

# La finance durable, nouvel enjeu de la compétition économique mondiale

**Guillaume Cravero, Patricia Crifo**

DANS **POLITIQUE ÉTRANGÈRE 2021/3 Automne**, PAGES 79 À 92  
ÉDITIONS **INSTITUT FRANÇAIS DES RELATIONS INTERNATIONALES**

ISSN 0032-342X

ISBN 9791037303103

DOI 10.3917/pe.213.0079

Date de mise en ligne : 10/09/2021

Article disponible en ligne à l'adresse

<https://shs.cairn.info/revue-politique-etrangere-2021-3-page-79?lang=fr>



Découvrir le sommaire de ce numéro, suivre la revue par email, s'abonner...  
Scannez ce QR Code pour accéder à la page de ce numéro sur Cairn.info.



**Distribution électronique Cairn.info pour Institut français des relations internationales.**

Vous avez l'autorisation de reproduire cet article dans les limites des conditions d'utilisation de Cairn.info ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Détails et conditions sur [cairn.info/copyright](https://shs.cairn.info/copyright).

Sauf dispositions légales contraires, les usages numériques à des fins pédagogiques des présentes ressources sont soumises à l'autorisation de l'Éditeur ou, le cas échéant, de l'organisme de gestion collective habilité à cet effet. Il en est ainsi notamment en France avec le CFC qui est l'organisme agréé en la matière.

## La finance durable, nouvel enjeu de la compétition économique mondiale

Par **Guillaume Cravero** et **Patricia Crifo**

**Guillaume Cravero** est conseiller-expert en relations gouvernementales et développement durable.

**Patricia Crifo** est professeur d'économie à l'École polytechnique.

Les sommes investies dans la finance durable – ou Investissement socialement responsable (ISR) – ne cessent de croître. Elles devraient permettre de financer la transition énergétique nécessaire à l'atténuation des effets du changement climatique. Toutefois, son développement suit des modèles différents selon les régions du monde et la bataille des normes extra-financières fait rage. Un véritable schisme dans la finance internationale ne peut être exclu à défaut de leadership et de coopération.

**politique** étrangère

La 26<sup>e</sup> Conférence des Parties (COP26) aura lieu à Glasgow du 1<sup>er</sup> au 12 novembre 2021. Les investisseurs seront-ils disposés à mobiliser des moyens inédits pour accélérer le financement d'entreprises, de projets et de solutions plus vertueux, en s'alignant sur les objectifs de l'accord de Paris ? La crise des *subprimes* et des dettes souveraines de la zone euro avait initié le développement d'une finance se voulant plus responsable. Mais la concomitance de l'urgence climatique et de la pandémie de Covid-19 marque une nouvelle étape dans l'indispensable engagement sociétal des acteurs financiers.

La finance durable ou responsable « cherche à concilier l'efficacité de l'économie, la protection des clients et l'intérêt général. Elle vise à réduire l'instabilité du système financier tout en intégrant dans ses choix des critères sociaux, sociétaux et environnementaux<sup>1</sup> ». Le projet est ambitieux.

1. *ABC de l'économie*, Banque de France, 2021, disponible sur : [abc-economie.banque-france.fr](http://abc-economie.banque-france.fr).

Le modèle de développement actuel, hérité du XX<sup>e</sup> siècle, a montré qu'il était doublement insoutenable. Responsable des excès d'émissions de gaz à effet de serre (GES) dérégulant le climat, il est également marqué par une augmentation spectaculaire des inégalités de revenus, une instabilité économique et de multiples crises, dont les plus récentes sont comparables aux grandes crises du XX<sup>e</sup> siècle par leur universalité<sup>2</sup>, c'est-à-dire leur propension à toucher un très grand nombre de pays et toutes les catégories sociales de manière inégale dans ces pays.

La finance durable ou responsable suscite autant d'espoir que de scepticisme. Alors que l'épargne des ménages est en forte hausse depuis la crise sanitaire du Covid-19 et qu'une demande existe pour financer la transition écologique, le marché de l'Investissement socialement responsable (ISR), très prisé des professionnels, ne rencontre toutefois pas le succès escompté auprès des particuliers. Cela s'explique notamment par son manque de lisibilité et une fragmentation de ses promesses entre de multiples labels nationaux<sup>3</sup>. Et pourtant, les places financières se concurrencent désormais sur leur capacité à intégrer les critères extra-financiers pour que leurs décisions aient un impact sur la lutte contre le changement climatique<sup>4</sup>. Pour les acteurs de la finance, ces enjeux passent par la définition de normes et standards internationaux.

