

La finance va-t-elle passer au vert dans l'Union Européenne ?

À l'instar du « développement durable » (Brundtland, 1987), la collision conceptuelle entre « finance » et « vert » ressemble à un nouvel oxymore dans le processus d'intégration des enjeux écologiques à l'analyse économique et aux politiques économiques. L'essor de la finance n'est-il pas un des carburants qui a nourri le processus de croissance et de développement, à l'origine de bienfaits (hausse du niveau de vie et de l'espérance de vie, notamment) mais aussi d'une emprise toujours croissante sur la nature, au point de provoquer des dérèglements majeurs dans la biosphère ?

Rémi Jeannin,
professeur de SES

Pourtant, c'est précisément parce que la finance et l'économie sont intrinsèquement reliées qu'il n'est pas possible d'envisager la transition ou bifurcation de la seconde sans celle de la première. La finance verte désigne cette transition de la finance vers un financement d'activités économiques soutenables, ce qui nous mène d'un premier problème conceptuel (associer « finance » et « vert » ou « transition ») à un second : définir la soutenabilité. S'agit-il juste, dans la lignée du rapport Brundtland, de répondre à la satisfaction des besoins des générations présentes sans compromettre la capacité des générations futures de répondre aux leurs ? Ou de s'éloigner de cette vision centrée sur les besoins pour considérer des limites planétaires^[1] à ne pas franchir pour que la planète soit vivable pour l'humanité ? Ou faut-il considérer une vision moins anthropocentrée encore ?

Ces débats sont essentiels, mais ne préoccupent pas ou peu les acteurs principaux de la finance verte. Celle-ci a d'abord émergé à l'aune d'une promesse non tenue. La quinzième conférence des Parties (COP15) en 2009 à Copenhague, s'est soldée par un échec (elle n'a pas permis de trouver un accord pour succéder au Protocole de Kyoto de 1997) et par un engagement « de mobiliser conjointement 100 milliards de dollars par an d'ici 2020 pour répondre aux besoins des pays en développement »^[2]. C'est dans ce contexte, qui est aussi celui de la crise des subprimes et de la nécessité pour la finance de montrer ses vertus, que la finance verte prend son essor, avec notamment l'émission des premières « obligations vertes » (green bonds). Le coup d'accélérateur vient en 2015 avec la COP21 à Paris, premier accord universel sur le climat, avec des obligations peu contraignantes pour les parties, mais un objectif plus ambitieux d'atténuation de l'élévation de la température moyenne (+ 1,5°) et, parmi les moyens, celui de réorienter les flux de capitaux vers le financement de la transition écologique.

La finance va-t-elle vraiment passer au vert ? Quel rôle jouent l'Union Européenne et les États membres pour réorienter la finance et ses capitaux vers des activités compatibles avec la transition écologique ?

Dans une première section, nous explorerons comment la finance verte naît d'une prise de conscience par les acteurs de la finance des liens réciproques entre risques écologiques et financiers, analysée dans un cadre théorique qui donne un rôle prépondérant à la diffusion de l'information pour assurer l'efficacité des marchés. Ce cadre théorique permet de distinguer deux formes de matérialité de ces liens réciproques : la matérialité financière (comment les risques écologiques affectent la finance) et la matérialité d'impact (comment la finance affecte l'économie et donc la nature, spécifiquement le climat). Dans une deuxième section, nous explorerons la bataille des normes financières

[1] La définition de ces limites est l'objet de travaux de recherches, notamment au sein du Stockholm Resilience Center depuis 2009. Selon l'actualisation de ces travaux parue en 2023 (Richardson *et al.*, 2023), neuf limites sont identifiées comme autant de seuils à ne pas dépasser pour préserver la stabilité de la biosphère : six sont dépassées (le changement climatique, l'intégrité de la biosphère, la perturbation des cycles biogéochimiques de l'azote et du phosphore, le changement d'usage des sols, l'utilisation de l'eau douce, et l'introduction d'entités nouvelles) ; les trois autres sont l'acidification des océans, la concentration des aérosols dans l'atmosphère et l'appauvrissement de l'ozone stratosphérique.

[2] Un engagement non tenu en 2020 (selon une estimation d'un rapport établi par l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE) en 2022, 83 milliards seulement étaient mobilisés en 2020), mal défini (capitaux publics ou privés ?), et largement insuffisant au regard des montants d'investissements nécessaires, dans les pays en développement comme dans les pays développés. Voir Couppey-Soubeyran et Kalinowski (2023).

autour de la finance verte, entre un cadre international qui intègre une matérialité simple (financière, donc), et l'Union Européenne (UE) qui promeut la prise en compte d'une double matérialité pour la finance verte : matérialité financière et d'impact. Au-delà cette bataille sur les normes, nous verrons aussi que les résultats de ces différentes normes restent très modestes. Nous concluons cet article en montrant la nécessité, pour le verdissement de la finance, d'un véritable « *policy mix vert* » (Jeffers et Plihon, 2023) : via la politique monétaire, mais aussi via la supervision des risques et via l'ensemble des politiques environnementales, avec donc des implications sur la politique budgétaire et fiscale.

