



# LES FONDS DURABLES

Le grand enfumage

Julien Lefournier – Janvier 2026

# TABLE DES MATIÈRES

La finance durable .....	2
Les bases de la gestion d'actifs .....	4
L'éléphant dans la pièce .....	6
La responsabilité fiduciaire : un invariant universel .....	7
À long terme nous sommes tous morts .....	9
Un univers impitoyable .....	11
Aucun impact de l'investisseur .....	13
La dernière carte : l'engagement actionnarial .....	17
Filtrages .....	19
Who cares wins : l'intégration ESG .....	23
Les fonds verts .....	26
L'écroulement de la Bali-vert-na .....	28
Conclusion .....	35

En 2022, selon la Global Sustainable Investment Alliance, [un total de 30.3 trillion USD était géré de manière durable](#), soit environ un actif sur trois ! Malheureusement, tout ce qui est excessif est insignifiant. Des [enquêtes](#) sont régulièrement menées pour montrer une partie de la réalité sous-jacente. Typiquement, le travail d'investigation consiste à soulever le capot des fonds durables et constater qu'une bonne partie sont gorgés de titres financiers du secteur des énergies fossiles. Ce type d'observations est particulièrement approprié pour frapper les esprits des particuliers mais de nombreux fonds changent de nom ou de catégorie, de nouveaux fonds sont créés et on doit [recommencer](#), sans fin.

Certes, pour faire leur choix, les épargnants ne disposent pas de repères rigoureux : les stratégies des fonds durables ne sont pas transparentes, le règlement SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*) qui en propose une catégorisation est lacunaire et épouse le point de vue de leurs promoteurs, leurs noms restent abscons et largement trompeurs.

Mais la lutte contre le greenwashing ne doit pas être qu'une vérification de l'adéquation du nom d'un fonds avec son contenu. Il ne s'agit pas non plus de simples défauts de fabrication dans la manière dont on constitue ces fonds. L'enjeu principal est le greenwashing systémique que constitue en elle-même cette offre de fonds durables : des épargnants ordinaires sont recrutés pour vivre et faire vivre le mensonge d'une finance meilleure, plus utile. Un phénomène qui occasionne finalement une perte de chances, une perte de temps que nous n'avons pas.

Selon le critique littéraire [Peter Brooks](#), "rien au monde n'est plus puissant qu'une bonne histoire. Rien ne peut la stopper, rien ne peut la défaire". Les [récits](#) sont choses communes dans le monde économique et financier. [Equity story](#), qui est un récit financier au service de la valeur d'entreprise, *credit story* qui permet à l'emprunteur de vendre son crédit, etc. **L'intention est toujours de gagner ou de conserver le récepteur de l'histoire en tant qu'investisseur.** Notre objectif n'est donc pas de constituer un bestiaire éphémère de fonds durables, de distribuer de bons et de mauvais points mais d'éclairer les quelques concepts fondamentaux de cette finance durable et de son narratif auto-contradictoire qui posent des questions aujourd'hui à beaucoup d'épargnants.

Nous nous concentrons pour ce faire sur l'offre de fonds durables grand public essentiellement constituée de titres d'entreprises cotés. Cette offre capitalise sur l'appétit du public pour la question de l'impact de la finance mais il ne s'agit pas de "finance à impact" ! (*impact investing* : une finance aux volumes sous gestion anecdotiques qui fera l'objet d'un article séparé). Nous montrons pourquoi et comment le succès quantitatif de cette offre mainstream a vidé de substance l'ambition de la démarche éthique ou écologique et cache un profond décalage entre offre et demande. C'est une victoire du marketing qui répond aux besoins de l'industrie de la gestion d'actifs (les vendeurs) mais pas à ceux des acheteurs qui souhaiteraient avant tout avoir un impact sur l'économie réelle.

# 1. La finance durable

Il n'y a **pas de définition précise et consensuelle de la finance durable**. Dans son guide *l'ABC de l'économie*, la Banque de France (BdF) tente pourtant une définition générale ([La finance durable](#), mars 2025) :

La finance durable désigne l'ensemble des pratiques financières visant à **favoriser l'intérêt de la collectivité sur le long terme**. L'adjectif « durable » provient de la traduction du mot anglais « sustainable » (soutenable).

La finance durable recouvre traditionnellement trois concepts : **la finance solidaire, la finance socialement responsable et la finance verte**.

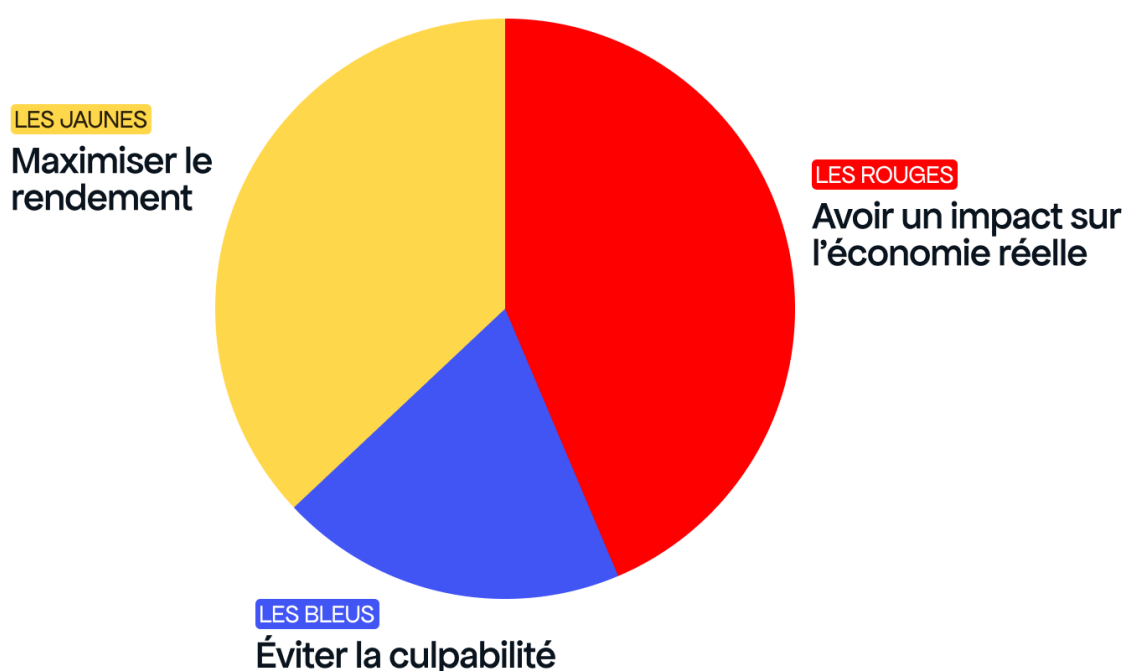
Mais pourquoi et comment la finance peut-elle **favoriser la création d'un monde plus durable pour tous** ? Parce que le secteur financier joue un rôle important dans le financement de l'économie. En effet, les circuits financiers permettent de collecter les capitaux disponibles détenus par les agents économiques ayant une capacité de financement (généralement l'épargne des ménages) pour les mettre à disposition des agents ayant un besoin de financement. Les différents acteurs financiers peuvent donc activement participer à une **meilleure orientation des capitaux disponibles vers le financement d'investissements ayant un impact positif pour la société à moyen et long terme**.