Réduire les inégalités, créer plus de confiance dans les institutions, rééquilibrer les arbitrages entre court et long termes, organiser des processus de décision qui intègrent toutes les parties prenantes, assurer la transition vers une économie zéro carbone : ces processus contribuent à l'émergence d'une nouvelle dynamique géopolitique entre grands pôles économiques et industriels. L'Union européenne (UE) y fait figure de leader, mais sa capacité d'action reste limitée face au retour des États-Unis sur la scène internationale et une Chine qui développerait une approche moins conventionnelle.

Cela participe également de la réforme du capitalisme. Sa doctrine, souvent considérée comme unilatérale, se trouve bousculée à la fois par la bataille des standards concernant la finance durable et la comptabilité

2. R. Romi, S. Brameret, « État, crise et concurrence : lire l'état d'urgence sanitaire dans son contexte historique et culturel », *Revue Lamy de la concurrence*, 2021, p. 4-6.

3. P. Crifo, R. Durand et J.-P. Gond, « Le rôle des labels dans la finance verte : construction et régulation d'un marché des labels en France », *Revue d'économie financière*, n° 138, 2020, p. 209-223.

4. A. Holroyd, Y. Kerhoas, M. Provot et M. Sauvaget, « Choisir une finance verte au service de l'accord de Paris - Évaluation des meilleures pratiques en matière de finance verte et d'organisation des places financières dans l'Union européenne », Rapport pour le ministère de l'Économie et des Finances et le ministère de la Transition écologique, 2020.

extra-financière. Par effet d'entraînement, c'est le rôle même de l'entreprise dans l'économie et la société qui s'en trouve remis en question<sup>5</sup>.

### Montée en puissance, accélération récente de la finance durable

Le terme de finance durable ou responsable renvoie au concept d'ISR que l'on peut définir comme « un placement qui vise à concilier performance économique et impact social et environnemental, en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable [...]. En influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, l'ISR favorise une économie responsable<sup>6</sup> ». Cet ISR prend des formes passives (simplement par des choix d'investissement particuliers) ou plus actives (par de « l'engagement actionnarial »).

Au niveau mondial, alors qu'1 dollar sur 9 était investi dans l'investissement responsable en 2012, on est passé à 1 sur 5 en 2015<sup>7</sup>. Dix ans plus tard, les investissements intégrant au moins un des critères extra-financiers environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) seraient en passe de dépasser les 53 000 milliards de dollars d'ici 2025, ce qui représente plus d'un tiers des 140 500 milliards de dollars d'actifs totaux sous gestion prévus<sup>8</sup>.

En Europe, la moitié des actifs sous gestion sont dirigés vers des fonds ESG, totalisant 120 milliards d'euros au premier trimestre 2021, soit une progression de 18 % sur un an<sup>9</sup>. Aux États-Unis, fin 2019, 1 dollar sur 3 sous gestion professionnelle – 17 100 milliards – était géré selon des stratégies d'investissement durable<sup>10</sup>. En France, fin 2019, l'encours ISR s'établit à 1 861 milliards d'euros, soit 45 % des encours sous gestion<sup>11</sup>. Depuis 2017, La France est également devenue la troisième place financière mondiale, après les États-Unis et la Chine, en matière d'obligations vertes (27 milliards d'euros, pour un total mondial de 230 milliards d'euros)<sup>12</sup>.

5. V. Hunt, B. Simpson, et Y. Yamada, « The Case for Stakeholder Capitalism », McKinsey & Company, novembre 2020, disponible sur : [www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com).

6. Association française de la gestion financière – Forum pour l'investissement responsable, juillet 2013, disponible sur : [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr).

7. « Sustainable Reality: Understanding the Performance of Sustainable Investment Strategies », Morgan Stanley, Institute for Sustainable Investing, 2015.

8. « ESG Assets May Hit \$53 Trillions by 2025, a Third of Global AUM », Bloomberg Intelligence, 2021, disponible sur : [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com).

9. « European Sustainable Fund Flows: Q1 2021 in Review Half of New Money Goes into ESG Funds. », Morningstar Manager Research, avril 2021, disponible sur : [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com).

10. *Report on US Sustainable and Impact Investing Trends*, 13<sup>e</sup> édition, Forum for Sustainable and Responsible Investment, novembre 2020.

11. « La gestion Investissement Responsable – Données d'enquête à fin 2019 », Association Française de la Gestion financière, 2020, disponible sur : [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr).