Pourquoi verdir la finance ? Les liens réciproques entre risques financiers et risques écologiques

C'est dans la perspective de la COP21, fin 2015 à Paris, que la finance verte s'invite dans les discours des acteurs, jusqu'à son incorporation dans l'Accord de Paris. En effet, cet accord invite les parties signataires 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 »[3].

Matérialité financière : les risques écologiques peuvent générer des risques financiers

Un concept émerge alors dans les discussions sur le climat : celui de matérialité. Emprunté au vocabulaire des rapports financiers, il s'agit de la matérialisation des risques financiers dans le bilan d'une société, en affectant ses ressources (son passif) ou ses avoirs (son actif).

Dans un premier temps, la finance verte s'intéresse de manière quasi exclusive au seul changement ou dérèglement climatique[4]. Or, le changement climatique s'accélère. En actualisant les données du problème avec le 6ème rapport du GIEC (paru en 2022), il apparaît que l'humanité a émis 2500 Gt d'eqCO₂ depuis 1850, dont 58% entre 1850 et 1989, et 42% depuis 1990, pour une augmentation de température de 1,2 degrés Celsius depuis 1850. Pour réaliser l'objectif de l'accord de Paris d'atténuer ce réchauffement climatique, le budget carbone restant est très étroit : avec 67% de probabilité d'atteinte de l'objectif, nous pouvons encore émettre environ 400 Gt d'eqCO₂ pour atteindre +1,5°C, et 1150 Gt pour atteindre +2,0°C. Or, nous émettons environ 40 Gt par an.

Derrière ce risque écologique majeur, il y a des risques financiers, et ces risques ne sont pas ou peu pris en compte par les acteurs de la finance. Le discours du gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mark Carney, adressé aux sociétés d'assurance le 29 septembre 2015 (prononcé à la Lloyd's), a marqué les esprits :

« Un problème classique en économie environnementale est la tragédie des biens communs [« commons »]. [...] Le changement climatique est la Tragédie des horizons [« horizon » = biens lointains]. » (Carney, 2015)

Cette tragédie des horizons repose sur le court-termisme des sociétés financières, un court-termisme rationnel[5]. En effet, ce qui détermine la valeur d'un actif, du point de vue de la théorie financière la plus orthodoxe, est la somme des revenus futurs actualisés, avec un taux d'actualisation pour calculer la valeur présente de ces revenus futurs. Or, avec un taux d'actualisation correspondant à des exigences de rendement croissantes (« double digit », donc supérieure à 10%), 100 de revenus futurs ont une valeur présente toujours plus faible : pour un taux d'actualisation de 12%, 100€ dans 15 ans ont une valeur présente de seulement 18€ aujourd'hui ! L'horizon de la finance, c'est un terme généralement inférieur à 10 ans. La valeur des actifs financiers n'intègre donc pas du tout ces risques écologiques.

[3] Article 2.1.c de l'Accord de Paris de décembre 2015 (COP21), en ligne : https://unfccc.int/sites/default/files/french_paris_agreement.pdf

[4] Les raisons de cette focalisation de la finance verte sur le climat sont multiples. Une des principales est la disponibilité de données quantitatives à la fois sur les causes du phénomène (les émissions des différents gaz à effet de serre (GES), agrégés en « équivalent CO₂ » (eqCO₂) selon leur potentiel de réchauffement climatique) et sur les conséquences (élévation de la température moyenne de surface par rapport à l'ère pré-industrielle), avec un panel international d'experts qui forge depuis 1989 un consensus global des scientifiques. Depuis le Sommet de la terre de 1992, avec la signature de deux Conventions cadre des Nations-Unies, c'est sur le climat que des COP successives ont permis de mobiliser acteurs gouvernementaux et non-gouvernementaux, y compris dans le monde de la finance. Mais les normes européennes, détaillées dans la seconde partie de cet article, se traduisent par la prise en compte d'autres enjeux, notamment celui de la biodiversité.

[5] Nous suivons ici la présentation très claire donnée par Alain Grandjean et Julien Lefournier (Grandjean et Lefournier, 2021, p. 48).

Trois types de risques financiers

Or, ces risques écologiques peuvent avoir une matérialité financière, en tous les cas selon Mark Carney^[6]. Les risques financiers générés par l'évolution du climat sont de trois ordres selon lui.

Il y a tout d'abord des risques physiques, qui portent sur les conséquences actuelles des évolutions du climat sur la valeur des actifs ou des passifs. Par exemple, le changement climatique renforce la probabilité des catastrophes naturelles dans certaines régions, menace des littoraux de submersion ou d'érosion, dégrade les rendements agricoles, plus globalement la productivité du travail avec l'élévation de la température, etc. Pour une société d'assurance, cela conduit à revaloriser les provisions techniques qu'elle inscrit à son passif pour les remboursements des dommages assurés, mais cela peut conduire aussi à dévaloriser certains actifs détenus.