**L'approche renonce d'emblée à toute échelle systémique**. Il ne s'agit pas de rendre l'ensemble du système financier durable. Non, c'est un appel aux bonnes volontés qui ne remet surtout pas en question le fonctionnement du système global dans son ensemble. Ensuite, si on pense en comprendre l'idée générale, **cette définition n'est pas scientifique** car les principaux termes sont tous très subjectifs. En 2026, en France et à l'aune de la situation politique, on sera probablement d'accord pour dire que l'intérêt collectif, ce n'est pas une évidence... Et, si nous élargissons à la population mondiale pour prendre en compte par exemple ceux qui sont particulièrement impactés par le réchauffement climatique, le consensus sera encore moins évident. Il n'y a qu'à observer les résultats des COP pour s'en convaincre. Et *le long terme*, c'est quand exactement ? Dans 5 ans ? Dans 10 ans ? Dans 50 ans ? La BdF elle-même n'est pas très sûre puisque dans le dernier paragraphe, on voit déjà revenir le moyen terme...

Cette définition débouche tout de suite sur un **catalogue de l'offre de fonds durables** : **fonds solidaires, fonds ISR** (investissement socialement responsable) et **fonds verts** ; eux-même éventuellement divisés en sous-catégories selon les stratégies ou les actifs. Compte tenu des volumes, cette offre est le fait des plus grands acteurs de la gestion d'actifs comme BlackRock, Amundi, Fidelity, J.P. Morgan Chase, BNP Paribas Asset Management, Goldman Sachs Asset Management et de sociétés de gestion spécialisées. L'offre de fonds durable est large, confuse, hétérogène voire contradictoire. Pour faire leur choix, les épargnants ne disposent pas de repères rigoureux : les stratégies des fonds ne sont pas transparentes, le règlement SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*) qui

propose une catégorisation des fonds durables est lacunaire et épouse le point de vue des promoteurs (cf. chapitre 12).

Du côté de la demande, une [étude](#) du think tank **2° Investing Initiative** de 2020 recensait **trois objectifs finaux** poursuivis par les épargnants qui se disent intéressés par les produits financiers durables. Par ordre d'importance décroissante : **avoir un impact sur l'économie réelle, optimiser le retour sur investissement et éviter la culpabilité**. Ce dernier objectif (*avoid guilt by association* dans leur texte) revient à éviter d'investir dans une entreprise ayant un impact négatif par exemple sur l'environnement ou controversée, même si cette décision n'affecte finalement pas les activités de cette entreprise.



Pour simplifier, nous appellerons respectivement dans la suite :

- les Rouges, les épargnants qui cherchent à avoir un impact sur l'économie réelle
- les Jaunes, ceux qui optimisent le retour sur investissement
- et les Bleus, ceux qui cherchent à éviter la culpabilité

À l'évidence, les Jaunes (35% des sondés) semblent dans une démarche d'optimisation tout à fait traditionnelle, celle de la gestion d'actifs classique. Immédiatement, on remarque que le paradigme de la BdF ne correspond pas à leurs attentes. En effet, a priori on ne voit pas bien le rapport entre cette **optimisation financière pour soi-même** et **“favoriser la création d'un monde plus durable pour tous”**...

## 2. Les bases de la gestion d'actifs

**La gestion d'actifs est l'activité consistant à allouer une somme d'argent entre différents supports de placement de façon à en optimiser le rendement.** La plupart des particuliers et nombre de grands institutionnels comme les fonds de pension recourent à ces services de sélection de portefeuilles d'actifs et confient ainsi la gestion de tout ou partie de leurs placements à des intermédiaires professionnels, des gestionnaires d'actifs (*asset managers*).

L'objectif : c'est la maximisation du rendement ajusté du risque

Ajusté du risque, ça veut simplement dire que **le niveau de risque est une contrainte qui doit être prise en compte**. Si un gérant d'actifs réalise une performance de +10% avec un portefeuille, il n'est pas forcément "meilleur" que celui qui a réalisé +8% avec le sien sur la même période. Cette simple dimension ne donne aucune information sur le risque pris à travers leurs investissements respectifs. Le premier a finalement fait mieux mais peut-être a-t-il pris un risque que l'investisseur aurait jugé inacceptable s'il l'avait su et compris.

Plus le risque associé à un investissement est grand, plus le rendement espéré devrait être élevé pour le compenser et prendre en compte notre **aversion au risque**. Une grande partie de la complexité des marchés financiers réside dans l'évaluation de ces risques et de ces rendements (y compris leurs corrélations). Une grande variété de modèles sont utilisés pour fournir ces prévisions financières. Elles permettent finalement le choix d'une **allocation d'actifs**, qui évolue plus ou moins dynamiquement dans le temps. Le choix d'une **pondération des actifs** ne reflètent rien d'autre que **des paris de gestion**.

### L'horizon

L'horizon, c'est la période de temps au terme de laquelle la performance du gérant sera évaluée. Il correspond à la fin de période de placement recommandée.

### L'univers investissable

L'univers de placement ou univers investissable, c'est l'ensemble déterminé **ex ante** des actifs dans lesquels le gérant peut investir. **Être ou ne pas être... dans l'univers investissable est une question cruciale de la gestion d'actifs** puisque les chevaux gagnants (et les perdants !) seront éligibles ou non à la sélection. On se rappelle que la grande crise financière de 2007-8 a débuté pour les médias quand [BNP Paribas a gelé quelques-uns de ses fonds monétaires](#) : ils contenaient des produits dérivés des subprimes qui avaient permis de gagner quelques centièmes de pourcentage de rendement supplémentaire en plus... jusqu'à ce que le risque se matérialise (de gagnant à perdant).