12. A. Garans, B. Javaux, B. Machabert, « Finance durable – État des lieux et perspectives du marché français », *Transitions, les nouvelles annales des Ponts et chaussées*, École des Ponts ParisTech, 2021, p. 22-27.

## La France est la troisième place financière en matière d'obligations vertes

Pourtant, les particuliers semblent peu convaincus par le développement de cette finance responsable. Dans l'enquête réalisée par l'Autorité des marchés financiers (AMF) et Audirep en France en 2019, plus de 7 répondants sur 10 pensent qu'il est important pour les établissements financiers de prendre en compte les enjeux du développement durable, mais seuls un quart considèrent que ces établissements le font suffisamment. Plusieurs raisons sont avancées pour expliquer ce déficit de popularité : d'une part, les produits financiers responsables sont encore peu connus du grand public, d'autre part l'information disponible sur ces placements est trop faible<sup>13</sup>. Mais le contexte de crise est venu jeter une lumière nouvelle sur ces enjeux et pousse désormais à mettre la finance au service de l'accord de Paris.

### L'enjeu géopolitique de l'homogénéisation réglementaire

Les enjeux stratégiques de la réglementation en matière de finance durable se sont cristallisés autour de la communication extra-financière des entreprises et des investisseurs. En France, plusieurs lois (NRE 2001, Grenelle II 2010, transition énergétique et croissance verte de 2015, énergie climat de 2020) ont progressivement imposé des obligations de *reporting* extra-financier, d'abord aux entreprises cotées, puis aux entreprises non cotées d'une certaine taille et enfin aux investisseurs. Cela a contribué à l'essor du marché de l'ISR en alimentant le besoin d'information d'investisseurs institutionnels, un besoin renforcé par les engagements pris à intégrer les questions liées au climat dans leurs politiques d'investissement après la signature de l'accord de Paris.

L'UE dispose également d'une directive sur le *reporting* non-financier (*Non-Financial Reporting Directive* - NFRD) depuis 2014, instituant des obligations de publication d'informations relatives à la protection de l'environnement, à la responsabilité sociale et à la diversité, s'appliquant aux entreprises de plus de 500 salariés. La Commission européenne a entrepris de réviser la NFRD dans l'intention d'homogénéiser les informations communiquées relevant des critères ESG, de favoriser un processus de *reporting* mieux contrôlé (*via* des audits) et transparent, avec une mise à disposition publique des données. La proposition de directive sur le *reporting* durable des entreprises, dite *Corporate Sustainable Reporting Directive*

13. « Finance durable, placements responsables – État des lieux des perceptions des Français », Autorité des marchés financiers & Audirep, septembre 2019.

(CSRD), rendue publique en avril 2021, devrait s'appliquer à 50 000 entreprises de l'UE d'ici à 2023, contre environ 11 700 actuellement sous la NFRD.

Par ailleurs, la Commission européenne a publié en juillet 2021 sa nouvelle stratégie de finance durable, visant à mettre en œuvre le Pacte vert pour l'Europe, intitulée *Fit for 55*<sup>14</sup> en référence à l'objectif de réduction des GES de 55 % d'ici à 2030, dont l'objectif est de renforcer la mobilisation des acteurs financiers en étendant le champ de la taxonomie des activités vertes et en s'attaquant aux risques pesant sur la stabilité financière<sup>15</sup>.

Un cadre de référence international pour ce *reporting* existe également, sous l'impulsion de la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), présidée par Michael Bloomberg. Ce groupe de travail a été nommé en 2015 par le Conseil de stabilité financière, un groupement économique créé par le G20 afin d'élaborer des informations cohérentes sur les risques financiers liés au climat que les entreprises, les banques et les investisseurs pourront utiliser pour fournir des informations aux parties prenantes. Les recommandations émises par ce groupe de travail en 2017 font désormais partie des cadres contraignants volontaires qui ont fait leurs preuves en matière de *reporting* climat dans le secteur financier. En mars 2021, plus de 2 000 entreprises représentant une capitalisation boursière de 19 800 milliards de dollars étaient enregistrées comme soutenant officiellement les recommandations du TCFD<sup>16</sup>.