Il y a ensuite les risques de transition, qui portent sur les effets de la transition vers une économie moins carbonée. Ainsi, une transition vers l'objectif d'atténuation le plus exigeant de l'Accord de Paris implique un budget carbone étroit et une réduction drastique de la consommation d'énergies fossiles. Selon une étude parue dans « Nature » en septembre 2021, pour limiter le réchauffement à 1,5 °C, il faudrait laisser 60 % du pétrole et du gaz dans le sol, et 90 % du charbon ; la production de gaz et de pétrole devrait diminuer en moyenne de 3 % par an dans le monde jusqu'en 2050, et celle de charbon de 7 % (Welsby *et al.*, 2021). Une partie des actifs des sociétés qui exploitent ces gisements sont donc des « actifs échoués » (*stranded assets*) dans le cadre d'une transition climatique, ce qui doit en retour changer la valorisation des actions et obligations émises par les sociétés en question. Les effets de la transition peuvent aussi donner lieu à une « cascade d'actifs échoués », puisque le prix des énergies fossiles a des effets sur un grand nombre d'activités (voir Cahen-Fourot *et al.*, 2021).

Enfin, il y a des risques en responsabilité, c'est-à-dire des risques juridiques qu'un agent ou groupe d'agents demande réparation pour des dommages subis à cause du changement climatique. La littérature tend à incorporer ces risques au sein des risques physiques ou de transition, car ils résultent soit de l'effet du changement climatique lui-même soit de la transition nécessaire pour l'atténuation ou l'adaptation.

Un cadre d'analyse : l'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés financiers

En arrière-plan de ce discours figure un cadre d'analyse : les marchés et les acteurs financiers ne prennent pas en compte ces risques faute de disposer de l'information pour le faire. L'hypothèse fondamentale de cette analyse reste celle de l'efficience informationnelle des marchés financiers, théorisée depuis les années 1970 par un programme de recherche initié par Eugene Fama (voir Fama, 1970). Une formulation simple de cette hypothèse : les prix des actifs incorporent l'ensemble de l'information disponible.

D'où la recommandation de Mark Carney : « *Un marché dans la transition vers un monde à +2° peut être construit. Il a le potentiel de favoriser l'ajustement, mais seulement si l'information est disponible et, crucialement, si les réponses politiques des gouvernements et les avancées technologiques du secteur privé sont crédibles* ». Ceci implique deux éléments essentiels pour que la finance verte émerge, autrement dit pour que la finance joue un rôle de renforcement voire d'accélération de la transition écologique : que l'information nécessaire soit disponible (A) ; que les politiques et les innovations soient crédibles pour véhiculer les informations nécessaires (B).

C'est pour l'essentiel le point (A) qui préoccupe les acteurs de la finance verte, au niveau international comme dans l'UE, via la mise au point de normes en faveur de la divulgation (*disclosure*) et de la publication de rapports (*reporting*) extra-financiers. Mais ce point (A) ne sert à rien si le point (B) n'est pas crédible aux yeux des acteurs financiers... ce dont nous reparlerons en conclusion de cet article.

[6] Le débat est intense sur cette matérialisation financière du risque climatique, qui devrait permettre de mesurer une « green premium » ou « greenium » pour les actifs verts, supposément moins risqués, donc qui devraient avoir des prix plus élevés. Le débat est scientifique, mais est aussi présent parmi les acteurs de marché, comme le révèle la polémique autour des déclarations de Stuart Kirk, responsable de l'investissement responsable de HSBC AM en mai 2022, qui a dû démissionner après avoir nié la pertinence de cette matérialité (« Why investors need not worry about climate risks », Moral Money Europe Summit, 20 mai 2022. En ligne : <https://www.youtube.com/watch?v=bfNamRmje-s>)

Matérialité d'impact : réallouer les flux financiers pour la transition écologique

Second écueil : la finance verte, ainsi conçue, n'appréhende les risques écologiques que via leurs éventuelles conséquences financières sur les agents. Dans ce cadre, l'effet des activités économiques financées sur la nature et la grande accélération des dégradations n'entre pas en ligne de compte.

Pourtant, les besoins de financement des investissements pour réaliser la transition écologique sont extrêmement importants, bien plus que la promesse formulée à Copenhague de 100 milliards de dollars par an pour les pays en développement ! Pour aller vers une économie neutre en carbone^[7], il s'agit à la fois de développer les nouveaux investissements nécessaires pour l'atténuation et l'adaptation et de réduire fortement d'autres investissements qui nuisent aux objectifs climatiques. Il s'agit donc d'une réallocation, avec une baisse des capitaux alloués aux activités « brunes » et une augmentation des capitaux alloués aux activités « vertes », avec un solde net positif entre ces deux évolutions. Le surcroît d'investissements est estimé pour la France seule à 66 milliards d'euros en 2030, soit 2,4% du PIB, avec à part égales investissements publics et privés, selon le rapport Pisani-Mahfouz (2023) ; il est estimé pour l'UE entière à 620 milliards d'euros en 2030, soit 3,7% du PIB, selon la Commission européenne (2023) ; et estimé à l'échelle mondiale à 5 000 milliards de dollars par l'Agence Internationale de l'Energie (AIE) en 2021^[8].