## Le benchmark

**La performance du gérant, c'est ce que les investisseurs achètent.** Les fonds publient leurs performances passées et des indicateurs de risque, c'est la guerre des *track records*, même si paradoxalement "les performances passées ne préjugent pas des performances futures"... (et c'est vrai !) La question de l'attribution de la performance est délicate. Pour objectiver les évaluations, les fonds sont jugés par rapport à une référence représentative, un **benchmark**, pour l'univers investissable du portefeuille. Un fonds qui réalise +1% alors que la moyenne des concurrents au même niveau de risque est de -5% fait relativement mieux qu'un fonds qui réalise +4% alors que son benchmark réalise +8%. Le gain résultant des paris spéculatifs est d'autant plus élevé que les prévisions de prix sont proches des réalisations par rapport à son benchmark.

## La diversification

L'**aversion au risque** crée une complication et une opportunité très importante : les placements peuvent s'influencer mutuellement du point de vue du risque global. Une partie des risques sont diversifiables : ils peuvent être annulés grâce à la multiplication des actifs composant le portefeuille. Il s'agit d'une vieille idée, assez intuitive : "on ne met pas tous ses œufs (ou ses chevaux !) dans le même panier" dont la formalisation a tout de même valu à [Harry Markowitz](#) le "prix Nobel" d'économie en 1990. "**Diversification is the only free lunch**" selon ses mots.

## Les gestions active et passive

**Il y a donc gestion d'actifs chaque fois qu'il y a sélection de portefeuilles.** Pour simplifier, dans le cas de la gestion passive, les investisseurs achètent aveuglément "le Marché" souvent à travers un fonds indiciel qui réplique le rendement d'un indice de référence constitué de tous les titres du marché (ou presque). Dans le cas de la gestion active, les investisseurs pensent pouvoir "battre le marché" et sont prêts à payer leurs gérants nettement plus chers pour cela.

Cette dichotomie presque idéologique est profonde mais il ne faut pas la surestimer non plus. Certains investisseurs choisissent la gestion active pour certaines classes d'actifs et la gestion passive pour d'autres, ou bien de gérer activement l'allocation entre les grandes classes d'actifs (actions, obligations, immobilier etc.) et passivement à l'intérieur de chacune des classes. Si **le défi essentiel de la gestion active c'est bien de parier sur les chevaux qui arriveront en tête de la course**, la gestion passive reste aussi d'une certaine manière un pari mais par défaut.

### 3. L'éléphant dans la pièce

**Avoir “un impact positif pour la société”, réparer ou éviter un dommage, c’est un surcoût pour une entreprise.** Ce point fait consensus au niveau de l’économie réelle, du grand patron au plus petit entrepreneur, jusqu’aux consommateurs qui acceptent par exemple de payer un surcoût pour les produits équitables, plus 30 % sur le kilogramme de café pour que les travailleurs puissent vivre décemment de leur travail.

Exemples :

- Geoffroy Roux de Bézieux, président du MEDEF (2022): “Produire plus “vert” est plus onéreux, sinon nous l’aurions fait depuis longtemps. Nous sommes toujours à la recherche d’économies de production. Cela revient plus cher en investissement et en coûts de production. Là aussi, comment repasse-t-on cela dans la chaîne de valeur ? Les Français souhaitent tous consommer plus “vert”, mais ils ne veulent pas en payer le prix. Objectivement, le débat présidentiel, de ce point de vue, a été très mauvais, puisque personne n’a dit la vérité” ;
- Bill Gates dans son livre Climat : Comment éviter un désastre (2021): “Si les gens devaient retenir une seule chose de mon livre: réduire les primes vertes est la chose la plus importante que nous puissions faire pour éviter une catastrophe climatique”. La prime verte de Gates, c’est bien le surcoût de produire vert ([sa mise à jour](#)) ;
- Julia Faure avec 150 autres responsables d’entreprises du textile français constatent que l’engagement environnemental volontaire les défavorise face à la concurrence et demandent une loi obligeant toutes les marques à payer les coûts environnementaux. Ils dénoncent une “prime au vice” dans une [tribune du Monde](#) (2021). Leur prime au vice, c’est bien le surcoût que les pollueurs eux ne payent pas.

En mars 2022, le [rapport Perrier](#), commandé par le ministre des Finances Le Maire, est publié. Dans ce rapport (*Faire de la place financière de Paris une référence pour la transition climatique : un cadre d’actions*) de 137 pages, le mot rentabilité est utilisé seulement 5 fois.

**L’actionnaire-épargnant est l’autre acteur pouvant supporter une part du coût de la transition, par une diminution de la rentabilité du capital.** Il semble en effet logique, à partir du moment où on intègre l’externalité carbone, que cela se traduise par une **moindre rentabilité du capital**. Au total, **si on veut que le coût** de la transition soit réparti de façon à emporter l’engagement et la mobilisation de tous les acteurs, il devra être affecté **au consommateur** (par un signal prix qui modifie les comportements et les usages), **au contribuable** (ce que justifie la mobilisation de tout le pays), **et au détenteur du capital**, car il semble illégitime, en intégrant la nouvelle externalité carbone, de continuer à attendre un ROE ou un TRI de 15 %.



La difficulté actuelle des entreprises **n'est pas de trouver des fonds privés** pour financer leurs projets verts, **mais d'être en mesure que ces projets soient suffisamment rentables** et justifient financièrement les moyens engagés par l'entreprise.

**Cette déclaration devrait se généraliser à tous les coûts à assumer pour transitionner vers une économie durable**, pas seulement ceux de la décarbonation car la durabilité doit prendre en compte la capacité de charge des écosystèmes et garantir une bonne habitabilité de notre planète. **Cette déclaration est bien entendu un vœu pieux** car elle s'oppose frontalement à la **responsabilité fiduciaire**, y compris celle des investisseurs responsables. À part peut-être les fonds solidaires, aucun fonds ne markete une **“diminution de la rentabilité du capital”** pour **“supporter une part du coût de la transition”**.

## 4. La responsabilité fiduciaire : un invariant universel

La responsabilité fiduciaire est l'obligation d'une partie d'**agir dans les meilleurs intérêts d'une autre partie**. C'est une obligation particulièrement structurante en finance. La gestion pour autrui doit se faire dans l'intérêt supérieur du mandant. **Par défaut**, c'est-à-dire à moins que le mandant n'ait **explicitement** donné à son mandataire un autre objectif, il s'agit évidemment de **maximiser la performance financière de ses actifs**. On retrouve cette responsabilité incrustée partout : responsabilité du fonds de pension envers son bénéficiaire, de l'asset manager auquel le fonds de pension donne un mandat de gestion, etc.