### **La finance durable, nouvelle *Realpolitik* pour les entreprises et les investisseurs**

Ce mouvement global de renforcement des obligations de *reporting* extra-financier peut avoir une réelle incidence en termes de gouvernance d'entreprise et d'équilibres internes. L'autorité historique de l'actionnaire dans les processus de prise de décisions et dans l'élaboration de la stratégie à court, moyen et long termes est remise en cause par la pression pour tenir compte de l'impact environnemental et social. Cette pression provient à la fois des parties prenantes externes (acteurs publics, organisations non gouvernementales [ONG], etc.) et internes, tels que les représentants des salariés et syndicats, qui trouvent une chambre d'écho sur les

14. « European Green Deal: Commission Proposes Transformation of EU Economy and Society to Meet Climate Ambitions », Commission européenne, juillet 2021, disponible sur : [ec.europa.eu](https://ec.europa.eu).

15. P. Fricot, « Climat : la Commission européenne livre son plan de bataille », *Novethic essentiel*, 15 juillet 2021, disponible sur : [www.novethic.fr](https://www.novethic.fr).

16. « TCFD public consultation », Task Force on Climate-related Financial Disclosures, juin-juillet 2021, disponible sur : [www.fsb-tcfd.org](https://www.fsb-tcfd.org).

réseaux sociaux. Ces changements de paramètres, dans la relation des entreprises avec leur écosystème et en matière de gouvernance, favorisent l'émergence d'une nouvelle *Realpolitik*, c'est-à-dire une doctrine basée sur le pragmatisme et le réalisme, pour les entreprises, les investisseurs et le secteur de la finance dans son ensemble.

### La finance verte était déjà un sujet clé à l'issue de la crise de 2008

Pour autant, ces évolutions ne sont pas récentes. La récurrence des crises financières des années 1990 et 2000 avait déjà initié la remise en cause du modèle de gouvernance dit « actionnarial » – axé sur la création de valeur pour l'actionnaire – et de ses dérivées spéculatives. La montée en puissance des enjeux de développement durable dans la deuxième moitié des années 1990 a ainsi poussé entreprises et investisseurs à prendre en compte les intérêts des autres parties prenantes de l'entreprise. Cette prise en compte a modifié le modèle conventionnel de gouvernance, donnant un rôle clé à la notion de responsabilité sociale et environnementale. La pression réglementaire en matière de *reporting* extra-financier, depuis les années 2000, visait à regagner la confiance et la légitimité des acteurs. Elle a favorisé le développement d'un modèle de gouvernance partenarial, en réponse aux pressions de la société civile et conjointement à l'accroissement du poids des actionnaires socialement responsables<sup>17</sup>.

Mais ce mouvement d'évolution de la gouvernance des entreprises s'inscrit dans une logique géopolitique plus large, à l'œuvre depuis les années 2000. Le rôle de la finance verte ou durable était déjà un sujet clé à l'issue de la crise de 2008. La croissance verte était, dès 2009, une promesse de nombreux plans de relance à l'échelle mondiale. Se fondant sur la planification, la Chine organisait un tournant vert en imprimant un volontarisme économique à la fois nouveau et massif. Aux États-Unis, la *Green Recovery* témoignait d'une volonté affirmée de ne pas laisser à d'autres le leadership mondial sur les technologies vertes. En Europe, longtemps en avance, la France avait engagé avant la crise de 2008 la transition écologique de son économie. C'est une véritable politique industrielle verte pour faire face à la nouvelle concurrence internationale qu'elle a voulu impulser avec son plan de relance vert de 2009. L'Allemagne, avec un plan de relance centré sur le bâtiment, avait axé sa communication sur l'énergie et les bénéfices économiques réalisés.

17. P. Crifo, A. Rebérioux, « Le gouvernement d'entreprise - nouveaux enjeux », Introduction au numéro spécial de la *Revue d'économie financière*, n° 130, 2018, p. 9-18.

Aujourd'hui le plan de relance vert, la taxonomie et la stratégie finance durable de l'UE sont à nouveau conçus comme des outils de leadership environnemental à l'échelle mondiale. Le Plan d'action pour le financement de la croissance durable de la Commission européenne comprend de nombreux outils : un écolabel pour les produits financiers ; l'élaboration d'un standard européen d'obligation verte ; un règlement *Disclosure* sur le *reporting* extra-financier des acteurs de marché ; la clarification des devoirs des conseillers bancaires en matière d'intégration des critères ESG et l'intégration de la durabilité dans les exigences prudentielles des banques et des assureurs. Enfin, la taxonomie européenne des activités économiques durables a vocation à constituer le langage commun du verdissement du secteur financier susceptible de renforcer la puissance normative de l'UE. Ainsi ces enjeux sont-ils désormais au cœur des travaux du G20 et de son Conseil de stabilité financière, mais aussi des Nations unies<sup>18</sup>.