Les ordres de grandeur de cette réallocation du capital sont considérables, et plaident pour aller au-delà de la matérialité simple, financière, envisagée dans le discours de Mark Carney, pour prendre en compte une double matérialité : la matérialité financière, d'une part, et la matérialité d'impact des activités économiques financées, d'autre part, autrement dit leurs effets sur les dérèglements écologiques, notamment le climat, mais aussi au-delà (biodiversité, pollutions, etc.).

Il s'agit donc de divulguer des informations qui soient prises en compte par les marchés financiers et leurs acteurs : non seulement en ce qui concerne les risques financiers dans ce contexte de dérèglements écologiques (*outside - in*), mais aussi en ce qui concerne le rôle des activités financées au regard des dérèglements écologiques (*inside - out*).

L'UE au cœur de la bataille des normes financières : quelles nuances de vert ?

La question de la transparence et de la divulgation des informations est donc au cœur du développement de la finance verte, au niveau international. L'UE s'inscrit dans cette dynamique, avec une approche spécifique et ambitieuse. C'est le cas en matière de *reporting extra-financier* des sociétés, mais aussi de définition de normes pour classer les activités, les obligations, et les fonds d'actifs.

Des normes internationales de *reporting extra-financier* (ISSB) basées sur la simple matérialité

En décembre 2015, la COP21 ouvre une nouvelle étape pour la finance verte, avec la mise en place par le Conseil de stabilité financière du Groupe des Vingt (G20) du Groupe de travail sur la publication d'informations financières relatives au climat / *Task force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD)*. Il vise à mettre en musique les lignes directrices abordées dans le discours de Mark Carney pour renforcer la transparence financière liée aux risques climat. Ce groupe de travail est composé de professionnels issus du monde de la finance, mais aussi de l'entreprise et du conseil en général, et est présidé par Michael Bloomberg, ancien maire de New-York, et fondateur de Bloomberg LP (leader des services d'informations financières).

En juillet 2017, il remet son premier rapport final, avec quatre grandes recommandations de transparence et divulgation des informations : sur la gouvernance des risques et opportunités climatiques, sur la stratégie (tous les risques financiers liés au climat avec des scénarios à +2°C), le management des risques, et enfin les mesures et objectifs en matière de risques liés au climat (notamment le bilan carbone). L'optique générale est celle de la simple

[7] Ou « ZEN » : zéro émissions nettes de gaz à effet de serre, les émissions brutes étant compensées par l'absorption naturelle (forêts, océans) et artificielle (technologies de captation). Dans l'UE : objectif de neutralité carbone pour 2050.

[8] Pour une revue complète de ces données, et aussi une réflexion globale sur le financement de la transition, voir Couppey-Soubeyran et Kalinowski (2023).

matérialité (financière), de l'engagement volontaire des sociétés (« *name and shame* »), et d'une normalisation du *reporting extrafinancier*.

Cette normalisation est confiée à un acteur privé, la fondation IFRS^[9], avec la création en son sein de l'International Sustainability Standards Board (ISSB). L'ISSB est dirigée depuis juillet 2022 par Emmanuel Faber, ex- PDG de Danone^[10]. L'ISSB a publié en juin 2023 deux standards de *reporting* et divulgation des risques de soutenabilité : IFRS S1, pour étendre les normes financières aux enjeux de soutenabilité en étendant le *reporting* des sociétés dans l'espace (toute la chaîne de valeur) et dans le temps (trois horizons : court, moyen et long terme) ; et IFRS S2, pour une application spécifique de la norme précédente aux risques financiers liés au climat. Comme pour les normes IFRS de *reporting financier* qui se sont imposées pour les sociétés cotées dans le monde entier, le but est de fournir les informations susceptibles d'influencer l'évaluation de la valeur de l'entreprise (les risques, physiques et de transition, mais aussi les opportunités qui s'ouvrent pour certaines sociétés dont l'activité est favorisée par la transition). Ces normes permettent donc de prendre en compte la matérialité financière, mais pas la matérialité d'impact des sociétés, et notamment leur engagement dans une démarche de responsabilité sociale et environnementale. Ces normes ont pour ambition de s'imposer comme le standard du reporting extrafinancier dans le monde, avec l'appui du G20 et de son Conseil de stabilité financière (TCFD), d'un large panel de banques centrales et de régulateurs. Elles pourraient s'imposer de fait, via une adoption par les acteurs de marché qui cherchent ainsi à éviter les coûts d'un « double reporting » avec des standards multiples. En effet, dans la dynamique des normes, les externalités de réseau s'imposent (plus une norme est utilisée, plus elle est utile, car cela évite le « double reporting »). Mais elles pourraient s'imposer de droit aussi, une perspective renforcée depuis leur adoption par le réseau des régulateurs de marché IOSCO (International organisation of securities commission) depuis juillet 2023^[11] (IOSCO, 2023).

Dans l'UE, un reporting extra-financier basé sur la double matérialité

Parallèlement à cette mise en place d'un standard international de *reporting extra-financier*, qui est une des conditions du développement de la finance verte, l'UE développe une proposition alternative permettant de prendre en compte la double matérialité : matérialité financière et d'impact. C'est l'enjeu d'une bataille des normes financières, où l'UE compte sur la taille des marchés financiers de ses 27 États membres pour imposer un standard plus exigeant que celui proposé par l'ISSB.