Matthieu 6:24 : **“Nul ne peut servir deux maîtres**. Car, ou il haïra l'un, et aimera l'autre ; ou il s'attachera à l'un, et méprisera l'autre. Vous ne pouvez servir Dieu et Mamon”.

Mamon, c'est le dieu de l'argent. Gérer dans l'intérêt financier du seul bénéficiaire exclut de gérer dans l'intérêt de la société dans son ensemble, quoi que cela veuille dire - sauf si la puissance publique fait le nécessaire pour réaligner les intérêts, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui. Cette gestion par défaut **exclut donc un investissement responsable qui serait un investissement fondé sur des critères extra-financiers indépendamment des objectifs de performance financière** et donc de l'intérêt financier de l'investisseur lui-même. Et c'est exactement ce que confirment les investisseurs responsables eux-mêmes. En 2019, PGGM, un gestionnaire de fonds de pension, explicite son point de vue dans la [Revue de Stabilité Financière](#) de la BdF (p.75) :

- **la zone verte est la zone responsable**. Les investisseurs de cette zone font de leur mieux pour contribuer à un monde plus durable, **à condition que ce ne soit pas au détriment de la performance attendue par leurs bénéficiaires**. Dans cette zone, l'idée est de contribuer au rendement sociétal **aussi longtemps que cela n'affecte pas le rendement financier individuel**. Dans cette zone, les investisseurs considèrent que contribuer au développement durable dans le cadre de leur mandat est l'une de leurs motivations intrinsèques ;
- **la zone rouge : dans cette zone, la contribution au bien collectif se fait en sacrifiant une partie du bien individuel**. Cela se traduirait par une réduction de la pension de retraite des bénéficiaires afin de contribuer à un monde durable. C'est la

zone de la tragédie des biens communs et de la tragédie de l'horizon, pour reprendre l'expression de Mark Carney. **Cette option ne relève pas du mandat des gestionnaires de fonds de pension.**

PGGM nous explique que le mandat d'un gestionnaire de fonds va à contresens de ce qui serait nécessaire car c'est précisément en investissant dans la zone rouge, dans les biens communs, qu'on éviterait la tragédie... PGGM confirme ainsi son impuissance : les incitations produites par le système et la fameuse préférence pour la soutenabilité des investisseurs durables **toujours subordonnée de fait à la performance financière est vidée de toute substance**. "Si on veut que le coût de la transition soit réparti..." eh bien, les investisseurs responsables ne veulent pas prendre leur part du surcoût vert ou social. Et ils le disent, "l'idée [est] de contribuer au rendement sociétal aussi longtemps que cela n'affecte pas le rendement financier individuel", mais pour zéro, en général on n'obtient pas grand-chose...

Sur ce point, la BdF est moins transparente que PGGM : "La finance socialement responsable repose donc sur une épargne investie sur des projets qui concilient **conjointement, d'une part, la performance financière, d'autre part**, le respect de l'environnement, la considération et le bien-être des salariés, enfin les bonnes pratiques de gouvernance". **Conjointement** ? C'est-à-dire ? Cette confusion est fréquente chez les promoteurs de la finance durable. Elle a même fini par coûter à BlackRock, le géant mondial de la gestion d'actifs. Ainsi, Dalia Blass, représentante de BlackRock [auditionnée](#) le 15 décembre 2022 par le Texas Senate Committee of States Affairs, a été soumise à l'humiliante logique du sénateur Hall : "[Vous nous avez dit plus tôt que votre objectif était de maximiser les investissements \(...\) Maintenant, vous nous dites que votre objectif est le zéro émission carbone. Lequel des deux retenir ?](#)" L'émissaire de BlackRock n'a pu que confirmer l'évidence : la responsabilité fiduciaire aka **la maximisation du rendement ajusté du risque est bien l'invariant absolu de la profession**.

La gestion d'actifs est un marché de masse aux procédés standardisés, les solutions retenues doivent permettre des économies d'échelle et l'avènement d'un asset-management de type *low-cost*. S'agissant de **fonds de placement collectif**, le gérant fait donc la cuisine pour une armée et il ne vous demandera pas si vous préférez plutôt ceci ou cela. Les produits que vous trouverez sur étagère doivent donc intégrer cette responsabilité fiduciaire par défaut. À moins que le mandat n'ait **explicitement autorisé autre chose**, l'industrie de la gestion **répond à l'exigence des épargnants jaunes**, sans quoi le produit serait invendable.

## 5. À long terme nous sommes tous morts

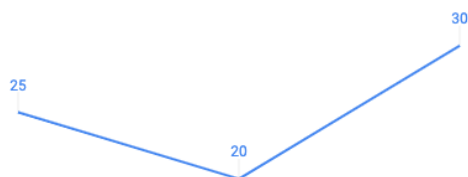
Le premier paramètre de gestion est l'horizon de placement. On peut l'évacuer rapidement : **les fonds durables ne présentent aucune différence significative en termes d'horizon par rapport aux autres.** C'est facile à vérifier dans leur documentation. C'est même vrai jusqu'à l'absurde car **de nombreux fonds monétaires (horizon inférieur à 1 an) ont été étiquetés ISR** pour gonfler artificiellement les chiffres de la gestion ISR. Ce sont des outils d'épargne à court terme, principalement utilisés pour gérer les flux de trésorerie... On est bien loin du long terme...

La raison ? C'est qu'à long terme, nous serons tous morts ! Cette phrase de Keynes est assez connue : **"But this long run is a misleading guide to current affairs. In the long run we are all dead.** Economists set themselves too easy, too useless a task if in tempestuous seasons they can only tell us that when the storm is long past the ocean is flat again"

(Mais ce long terme est un guide trompeur pour la conduite des affaires présentes. À long terme, nous sommes tous morts. Les économistes se fixent une tâche trop simple, trop vaine, s'ils se bornent dans les périodes orageuses à nous dire que, lorsque la tempête sera depuis longtemps terminée, la mer redeviendra plate) (*A Tract on Monetary Reform* - 1923).