### Des modèles régionaux très hétérogènes

Le modèle continental européen, développé autour de l'économie sociale de marché, influence l'évolution du secteur de la finance, en particulier sur les obligations en matière de *reporting* extra-financier. L'enjeu est de taille pour l'UE qui place la réglementation au cœur de son dispositif sur la finance climat, considérant que les actions volontaires n'ont une efficacité que partielle et surtout limitée dans le temps. Dans ce modèle, l'approche orientée vers les parties prenantes prévaut.

De son côté, le modèle anglo-saxon, défini par la primauté de l'actionnaire, n'en finit pas de débattre sur le rôle des entreprises vis-à-vis des parties prenantes. En dépit de la récente déclaration des chefs d'entreprise de la *Business Roundtable* sur une mission de l'entreprise plus inclusive<sup>19</sup>, il est possible que l'approche anglo-saxonne n'évolue guère vers ce que d'aucuns considèrent comme une « européanisation » du modèle de l'entreprise. Des différences importantes subsistent au plan culturel, notamment liées aux normes sociales ou, par exemple, à la place des représentants des salariés dans les organes de décision.

Enfin, l'approche chinoise se repositionne avec un système mixte, estimant que le modèle occidental, considéré comme trop inclusif, peut favoriser les tensions. En voulant s'éloigner des entreprises d'État jugées trop

18. P. Deschryver, C. Gardes, T. Maret, C. Pelegrin, « Accélérer la transition énergétique : le rôle de la finance verte et ses enjeux pour l'Europe », *Études de l'Ifrri*, Ifrri, avril 2020.

19. Déclaration disponible sur : [opportunity.businessroundtable.org](http://opportunity.businessroundtable.org).

grandes et bureaucratiques, la Chine ouvre une nouvelle voie enchevêtrant propriété privée et propriété d'État grâce à un modèle d'« isomorphisme coercitif », notamment dans le domaine environnemental<sup>20</sup>. Cette troisième voie d'évolution du modèle de l'entreprise pourrait convenir à de nombreux partenaires internationaux, et en particulier aux pays émergents.

### Une coopération politique et technique nécessaire

Au niveau politique, les ministres des Finances du G7 se sont accordés en juin 2021 sur les dispositions visant à accélérer le verdissement du système financier. Ils s'appuient sur les recommandations de la TCFD et incitent les entreprises à effectuer un *reporting* harmonisé de l'impact de leurs activités sur le climat. Ils ont également salué la création d'un nouveau mécanisme de *reporting* basé, cette fois, sur l'impact des activités des entreprises sur la biodiversité.

Il s'agit là d'un résultat important pour le Royaume-Uni, qui accueille la COP26. La diplomatie britannique en matière de finance climat est emmenée par Mark Carney, ancien gouverneur de la Banque du Canada et de la Banque d'Angleterre, par ailleurs conseiller spécial du Premier ministre Boris Johnson, responsable de *l'impact investing* dans la société canadienne de gestion d'actifs Brookfield Asset Management et envoyé spécial des Nations unies pour le financement de l'action climatique. Son engagement a été déterminant pour soutenir le développement de la finance durable, et il reste l'un des acteurs les plus influents pour accompagner les décisions politiques à venir, notamment autour de la contribution du secteur de la finance pour atteindre la neutralité carbone.

La finance verte figure également parmi les priorités de la filière « finance » de la présidence italienne du G20, dont le sommet des chefs d'État et de gouvernement se tiendra à Rome en octobre 2021. L'Italie a réactivé un groupe d'étude sur la finance durable, désormais élevé au rang de groupe de travail par les ministres des Finances, lui conférant ainsi un statut permanent. Ce groupe de travail, co-présidé par les États-Unis et la Chine, a déjà mis en évidence des dissensions sur la nécessité d'un cadre international harmonisé de régulation financière. Néanmoins, le communiqué de la réunion de Venise<sup>21</sup> du G20 Finance Ministers and Central Bank Governors (FMCBG) des 9 et 10 juillet 2021, ouvre la voie à

20. H. Situ, C. A. Tilt, P. S. Seet, « The Influence of the Government on Corporate Environmental Reporting in China: an Authoritarian Capitalism Perspective », *Business & Society*, vol. 59, n° 8, juillet 2018, p. 1589-1629.