Ce pari peut être analysé à travers le concept d'« effet Bruxelles », théorisé et mis en évidence par la juriste Anu Bradford (2020). Celle-ci montre comment, dans certains domaines, les réglementations de l'UE s'imposent au-delà de ses frontières (exemple : protection des données personnelles avec la RGPD). En reprenant les cinq facteurs nécessaires à l'apparition de cet « effet Bruxelles », les normes de *reporting extra-financier* cochent certaines cases importantes (taille du marché – y compris avec les accords avec d'autres pays non membres de l'UE, capacité réglementaire des institutions, standards élevés qui s'imposent car ils permettent de respecter des standards plus faibles), mais pas toutes (les normes ne visent pas des objets juridiques « inélastiques » et « indivisibles » : les sociétés peuvent transférer leur siège hors UE pour échapper aux normes, ou se scinder en filiales distinctes).

À ce jeu, les normes de l'UE peuvent-elles s'imposer ? L'UE peut miser sur deux autres atouts : l'antériorité du travail normatif dans l'UE et l'implication de certains pays membres, comme la France. Ainsi, sur le seul aspect climat, la France impose depuis 2010 (loi Grenelle II) un bilan carbone sur une méthodologie définie par l'ADEME aux sociétés de plus de 500 salariés et aux administrations publiques, sur les émissions directes liées à la production (scope 1) et indirectes liées à l'énergie consommée (scope 2), mais aussi depuis 2023 sur les émissions indirectes sur l'ensemble de la chaîne de valeur, en amont (fournisseurs) et en aval (usages),

^[9] La fondation IFRS a créé les normes de comptabilité financière IFRS, International Financial Reporting Standards, qui se sont imposées dans le monde pour les sociétés cotées sur les marchés financiers depuis les années 2000, notamment après le scandale de la faillite d'Enron en 2001. Elles sont obligatoires pour les sociétés cotées sur les marchés financiers dans l'UE depuis décembre 2008.

^[10] C'est habile : outre le fait qu'il soit français et fin connaisseur du monde des affaires et de la politique dans l'UE, Emmanuel Faber a gagné de son passage chez Danone l'image d'un chef d'entreprise qui souhaite aller au-delà des objectifs financiers - Danone est la première société cotée à adopter en 2020 le statut de « société à mission » prévu par la loi Pacte, se dotant d'une « raison d'être » votée par les actionnaires en AG (« apporter la santé par l'alimentation au plus grand nombre »). Emmanuel Faber a été ensuite démis de ses fonctions de PDG de Danone en 2021, certains actionnaires (fonds activistes) remettant en question sa gouvernance.

^[11] IOSCO, « IOSCO endorses the ISSB's Sustainability-related Financial Disclosures Standards », Communiqué de presse, 25 juillet 2023.

avec des résultats cependant modestes[12]. Au niveau européen, après une première directive en 2014, la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) de 2022 est ambitieuse, et s'inscrit dans le cadre du « Pacte vert » initié par la Commission von der Leyen. Applicable depuis 2024, elle impose aux sociétés de plus de 250 salariés domiciliées dans l'UE de publier chaque année une Déclaration de performance extra financière (DEPF) qui rend compte de leur exposition aux enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), donc bien au-delà des seuls enjeux du climat couverts par les normes de l'IFRS. Par ailleurs, ces données s'inscrivent dans une perspective de double matérialité, donc intègrent aussi la matérialité d'impact sur les trois dimensions : E, S et G. Par exemple, sur le volet environnemental, les sociétés doivent renseigner la part du CA qu'elles réalisent dans des activités « durables sur le plan environnemental », selon la taxonomie définie par un règlement antérieur[13]. Et ce *reporting* doit respecter des normes, précisées dans les actes délégués ESRS (European Sustainability Reporting Standards)[14], des normes de *reporting* en concurrence directe avec celles promues par l'IFRS au niveau international.

Or, à terme, ces normes de *reporting* pourront avoir des conséquences en termes de risque juridique pour les entreprises, une des catégories de risque identifiées par Mark Carney dans ce discours de 2015 qui a contribué à mettre à l'agenda la finance verte. En effet, suivant le précédent français de la loi de 2017 sur le devoir de vigilance des multinationales, une directive de l'UE sur le devoir de vigilance a été adoptée en 2024, et touchera dans quelques années les sociétés non-financières européennes de plus de 1000 salariés et réalisant un CA mondial de plus de 450 millions d'euros, mais aussi les sociétés non-européennes qui réalisent ce montant de CA dans l'UE. L'exclusion des sociétés financières est une des limitations de cette directive, qui demeure ambitieuse : sur toute leur chaîne de valeur, ces sociétés doivent établir qu'elles respectent l'environnement et les droits humains, ou alors mettent en œuvre des mesures pour le faire, et elles doivent publier un plan de transition pour s'aligner sur les objectifs de l'accord de Paris en matière d'émissions de GES. Après transposition de cette directive, des Autorités nationales chargées de la supervision de ce devoir de vigilance seront créées dans chaque État membre, avec un pouvoir de sanction allant jusqu'à 5% du chiffre d'affaires mondial de la société.

