neurotechnologies et de l'intelligence artificielle (IA). Elle réfléchit sur la manière de définir et de mettre en œuvre une approche *neuroethics by design* pour les neurotechnologies connectées à l'IA : quels sont les enjeux de la convergence des neurosciences avec le numérique ?

Ses missions actuelles en tant que chargée d'enseignement à l'Institut Catholique de Paris et de chercheuse-doctorante au sein du CESP-INSERM et enfin de cheffe de projet pour l'Agence de la biomédecine s'alimentent réciproquement. À l'Agence, elle relie le monde de la recherche académique et le monde institutionnel, au service de la société.



François Guy TRÉBULLE

est agrégé des Facultés de Droit en Droit privé et sciences criminelles et doyen honoraire de l'École de Droit de la Sorbonne (Université Paris I Panthéon Sorbonne). Il coordonne les filières délocalisées de celle-ci au Caire et à Bucarest. Enseignant le Droit privé de l'environnement depuis 2000, il co-dirige le master 2 de

D.R. Droit de l'environnement et dirige le master de Droit de la sécurité sanitaire, alimentaire et environnementale.

Ses domaines de travail privilégiés recouvrent, outre le Droit de l'environnement, les matières contractuelles et de responsabilité, la responsabilité sociale des entreprises, le Droit des affaires dans ses interfaces avec les questions de durabilité, y compris les rapports entre les entreprises et les Droits de l'Homme. Parmi ses activités éditoriales, il co-dirige le *Jurisclasseur Environnement et Développement Durable* et la revue *Environnement Énergie Infrastructures* et est membre du comité scientifique de diverses revues dont la revue *Droit de l'Environnement* et le *Bulletin du Droit de l'Environnement Industriel*.



Raphaël TROTIGNON,

Ingénieur en génie de l'environnement des Mines de Nantes et titulaire d'un doctorat en économie de l'Université Paris Dauphine, dirige le pôle Énergie-Climat de Rexecode. Avant de rejoindre Rexecode en 2020, il était responsable du programme de recherche sur la tarification du CO₂ et l'innovation au sein de la chaire

D.R. Économie du Climat de l'Université Paris Dauphine, et auparavant chargé d'étude à la Mission Climat de la Caisse des dépôts. Il a par ailleurs été chercheur invité au MIT (2008) ainsi qu'à l'Institut Universitaire Européen (2011).

Il est l'auteur de plusieurs ouvrages de vulgarisation sur l'énergie et le climat, notamment *Le climat, à quel prix ? La négociation climatique* (avec Christian de Perthuis, Odile Jacob, 2015).



Margot URSIN

devient juriste spécialisée en Droit international et européen, à l'issue d'une formation universitaire en France, en Irlande et en Lituanie. Elle intègre le cabinet Leyton en 2016 en tant que consultante spécialisée dans l'optimisation des coûts sociaux pour les secteurs privé, non lucratif et public.

D.R. En 2021, elle intègre la cellule de R&D de Leyton, le LabEx, afin d'accompagner le développement et la performance des offres et services à destination des DRH. En 2024, elle est promue à la tête de cette cellule, dirigeant une équipe pluridisciplinaire spécialisée en ingénierie fiscale, sociale, énergétique et environnementale.