21. « Third G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting under the Italian Presidency », G20, juillet 2021, disponible sur : [www.g20.org](http://www.g20.org).

une coopération multilatérale renforcée sur la finance durable. La position de l'administration Biden, emmenée par Janet Yellen, secrétaire au Trésor américain, sera cruciale pour de futurs accords. Mais il se peut que la position américaine se limite à la création d'opportunités de marché, notamment dans la *green tech*, les énergies renouvelables, les infrastructures et la mise en place d'incitations fiscales pour les entreprises, plutôt que d'avancer sur des standards contraignants au niveau international. John Kerry, l'envoyé spécial de Joe Biden pour le climat, aura lui aussi un rôle clé pour positionner les États-Unis en leader de la transition.

Au niveau technique, plusieurs mécanismes d'engagement visent à faire progresser le sujet et la recherche. En avril 2019, à l'occasion des Réunions de printemps du groupe de la Banque mondiale et du Fonds monétaire international, les gouvernements de 26 pays ont lancé une coalition des ministres des Finances pour l'action climatique. Ce groupe promeut six principes dits « d'Helsinki », visant à renforcer le partage de bonnes pratiques en matière d'actions climatiques nationales, notamment des outils de politique budgétaire et de gestion des finances publiques. Dans son programme de travail, la Coalition s'est notamment engagée à produire un document examinant les caractéristiques de diverses approches de modélisation des risques financiers liés au climat et leur applicabilité pour les ministères des Finances. Ce rapport devrait influencer les délibérations dans le cadre des instances multilatérales, du G20 et de la COP26.

Autre initiative notable : le Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (NGFS) a été créé à l'occasion du One Planet Summit de 2017 à Paris. Ce réseau cherche à sortir des considérations strictement financières pour aboutir à une approche commune de la protection contre les risques liés au changement climatique sur leur portefeuille. La Réserve fédérale des États-Unis et la Banque centrale européenne (BCE) en sont devenues membres permanents en 2020. La BCE vient de lancer un Centre sur le changement climatique pour aider à l'orientation de son programme climatique interne. Cela laisse présager l'intensification de la trajectoire de décarbonation de la BCE. Ses décisions influenceront sans doute l'ensemble du système financier de la zone euro, notamment la réalisation d'analyses de scénarios et de tests de la capacité de résistance du secteur financier face au changement climatique (*stress tests*).

### **La bataille des normes comptables internationales**

Avec l'émergence d'un cadre unifié et global à l'échelle des États, la normalisation de l'information extra-financière devient le nouvel enjeu du

## Le marché de la notation extra-financière s'est recomposé

leadership géopolitique sur la finance durable. L'information extra-financière des entreprises se caractérise en effet par un morcellement réglementaire, issu d'une diversité d'approches des États en matière de gouvernance des entreprises et de responsabilité des dirigeants, dans des cadres socio-économiques distincts<sup>22</sup>. La Commission européenne a ainsi missionné l'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), institution chargée d'homologuer les normes comptables, pour émettre des propositions quant à l'évolution de la réglementation européenne sur la publication des informations extra-financières. Cette mission a été confiée à Patrick de Cambourg, président de l'Autorité des normes comptables (ANC) et auteur d'un rapport pour le ministère de l'Économie et des Finances français en 2019, recommandant que l'Europe soit « la terre d'élection de l'information extra-financière ».

En parallèle, des acteurs privés appuyés par de grands investisseurs comme BlackRock ou des fournisseurs de données tel Bloomberg, majoritairement américains et positionnés comme des normalisateurs internationaux en matière de comptabilité ESG, ou des ONG<sup>23</sup>, ont décidé d'unir leurs forces et de travailler à un système global de *reporting* complet.

Cet enjeu de leadership était déjà visible sur le marché de la notation extra-financière, dont le paysage s'est recomposé ces dernières années. Ce marché est aujourd'hui dominé par les acteurs américains MSCI, ISS et Sustainalytics, alliés à Morningstar après leur rachat des pionniers européens<sup>24</sup>. L'exemple emblématique de ces rachats a été l'arrivée de l'américain Moody's au capital de Vigeo Eiris, leader européen historique de la notation extra-financière, dirigé depuis 2002 par Nicole Notat, ancienne secrétaire générale de la Confédération française démocratique du travail (CFDT) et présidente du comité du label public français ISR.

Cette bataille pour le leadership du référentiel comptable renvoie à une opposition ancienne sur la définition même de l'extra-financier et de la Responsabilité sociale et environnementale (RSE). La notion de RSE est fondamentalement ambivalente car elle a trait à deux dimensions de la

22. P. de Cambourg, C. Gardes, « La donnée extra-financière comme pré-requis au développement d'une finance durable », *Revue d'économie financière*, n° 138, 2020, p. 193-208.