Les « obligations vertes » plus « vertes » dans l'UE

La double matérialité s'inscrit aussi dans des textes réglementaires qui permettent de mieux identifier les actifs financiers « verts », puisque l'objectif est une réallocation des capitaux vers certaines activités plus vertueuses selon des critères environnementaux.

L'actif financier emblématique de la finance verte est l'« obligation verte », ou « green bond » : des obligations qui collectent des fonds pour les affecter au financement d'activités favorables à la transition écologique. La toute première obligation verte a été émise par la Banque européenne d'investissement (BEI) en juillet 2007 sous le nom de « Climate Awareness Bond », suivie de peu en 2008 par la Banque mondiale. Depuis, elles sont émises par de grandes sociétés, et mais aussi des États (la France a émis sa première OAT « verte » en 2017). Pour normaliser et mieux contrôler cette appellation, des Green Bond Principles (GBP) ont été rédigés en 2013 par quatre grandes banques internationales (Bank of America Merrill Lynch, Citigroup, JP Morgan Chase et le français Crédit Agricole CIB), auxquels d'autres grands émetteurs ont adhéré. Cette norme, dont la dernière édition date de 2021, s'est donc imposée de fait, et est en voie de généralisation de droit puisqu'elle est reconnue par l'International capital market association (ICMA, l'association qui fédère les principaux intervenants privés et publics sur les marchés de capitaux au niveau mondial).

[12] En 2023, à peine 1/3 des 5000 entités concernées publie ce bilan carbone, et la plupart du temps de manière très incomplète (« L'échec du bilan carbone « obligatoire », symbole du mépris des enjeux climatiques », Le Monde, 24 mars 2023). Il faut dire que les amendes sont dérisoires (10 000€, voire 20 000€ si récidive), et peu fréquentes.

[13] Le règlement européen « Taxonomie » adopté en 2020 et entré en vigueur progressivement à partir de 2022 définit comme « durables » les activités qui contribuent de manière substantielle à au moins un des six objectifs environnementaux indiqués (atténuation et adaptation au changement climatique, utilisation durable des ressources aquatiques et maritimes, transition vers une économie circulaire, prévention de la pollution, protection de la biodiversité) sans causer de préjudice significatif aux autres objectifs. En 2022, la production d'électricité par centrales nucléaires et à gaz ont été inscrites comme « durables » au titre d'« activités de transition », ce qui a déclenché deux plaintes en cours d'instruction auprès de la Cour de justice de l'UE, portées d'une part par l'Autriche et le Luxembourg, d'autre part par des ONG. Voir Sebi C., « Nucléaire : retour sur le débat autour de la nouvelle taxonomie européenne », The Conversation, 13 février 2022.

[14] Après instruction et recommandations par l'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), les premières normes EFRS ont été publiées le 31 juillet 2023 par la Commission européenne... juste un mois après les normes IFRS 1 et 2 de l'ISSB ! Concordanance des temps dans la concurrence des normes comptables !

Pourtant, les GBP présentent des lacunes importantes. Ainsi, l'entité émettrice s'engage à utiliser les fonds dans des « projets verts éligibles », mais cette taxonomie n'est qu'indicative, il n'y a pas de norme précise pour le *reporting* sur ces activités, et aucune obligation de contrôle par une entité externe. C'est peut-être la souplesse de ces GBP qui explique la croissance très forte des émissions d'obligations vertes : en 2023, environ 600 milliards de dollars, soit environ 6% des émissions obligataires dans le monde, contre moins de 50 milliards de dollars en 2014^[15]. Or, la moitié des émissions proviennent d'entités situées dans l'UE.

L'UE s'est donc emparée du sujet avec le Règlement EU Green Bond (EuGB) ratifié par le Conseil et le Parlement fin 2023 et devrait être appliqué début 2025. Il s'inspire des Green Bond Principles mais en renforce les exigences en s'appuyant sur les normes européennes de *reporting* (CSRD), en s'appuyant sur la taxonomie des activités dans l'UE (l'entité doit s'assurer que l'obligation finance à 85% des activités « durables »), et impose un contrôle par des examinateurs externes. En ce qui concerne les obligations vertes, il s'agit encore une fois de faire jouer un possible « effet Bruxelles » : l'objectif affiché est bien à la fois de mieux flécher les financements vers la transition écologique et de supplanter les normes internationales (GBP) considérées comme trop vagues.

Des nuances de vert pour les fonds domiciliés dans l'UE... et beaucoup d'opacité

Cependant, pour réaliser cette réallocation des capitaux en faveur de la transition écologique, ou plus largement pour l'alignement sur des critères ESG, il faut aller au-delà des activités qui contribuent directement à cette transition, pour envisager l'ensemble des activités qui s'inscrivent dans cette dynamique, par exemple toutes les activités alignées sur l'objectif d'atténuation du réchauffement climatique à +1,5°C inscrit dans l'Accord de Paris. Pour reprendre la présentation donnée par Jean Boissinot (2022), derrière la « face visible » de la finance verte (les sociétés qui développent une solution de transition, ou mettent en œuvre cette solution, comme les énergies non carbonées), il y a une « face cachée » encore plus importante : toutes les sociétés directement ou indirectement concernées par la transition, puisque les objectifs de réduction des émissions de CO2 concernent tous les acteurs de l'économie.