Keynes en donne une version plus adaptée encore à notre sujet dans son livre *General Theory of Employment, Interest and Money* (1936, chapitre 12) :

Peut-être a-t-on supposé que la concurrence entre les professionnels compétents, doués d'un jugement plus sûr et de connaissances plus étendues que la moyenne des capitalistes privés, corrigerait les fantaisies des individus ignorants livrés à leurs propres lumières. Or il se trouve que **l'activité et l'habileté des spéculateurs professionnels et des spécialistes du placement s'emploient surtout ailleurs.** En fait, la plupart d'entre eux **se soucient beaucoup moins de faire à long terme des prévisions serrées du rendement** escompté d'un investissement au cours de son existence entière que de deviner peu de temps avant le grand public les changements futurs de la base conventionnelle d'évaluation. Ils se préoccupent **non de la valeur réelle d'un investissement** pour un homme qui l'acquiert afin de le mettre en portefeuille, **mais de la valeur que**, sous l'influence de la psychologie collective, **le marché lui attribuera trois mois ou un an plus tard.** Et **cette attitude ne résulte pas d'une légèreté d'esprit particulière, elle est la conséquence inévitable de l'organisation d'un marché financier suivant le principe** que nous avons indiqué. **Il serait absurde en effet de payer 25 pour un investissement dont on juge que la valeur correspondant au rendement escompté est 30, si l'on estime aussi que 3 mois plus tard le marché l'évaluera à 20.**



Ce que Keynes explique avec simplicité, c'est que si votre modèle de prix dit qu'une action qui vaut 25 aujourd'hui vaudra 30 "à long terme" mais aussi 20 dans trois mois, jamais vous ne l'achèterez aujourd'hui (perte à court terme de 5, puis profit à long terme de 5), responsabilité fiduciaire oblige. Vous attendrez évidemment 3 mois pour l'acheter à 20 (profit de 10). Mieux encore, si les règles du fonds le permettent, vous la vendrez aujourd'hui à 25, pour la racheter ensuite deux fois à 20, une fois pour annuler la position courte, une fois pour créer une position longue (profit 15).

La réalité est encore plus rude car **en finance on actualise les flux, ce qui leur fait perdre beaucoup de valeur dans le futur** - on parle de **discounted cash flows**. Si le marché se rallie au point de vue de l'investisseur de Keynes dans un an, il pourra revendre l'action avec un bénéfice annuel de 20 %. Si, au contraire, le marché met vingt ans ("à long terme") à réévaluer cet actif, il n'ajoute pas même 1 % au rendement annuel de chacune de ces vingt années.

**Le long terme des financiers est en réalité un court terme qui roule d'une période à l'autre.** Même les fonds de pension ne sont pas vraiment des investisseurs si différents des autres. Il ne faut pas confondre la maturité de leurs passifs avec celle de leurs actifs. D'ailleurs, plus de 90 % des gérants de ces fonds de pension disent **examiner au moins annuellement la performance des gestionnaires** auxquels ils confient de l'argent. Ces sous-traitants peuvent perdre leur mandat pour une différence de rendement de quelques dixièmes de point de pourcentage. 0,5 % semble une petite différence pour vous mais appliquée à des milliards ou des centaines de milliards, cette différence représente beaucoup d'argent. Sur 500 milliards, ce serait 250 millions. Un manque à gagner qui réduirait la valeur de la pension de retraite des bénéficiaires.

Il ne faut pas confondre non plus un horizon de gestion de 5 ans avec le fait de détenir les actifs en portefeuille pendant 5 ans (approche *buy and hold*). Le **taux de rotation du portefeuille** - *portfolio turnover ratio* - d'un fonds moyen, est passé de 15-20 % dans les années 1950-60 à 85-100 % au cours des cinq dernières décennies selon John Bogle (*The Clash of the Cultures: Investment vs. Speculation*, John Wiley & Sons Inc, 2012). Autrement dit, **la durée moyenne de détention d'une action donnée dans le portefeuille d'un fonds est passée de six ans à un an, voire beaucoup moins**. Un changement radical. Cette statistique n'est pratiquement jamais disponible pour un fonds donné et rien n'indique que le turnover des portefeuilles durables soit différent.

L'horizon des financiers se situe entre la milliseconde (trading à haute fréquence) et 7 ans. Rien d'extraordinaire quand on regarde le monde dans lequel les acteurs évoluent. Un mandat présidentiel, c'est 4-5 ans, un business plan c'est 3 ans mais les entreprises cotées sont jugées, trimestre après trimestre. Même le Parti Communisme Chinois planifie à 5 ans... **La finance durable n'apporte rien en termes de duration**. Elle aussi est rémunérée pour prendre des risques dont les acteurs pensent qu'ils ne leur feront probablement pas de mal au portefeuille de leur vivant.

## 6. Un univers impitoyable

Le second paramètre de gestion est l'**univers de placement**. C'est pour nous le point essentiel puisque la quasi-intégralité de l'offre durable consiste finalement en l'utilisation d'une forme ou d'une autre de **filtrage des actifs, basée sur des critères extra-financiers**. Qu'il s'agisse d'une sélection négative (les titres financiers que les épargnants bleus ne voudraient pas acheter) ou positive (ce que les Bleus pourraient préférer) ne change rien.

### Exemple de filtres

- **Exclusion simple** : 1 ou 2 secteurs (historiquement : tabac, armement) ;
- **Best-in-class** : pas d'exclusion sectorielle mais exclusion des entreprises les moins bien classées par rapport à leurs concurrentes du secteur ;
- **Best-in-universe** : exclusion des entreprises les moins bien classées dans l'absolu (cela peut conduire théoriquement à l'élimination de secteurs entiers) ;
- **Fonds thématiques** : choix d'un secteur d'activité bien identifié (par exemple énergies renouvelables, eau etc.). Par extension on peut très bien considérer que les **fonds verts** sont un exemple d'approche thématique où l'impact positif recherché concerne l'environnement. Ils consistent également en une sélection de titres.

### Une contrainte supplémentaire conduit à la sous-efficacité

Un gérant recherche des portefeuilles dits efficaces, ceux qui maximisent l'espérance de rentabilité pour un risque donné (ou minimisent le risque pour une espérance donnée, cela revient au même). Ses anticipations financières étant données, **si on lui impose une réduction de son univers investissable, cela conduit nécessairement à un portefeuille sous-efficace ex ante**.