23. Le *Carbon Disclosure Project* (CDP), le *Carbon Disclosure Standards Board* (CDSB), la *Global Reporting Initiative* (GRI), l'*International Integrated Reporting Council* (IIRC) et le *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB).

24. G. Benoit, « Notation extra-financière : un marché de plus en plus dominé par les Américains », *Les Échos*, 16 avril 2019.

responsabilité – rendre des comptes et s’engager – qui découlent de la différence en anglais entre *accountability* et *responsibility*. Elle a donné lieu à deux visions distinctes : la RSE comme obligation contraignante (conception plutôt latine et européenne) et la RSE comme engagement volontaire (conception plutôt anglo-saxonne)<sup>25</sup>.

La Commission européenne a su ménager ces deux conceptions en définissant la RSE ainsi : « Être socialement responsable signifie non seulement satisfaire pleinement aux obligations juridiques applicables mais aller au-delà et investir davantage dans le capital humain, l’environnement et les relations avec les parties prenantes, cela suppose l’intégration volontaire par les entreprises de préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales et leurs relations avec les parties prenantes. L’expérience acquise avec l’investissement dans des technologies et pratiques commerciales écologiquement responsables suggère qu’en allant plus loin que le respect de la législation, les entreprises peuvent accroître leur compétitivité et avoir des retombées directes sur la productivité.<sup>26</sup> » On voit ainsi poindre, dès 2001, la notion de double matérialité, extra-financière et financière, au cœur des débats actuels sur la normalisation de l’information extra-financière.

La concurrence entre Européens et Américains autour de la définition de ces standards de *reporting* extra-financiers suggère une forme de « retour de la géopolitique ». Cette expression est utilisée pour décrire un mouvement d’éloignement d’un ordre mondial fondé sur la coopération multilatérale, les institutions internationales et la libéralisation économique, au profit de l’affirmation des intérêts nationaux et de la concurrence entre les nations.

### La pierre angulaire de la réforme du capitalisme ?

Le modèle de développement durable est intrinsèquement lié au modèle économique de l’entreprise, au rôle de l’actionnaire, à la place du conseil d’administration et des parties prenantes. Cela implique que l’actionnariat mais également les salariés, au même titre que la société civile et les consommateurs, soient davantage impliqués dans les structures de décision. D’une part, les entreprises et établissements financiers sont poussés par les consommateurs, la société civile et une frange d’acteurs

25. P. Crifo, J.-P. Ponsard, « Greenbusiness ou greenwashing ? La responsabilité sociale et environnementale (RSE) des entreprises », in M. Flam, *L’économie verte*, Paris, Presses Universitaires de France, octobre 2010.

26. *Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises. Livre vert*, Commission européenne, 2001.

de la finance (actionnaires, fonds de pension, investisseurs publics, agences de notation) qui souhaitent plus de transparence sur l'impact environnemental et social. D'autre part, le marché s'ouvre à de nouvelles opportunités : les investisseurs de demain – qui appartiennent à la génération Y – sont plus enclins que les *baby-boomers* à choisir des produits financiers responsables, même si cette tendance s'étend désormais à l'ensemble des générations.

Si la finance durable constitue une opportunité pour résoudre les défis économiques, politiques et sociétaux, son développement est lié à l'émergence de plusieurs formes de capitalisme. Dans leur rapport « L'entreprise, objet d'intérêt collectif », Nicole Notat et Jean-Dominique Senard soulignent que « l'économie européenne s'est illustrée par un caractère "social" et "responsable" [...] dans [un] modèle économique institutionnel et intermédié [où] l'entreprise tient une place importante. À ce modèle [...] est souvent opposé le capitalisme anglo-saxon, désintermédié et financiarisé, qui donne une place plus centrale au rôle du marché, ainsi que le capitalisme autoritaire qui émerge dans certains pays.<sup>27</sup> »

Le rapport « Les grands défis économiques » de juin 2021 de la Commission internationale présidée par Olivier Blanchard et Jean Tirole n'en dit pas moins. Il lie la question des actions à déterminer pour le climat « au rôle joué par le capitalisme, la régulation du marché, les libertés individuelles, les valeurs démocratiques et la croissance économique », en pointant le fait que « les transformations structurelles de notre économie doivent être pensées pour garantir la mise en œuvre des actions prioritaires partout et par tous, avec l'intensité adéquate, aujourd'hui et à l'avenir<sup>28</sup> ».