Il ne s'agit donc pas seulement des « obligations vertes », mais de tous les actifs, actions, obligations, titres hybrides, qui financent des activités orientant l'économie vers la transition : réduction des émissions de CO2, préservation de la biodiversité, diminution de la pollution, etc. Or, ces actifs, labellisés « verts » ou pas, sont pour la plupart détenus dans des produits d'épargne collective, via l'acquisition de parts dans des fonds qui eux-mêmes détiennent les actifs en question (exemple : Fonds commun de placement, SICAV, assurances-vie, épargne retraite, épargne salariale, etc.). Comment s'assurer que les épargnants aient les informations sur les activités financées par ces fonds ?

En conséquence, l'UE a instauré par le règlement *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR, adopté en 2019) une obligation de transparence pour une large gamme de produits d'épargne collective. Les obligations découlent des déclarations des gestionnaires de fonds, qui choisissent eux-mêmes le degré d'obligations que leurs fonds doivent respecter, par ordre croissant de contraintes : « Article 6 » pour les fonds qui ne se préoccupent pas de critères ESG ; « Article 8 » pour les fonds qui « promeuvent » des caractéristiques environnementales (E) ou sociales (S) ; « Article 9 », pour les fonds qui poursuivent des objectifs d'investissement durable, donc avec un véritable objectif d'impact.

En clair, ce sont les gestionnaires de fonds eux-mêmes qui choisissent d'afficher une nuance de vert plus ou moins foncé. Sans grande surprise, les enquêtes successives d'ONG et de médias^[16] ont démontré l'existence d'un greenwashing massif, conduisant environ un tiers des fonds « superverts » (article 9) commercialisés en France à être rétrogradés, au deuxième semestre 2022, vers une catégorie moins ambitieuse sur le plan environnemental (article 8). Cette opacité avérée a justifié la publication par l'ESMA (European Securities and Market Authority) de lignes directrices qui doivent être adoptées ou transposées par les autorités nationales (l'AMF en France), avec des obligations qui découlent des noms choisis par les

[15] Données Climate Bonds Initiative, en ligne : <https://www.climatebonds.net/market/data/>. Il s'agit d'une initiative portée par de grandes sociétés financières.

[16] Selon une enquête du journal Le Monde publiée en novembre 2022, sur 838 fonds déclarés « super-verts » (article 9) au 30/06/2022, près de la moitié (387) investissent dans au moins un actif « brun », lié aux énergies fossiles ou à l'aviation. En ligne : https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2022/11/29/la-grande-tromperie-des-fonds-d-investissement-verts_6152081_4355770.html

gestionnaires de fonds pour leurs produits. Ainsi, les fonds avec une appellation qui renvoie à la durabilité ont désormais l'obligation d'avoir au moins 80% d'actifs notés selon le respect de critères ESG, et doivent exclure certains placements, de manière plus ou moins contraignantes selon les dénominations^[17].

Conclusion

De l'ensemble de ces éléments, plusieurs enseignements ressortent.

D'une part, la capacité réglementaire et la volonté politique d'encadrer la finance verte a été forte dans les années de la première Commission von der Leyen (2019-2024), avec l'adoption de textes importants. Du fait de la taille des marchés financiers de l'UE, ces normes ambitieuses pourraient orienter les normes pratiquées par les sociétés financières au niveau mondial vers un degré plus élevé d'exigence, en particulier par la prise en compte d'une matérialité d'impact aux côtés de la matérialité financière.

Cependant, l'ordre chronologique et l'empilement de ces réglementations n'a pas favorisé l'efficacité du dispositif d'ensemble, de même que les transpositions nationales et le peu de moyens alloués au contrôle de l'application des règles. Ainsi, comment promouvoir la transparence de l'épargne collective « verte » (SFDR, 2019) alors que ce texte ne fait pas référence à la taxonomie des activités « vertes » (entrée en vigueur en 2022) et aux obligations de *reporting extrafinancier* (CSRD, en vigueur depuis 2024) ? Le règlement sur la transparence de l'épargne collective doit être réformé, et une concertation a été engagée en ce sens par la Commission européenne à l'automne 2023, pour une réforme qui sera l'un des chantiers du Parlement européen élu en juin 2024 et de la seconde Commission von der Leyen.

L'ambition de l'UE en matière de finance verte est donc largement tributaire de la coloration politique de ses institutions. Or, si la finance reste au vert clair dans l'UE, un vert clair non dénué d'effet d'affichage, cette couleur est en net recul dans la polychromie du nouveau Parlement européen, où le brun et le bleu ont progressé, alors que le groupe des députés verts a perdu des sièges. Il en est de même du programme sur lequel Ursula von der Leyen a obtenu sa réélection. Dans le même temps, les normes internationales basées sur la simple matérialité ont gagné du terrain (normes IFRS, Green Bond Principles), obtenant l'adhésion de nombreuses sociétés financières et institutions. L'histoire va-t-elle se répéter et l'UE va-t-elle adopter des normes IFRS en matière de durabilité et de reporting extrafinancier, comme elle l'a fait en 2002 en adoptant ces normes IFRS pour le *reporting financier* des sociétés européennes cotées ^[18]?