C'est mathématique : l'ensemble de poids admissibles pour le problème restreint est une sous-famille de celui du problème complet donc il ne peut pas trouver un portefeuille plus performant que celui qu'il aurait pu obtenir en utilisant librement l'univers complet. Par contre, un actif plus rémunérateur qu'il aurait normalement surpondéré par rapport à son benchmark pourrait être exclu de la sélection : il ne peut plus miser sur le cheval gagnant ! Cela peut se produire par exemple avec les actions du secteur pétrolier si elles sont exclues alors qu'elles surperforment en bourse.

Ce raisonnement se généralise à n'importe quelle contrainte qui restreint l'espace des portefeuilles réalisables et augmente le risque minimal pour un même rendement cible. La demande des Bleus pose un problème structurel. C'est bien cela qui va conduire l'industrie de la gestion d'actifs à leur offrir des solutions cosmétiques.

Nicolas Bédu, Caroline Granier, et Christophe Revelli, le disent autrement (*Ecological Money and Finance*, 2023) :

La figure montre la frontière d'efficacité et la position de deux portefeuilles 100 % responsables par rapport à celle-ci. Il montre qu'un portefeuille 100 % responsable n'est pas un « portefeuille efficient » du point de vue de la théorie financière. Parmi les trois portefeuilles disponibles, représentés sur la figure, l'investisseur choisit le portefeuille efficient et abandonne ainsi les deux portefeuilles 100% responsables. Par rapport au portefeuille efficient, le portefeuille 100% responsable à risque équivalent offre un rendement plus faible, tandis que le portefeuille 100% responsable à rendement équivalent est plus risqué.

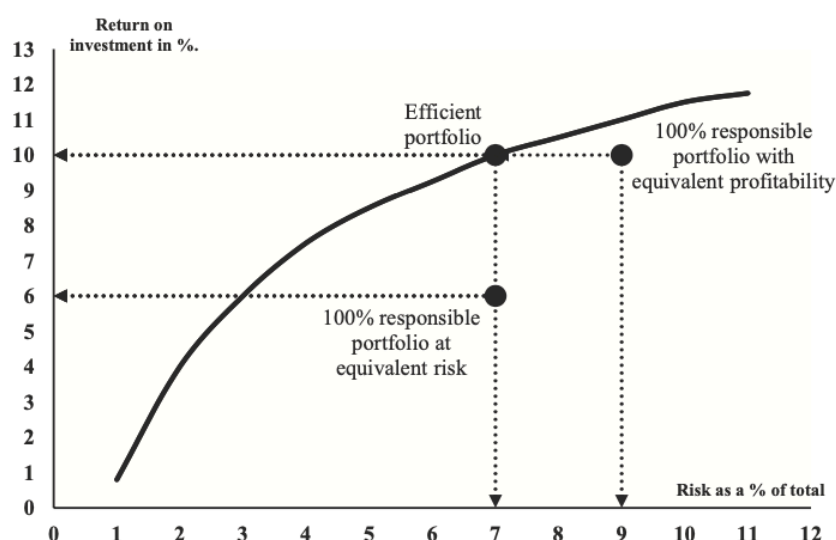


Fig. 22.3 Efficiency frontier and responsible portfolios

## La diversification

Markowitz nous a enjoint de ne pas laisser passer le repas gratuit de la diversification. C'est un vrai problème pour une finance qui discrimine. Particulièrement ceux qui excluent des secteurs entiers. Nous proposons un petit modèle simple à 2 actifs, un "vert" et un "brun", pour le faire comprendre.

Rendement sur la période	actif vert	actif brun	Ptf {50% vert + 50% brun}
Cas 1 (⅓) Business As Usual	-3 %	+6 %	+1,5 %
Cas 2 (⅓) Transition	+6 %	+9 %	+7,5 %
Cas 3 (⅓) Transition rapide	+9 %	-3 %	+3 %
Rendement (rendement espéré)	+4 %	+4 %	+4 %
Risque (écart-type du rendement)	5,1 %	5,1 %	2,55 %

Volontairement, les actifs vert et brun sont choisis ici pour présenter les mêmes couples de risque-rendement (5,1 % et 4 %). De ce point de vue, ils sont indistinguables mais le point capital ici, c'est d'observer le portefeuille constitué à 50% du titre vert et à 50% du titre brun. Bien sûr, il a la même espérance de rendement que chacun (4%) mais son risque est plus faible, divisé par 2 (mesuré par un écart-type de 2,55 %). L'optimisation conduit à le préférer. **Cette non synchronicité, une corrélation imparfaite entre les actifs, permet de réduire le risque global d'un portefeuille.** A priori, un Jaune qui optimise ne passera pas à côté du repas gratuit de la diversification.

L'offre thématique se situe à l'opposé du portefeuille indiciel "tous actifs" et ne peut pas être recommandée à un investisseur lambda. Au point qu'un **fonds thématique est le plus souvent recommandé dans une logique de... diversification**, c'est-à-dire en plus d'un portefeuille traditionnel ! Dès lors, toute revendication d'impact ou d'éthique est absurde puisque ce qu'on croit réaliser à travers l'achat thématique est contredit par le portefeuille traditionnel.

## 7. Aucun impact de l'investisseur

Quand la Banque de France écrit "**vers le financement d'investissements ayant un impact positif** pour la société à moyen et long terme", elle parle bien de **l'impact de l'entreprise, pas de l'impact de l'investisseur lui-même**. Dans la phrase, il est d'ailleurs nécessaire d'utiliser et de séparer les mots **financement et investissement**. D'un côté, **l'investissement productif qui est le seul fait de l'entreprise**, de l'autre **le financement qui est un placement d'argent** d'un investisseur financier.

La confusion entre les niveaux économique et financier est créée par l'utilisation de ce terme unique, investissement, ainsi que par le narratif du "financement d'investissements". Cette déclaration banale est une facilité de langage qui cache le fait que c'est tout le passif d'une entreprise qui finance tout son actif (nous avons rappelé la non-affectation des ressources aux emplois [dans le précédent article avec la parabole du manteau de vison](#)). L'ambition des épargnants rouges, **avoir un impact dans l'économie réelle**, revendique une **attribution** et ressort de ce qu'on appelle la "**finance à impact**" (*impact finance* ou *impact investing*) qui ne figure ni au menu de la BdF, c'est significatif, ni donc à celui de cet article mais il est intéressant d'en dire un mot pour faire ressortir la différence avec la finance durable.