Au-delà des simples critères ESG, nous sommes en train de basculer vers la création de valeurs intégrant l'ensemble des dimensions de la société et de la planète, avec le concours des parties prenantes. Ainsi, Klaus Schwab, fondateur et président exécutif du Forum économique mondial et de son emblématique réunion annuelle de Davos, souligne que « nous ne pouvons pas continuer avec un système économique guidé par des valeurs égoïstes, telles que la maximisation des profits à court

27. Rapport aux ministres de la Transition écologique et solidaire, de la Justice, de l'Économie et des Finances, et du Travail par N. Notat et J.-D. Senard, « L'entreprise, objet d'intérêt collectif », mars 2018, disponible sur : [www.economie.gouv.fr](http://www.economie.gouv.fr).

28. Rapport de la Commission internationale présidée par O. Blanchard et J. Tirole, « Les grands défis économiques », juin 2021, disponible sur : [www.strategie.gouv.fr](http://www.strategie.gouv.fr).

terme, l'évasion fiscale et réglementaire ou l'externalisation des dommages environnementaux<sup>29</sup> ».

\* \* \*

Nous assistons à l'émergence d'une différenciation régionale croissante des modèles de création de richesse et de gouvernance des entreprises, et ainsi, de manière sous-jacente, à la réforme du capitalisme. Il existe aujourd'hui un risque de schisme dans la finance internationale, certains États mettant l'accent sur le caractère volontaire des critères ESG, d'autres adoptant des législations plus contraignantes.

Diplomatie climatique et diplomatie économique ne peuvent plus être séparées. La finance durable en est la preuve. Le défi pour l'UE est de garder son avance dans ce domaine et de se doter d'une approche plus opérationnelle, structurée autour de la relation entre finance durable, performance économique, environnementale et sociale, à l'appui de données fiables, transparentes et comparables. Il est cependant également question de la capacité de l'UE à accompagner la transition dans des pays partenaires et émergents pour éviter le *statu quo* et un phénomène d'isolement réglementaire. Pour autant, les approches normatives semblent avoir un impact important sur le coût de l'action ou de l'inaction des transformations environnementales et sociales<sup>30</sup>.

La proposition de la Commission européenne relative à un mécanisme d'ajustement des frontières carbone, publiée en juillet 2021<sup>31</sup>, afin de garantir l'intégrité environnementale des politiques de l'UE et d'éviter les fuites de carbone, constituera également un tournant majeur dans le système économique mondial. Ce mécanisme devra être compatible avec les règles de l'Organisation mondiale du commerce. Si cette proposition aboutit, cela contraindra de nombreux secteurs à modifier leurs stratégies industrielles et à repenser leur chaîne d'approvisionnement mondiale. Les investisseurs doivent par ailleurs anticiper les changements en cours à l'aune du dernier rapport de l'Agence internationale de l'énergie (AIE), qui plaide pour l'arrêt de l'exploration gazière et pétrolière. Ce rapport

29. K. Schwab, « The Urgent Case for Stakeholder Capitalism », *Investment Monitor*, mars 2021, disponible sur : [investmentmonitor.ai](https://investmentmonitor.ai).

30. R. Durand, O. Hawn, I. Ioannou, « Willing and Able: a General Model of Organizational Responses to Normative Pressures », *Academy of Management Review*, vol. 4, n° 2, 22 avril 2019.

31. « Carbon Border Adjustment Mechanism », Commission européenne, juillet 2021, disponible sur : [ec.europa.eu](https://ec.europa.eu).

préconise le déploiement massif de l'hydrogène et des énergies renouvelables pour atteindre une trajectoire *Net Zero Emissions* (NZE) d'ici à 2050<sup>32</sup>.

La finance durable peut être un moteur de transformations économiques, environnementales et sociétales, aux niveaux international, régional et local, pour accompagner la transition et la mise en œuvre de l'accord de Paris. Les États doivent désormais s'accorder sur le partage de données harmonisées et comparables pour mieux évaluer les risques liés au climat et évacuer la tentation du *greenwashing*.



---

### Mots clés

Finance durable  
Investissement socialement responsable  
Transition énergétique  
Diplomatie économique

---

32. « Net Zero by 2050 - A Roadmap for the Global Energy Sector », *Flagship report*, Agence internationale de l'énergie, mai 2021, disponible sur : [www.iea.org](http://www.iea.org).