En suivant Alexandre Rambaud (2023), l'enjeu est de taille : un simple reporting d'informations, ou une véritable comptabilité qui liste les objectifs, les plans d'action et les moyens associés ? Des normes établies par une fondation privée, ou par une entité politique démocratique ? Une simple matérialité financière, qui consacre la place prépondérante des actionnaires (shareholders) et de leurs intérêts dans la gouvernance des sociétés, ou une double matérialité qui intègre les enjeux portés par l'ensemble des parties prenantes (stakeholders) sur l'environnement (et pas juste sur le climat), les droits humains et la gouvernance ?

Cependant, cet appareillage de normes qui permettent la diffusion (disclosure) des informations sur la prise en compte des enjeux écologiques peut-il suffire à orienter la finance vers l'intégration de ces enjeux ? Rappelons que, pour Mark Carney en 2015 à la Lloyd's, une seconde condition, cruciale, doit être réunie : la finance accompagnera la transition « si les réponses politiques des gouvernements et les avancées technologiques du secteur privé sont crédibles ».

^[17] De la version soft pour les fonds « transition », avec des exclusions réduites aux secteurs du tabac, des armements controversés, et aux violations des droits humains, à la version dure pour les fonds « environnement » ou « verts », avec exclusion des investissements dans les énergies fossiles. Une explication en vidéo : « Allez-vous devoir changer les noms de vos fonds ? ESMA Fund Naming », Moonshot, 21 mai 2024. En ligne : <https://www.youtube-nocookie.com/embed/rWMo3gq8-aM>

^[18] Depuis le 1er janvier 2005, en application de ce règlement européen de 2002, toutes les sociétés cotées dans l'UE doivent publier des comptes consolidés aux normes IFRS. Cela implique notamment la prise en compte des actifs selon leur valeur de marché et non leur valeur d'acquisition. Il a été reproché à cette évolution comptable d'amplifier les risques pris par les sociétés financières en phase d'expansion des prix des actifs, et donc d'amplifier l'accélérateur financier.

C'est probablement de ce côté d'abord que doit être trouvée la grande difficulté à verdir la finance : quelle est la crédibilité aujourd'hui de politiques environnementales qui ne permettent pas aux gouvernements de respecter leurs engagements au regard de l'Accord de Paris, et de la nécessité de se trouver sur une trajectoire menant à la neutralité carbone en 2050 ? Au-delà de la finance privée, c'est aux pouvoirs publics d'émettre les signaux qui rendent crédible la transition, via un « policy mix vert » (Jeffers et Plihon, 2023), qui combine politique budgétaire « verte », politique monétaire « verte », et régulation financière intégrant les risques écologiques.

Bibliographie

Boissinot J., 2022, *La finance verte*, Malakoff, Dunod.

Brundtland G. H., 1987, *Notre avenir à tous*, Commission mondiale sur l'environnement et le développement de l'ONU.

Cahen-Fourot L., Campiglio E., Godin A., Kemp-Benedict E., Trsek S., 2021, « Capital stranding cascades: The impact of decarbonisation on productive asset utilization », *AFD Research Papers*, vol. 204, p. 1-32.

Carney M., 2015, « Breaking the tragedy of the horizon », *Discours à la Lloyd's*, 29 Septembre.

Commission Européenne, 2023, *2023 Strategic Foresight Report – Sustainability and people's wellbeing at the heart of Europe's Open Strategic Autonomy*. En ligne : https://commission.europa.eu/document/download/ca1c61b7-e413-4877-970b-8ef619fc6b6c_en?filename=SFR-23-beautified-version_en_0.pdf

Coupey-Soubeyran J., Kalinowski W., 2023, « Financement de la transition écologique : où est le problème ? », in CEPII, *L'économie mondiale 2024*, Paris, La découverte, p. 101-117.

Pisanni-Ferry J., Mahfouz S., 2023, Les incidences économiques de l'action pour le climat, *Rapport à la Première Ministre*, France Stratégie.

Fama E., 1970, « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », *The Journal of Finance*, vol. 25, n° 2, p. 383-417.

Grandjean A., Lefournier J., 2021, *L'illusion de la finance verte*, Ivry-sur-Seine, Les Éditions de l'Atelier.

Jeffers E., Plihon D., 2023, « Quel policy mix pour la transition écologique ? », *Revue française d'économie*, Vol. XXXVIII, 2, pp.163-187.

Rambaud A., 2023, « Normes extra-financières, pourquoi l'Europe doit l'emporter », *L'Agence Economique et Financière*, 19 décembre.

Richardson K. et al., 2023, « Earth beyond six of nine planetary boundaries », *Science Advances*, vol. 9 n° 37. En ligne : [10.1126/sciadv.adh2458](https://doi.org/10.1126/sciadv.adh2458)

Welsby D., Price J., Pye S., Ekins P., 2021, « Unextractable fossil fuels in a 1.5 °C world », *Nature*, vol. 597, p. 230-234.