### La finance à impact

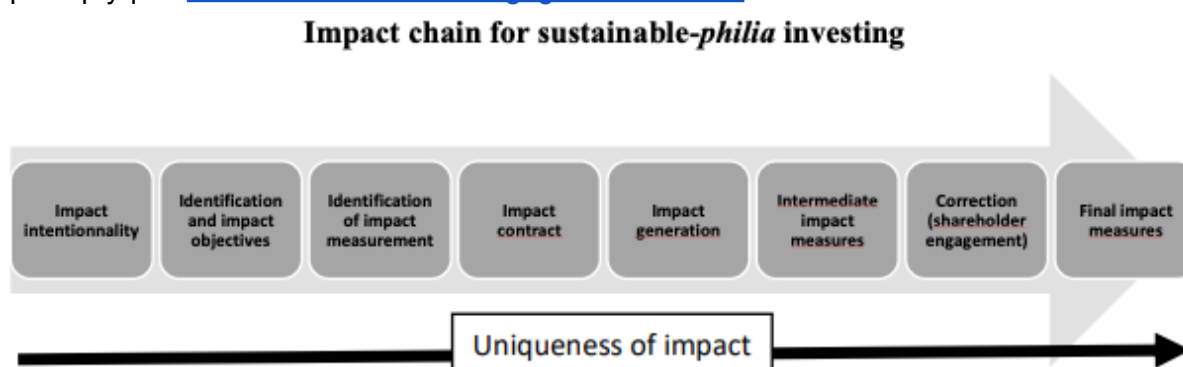
La finance à impact fait l'objet d'un relatif [consensus](#) de place en France qui l'associe aux notions **d'intentionnalité, d'additionnalité et de mesurabilité**. L'additionnalité répond à la question "si le capital n'avait pas été apporté par cet investisseur en particulier, quelle serait la différence" ? L'intentionnalité sans additionnalité est creuse. L'additionnalité matérialise l'intentionnalité.

Dans ce contexte, **l'impact est un changement recherché et défini à l'avance qui est causé par une action spécifique et également prédéfinie**. Il ne s'agit pas d'une

externalité positive au sens économique du terme. La démarche implique une **obligation de moyens et de résultats** (mesurables et mesurés).

Cette action est bien celle de l'investisseur et l'intentionnalité considérée ici est bien la sienne et non celle de l'entreprise à laquelle il apporte du capital (dettes ou actions). Les investisseurs décident ainsi avant d'investir ce qu'ils veulent atteindre comme impact et comment ils le mesureront. Ce n'est qu'après une période de diligence raisonnable et de co-définition des objectifs entre les investisseurs et l'entreprise que le capital sera apporté. C'est compliqué à réaliser et c'est pourquoi le véritable investissement à impact ne court pas les rues ! Concrètement, il ne peut s'agir que d'un tout petit sous-ensemble des fonds de capital-investissement (*private equity*) voire de dette privée.

Voici un graphique de Christophe Revelli qui définit plus rigoureusement un processus quadriptyque "[intentionnalité-unicité-engagement-mesure](#)".



Note: The starting point of impact chain lies in the intentionality of sustainable impact or *philia*. Investors decide before investing what they want to reach as an impact and how they will measure it. It is only after this period of due diligence and co-definition of objectives between the investor and the company that the deal is signed. The achievement of the impact is monitored during the process of investment and corrected/realigned if necessary via shareholder engagement. At the end of the investment, the impact is easier to measure considering all the intermediate points realized ex-ante. Under this form, each impact is unique and non-standardisable as each investment is unique. Finally, each investment will respect the impact chain "intentionality-uniqueness-commitment-measurement"

**Bien sûr, il n'y pas de lien de causalité possible entre l'action d'acheter (filtre positif), de vendre ou de ne pas acheter (filtre négatif) une part de fonds (ou les titres sous-jacents) et un impact positif spécifique dans l'économie réelle d'une entreprise donnée.** Un gérant ne négocie pas un impact positif avec l'entreprise dont il achète les actions ou les obligations (souvent pour quelques mois). De ce point de vue, un de nos Bleus qui détiendrait passivement un portefeuille d'actions d'entreprises vertueuses ne pourrait revendiquer aucun impact.

Reste alors un discours sur la possibilité que l'action **agrégée** des fonds durables ait un **impact** sur l'entreprise **via une influence sur les prix de marché** de ses titres. Le flux acheteur ferait monter les prix des titres des entreprises vertueuses et diminuerait ainsi le coût de leurs émissions futures, jouant finalement favorablement sur le coût de leur capital. Inversement le flux vendeur ferait baisser les prix des titres des entreprises éliminées et augmenterait finalement le coût de leurs émissions futures. Vous entendrez ainsi souvent les mots "pénaliser les cours", "renchérir le coût du capital", etc.. Hélas, aucun impact de ce type n'est transmis par ces flux différenciés.



## Pas d'impact sur et via les marchés primaires

Naturellement, une entreprise n'émet pas de nouvelles actions (c'est un évènement assez rare dans la vie d'une entreprise mature), ni de nouvelles dettes, quand vous achetez une part de fonds. Le fonds achète des titres déjà existants et ces flux concernent donc les marchés secondaires, essentiellement des marchés cotés.

John Bogle, le fondateur de Vanguard, expliquait lui-même que **la raison d'être du capitalisme**, la mission économique principale de Wall Street, **réside dans les marchés primaires qui seuls financent les entreprises**. Il considérait comme une faillite de l'industrie financière le fait que ces marchés primaires ne représentent plus que [0.5% du total](#) des opérations sur les actions.

Cela dit et dans un monde où "la difficulté actuelle des entreprises n'est pas de trouver des fonds privés" (citation rapport Perrier plus haut), quand un fonds durable apporte du capital à une entreprise aux "conditions de marché", il fait ce que n'importe quel investisseur lambda participant à l'offre fait. Ce sont des *price takers* comme les autres. La responsabilité fiduciaire les oblige d'ailleurs à la même rationalité financière que les autres. Ces fonds durables n'ont pas d'impact singulier sur les marchés primaires (ceux qui veulent approfondir avec l'exemple de l'obligation verte peuvent lire [ici](#)).

## Pas d'impact sur ou via les marchés secondaires

C'est le point essentiel puisque la quasi-intégralité de l'offre durable résulte finalement en flux secondaires. **On n'y finance plus les émetteurs de titres mais les autres investisseurs auxquels on rachète leurs titres. Il n'y a plus là de "financement d'investissements"**.

À nouveau, les transactions ont lieu dans le marché et donc au prix de marché. Certains ont pensé que, peut-être, les biais sur les univers investissables auraient un effet (positif ou négatif) agrégé. Difficile à croire vu l'hétérogénéité des approches durables. **Il y a tellement de stratégies, qu'il n'y a pas de stratégie** : ce qui n'est pas acheté par les uns, l'est par les autres. De plus, il n'y a pas de lien robuste entre volumes et prix en finance : le prix d'une action peut faire un saut sans le moindre échange, sur la base d'une nouvelle information, et des milliards peuvent être échangés dans une fourchette de prix assez réduite sur des marchés liquides. Comme les prix des titres d'un emprunteur sur le marché secondaire servent de référence pour le pricing de ses titres sur le marché primaire, s'il n'y a pas d'impact sur le marché secondaire, il n'y a pas de transmission possible au marché primaire.

2° Investing Initiative a compulsé la littérature scientifique sur le sujet et leurs [conclusions](#) sont sans appel. Dans leur schéma, on passe du flux au prix de marché, du prix de marché au coût du capital, du coût du capital au taux d'investissement de l'entreprise (la seule action effective dans l'économie réelle).

*Figure 20: disentangled effects of capital deployment in secondary markets on corporate investment*



Voici comment comprendre leurs chiffres :

- un achat de 1 % de l'encours de la dette se traduit par une diminution moyenne du coût de la dette de 0,03 %, puis une augmentation du taux d'investissement de l'entreprise de 0,018 % ;
- un achat de 1 % des actions se traduit par une augmentation de 2,5 % de la capitalisation boursière, ce qui diminuerait le coût des fonds propres de l'entreprise de 0,05 % et finalement augmenterait le taux d'investissement de l'entreprise de 0,0075 %.
- **si le taux d'investissement de l'entreprise était initialement de 15 %, il pourrait alors augmenter jusqu'à 15,018 % dans le premier cas et jusqu'à 15,0075% dans le second...**

C'est un impact ridiculement faible... **Pour obtenir une augmentation significative dans le monde réel, il faudrait acheter des fractions absurdement élevées des encours de dettes ou d'actions d'une entreprise donnée.** Contrairement au baron de Münchhausen qui tirait sur ses propres cheveux pour se sauver de la noyade, les flux de la finance durable n'ont donc pas d'effet dans la vie réelle des entreprises. Fin de partie pour "pénaliser les cours". À ce stade, les Rouges ne disposent d'aucune solution qui leur fournisse l'impact direct qu'ils recherchent.

## L'exception solidaire

La finance solidaire assume : "la rentabilité financière n'est pas la priorité de l'épargnant". L'investisseur accepte **explicitement** de renoncer à la sacro-sainte maximisation du rendement ajusté du risque **pour une contrepartie tangible, un impact sociétal positif**. Plusieurs formules existent mais elles comportent toutes une forme ou une autre de don explicite (une partie des revenus du capital est affectée à des associations éligibles) ou implicite dans le cas de la formule 90/10. Dans ce cas-là, 5-10 % des fonds collectés sont orientés vers des projets développant des activités à forte utilité sociale sur lesquels ne pèse pas l'exigence de rentabilité habituelle et 90-95 % dans un fonds quelconque (un avatar du marché typiquement).

Le coût d'opportunité du produit est donc limité puisque l'acheteur touchera au moins 90-95% du rendement du marché. D'une certaine manière, on sort ici d'une logique de pur investissement durable puisqu'il y a cette **dimension philanthropique**. De fait, la finance

solidaire est en général plutôt considérée comme faisant partie de la finance à impact. **Finalement, le seul produit pouvant satisfaire un épargnant rouge (à hauteur de 10 %).**

La concession sur l'exigence de rendement explique que l'encours de ces fonds reste anecdotique (environ 30 Mds € - soit 0,5% des patrimoines français - chiffres 2023) mais une anecdote importante pour l'ensemble des [bénéficiaires](#) – associations, coopératives, entreprises sociales. **L'approche ne constitue pas un changement de paradigme.** Ce type d'offres n'a aucune prétention à changer le système en tant que tel puisqu'il en dépend complètement. **S'il n'y a pas les 90 %, il n'y a pas les 10 % non plus.** C'est toute la limite du produit que chacun peut d'ailleurs être tenté de fabriquer à la main en plaçant 100 % dans le marché et en donnant directement (10 % ou plus !) aux associations de son choix.

## 8. La dernière carte : l'engagement actionnarial

Pénaliser les cours n'est pas possible. Qu'à cela ne tienne. Virage à 180°, on ne vend plus, on achète. Pour influencer la politique générale de l'entreprise. Il faut bien avoir quelque chose à raconter aux Rouges. Bien sûr, cela ne concerne que les actions qui permettent de voter à l'assemblée générale. L'engagement actionnarial est ainsi le nouveau fétiche de l'investissement responsable. Malheureusement, il est mort-né.

### Loyalty, voice and exit ?

Une stratégie d'engagement repose sur le triptyque **loyauté**, je reste, mais j'exprime ma demande (**voice**) et, si elle n'est pas satisfaite, je pars (**exit** : je vote avec mes pieds), processus remarquablement décrit par [Albert Hirschman](#)... mais nous venons de voir que **cette menace n'est pas crédible** car vendre ne produit pas d'effet. C'était le point de départ... L'engagement est une munition à blanc. Sans parler du fait qu'une bonne partie des fonds durables sont gérés passivement, fonds pour lesquels l'exit n'est pas une option.

### L'engagement actionnarial et la responsabilité fiduciaire

L'engagement actionnarial est toujours subordonné à la responsabilité fiduciaire et donc à la maximisation associée du rendement ajusté du risque. Quand vous achetez une part de fonds, vous n'êtes pas propriétaire des actions sous-jacentes et aucun droit de vote n'est attaché aux parts. C'est la société de gestion qui exerce les droits de vote attachés aux actions détenues par votre fonds. Ce pouvoir est délégué au gestionnaire parce que **le vote sur la stratégie de l'entreprise fait partie intégrante de la gestion financière.**

L'engagement actionnarial constitue un levier central du *stewardship* défini comme "l'allocation, la gestion et la surveillance responsables du capital **pour créer une valeur durable à long terme pour les clients et les bénéficiaires**". C'est même le principe n°1 du [UK Stewardship Code 2026](#), considéré comme le nec plus ultra en matière de doctrine. Vous n'avez pas compris ? Voici le principe n°3 : "Les signataires s'engagent à maintenir ou accroître la valeur des actifs". Encore un doute ? "Décrivez comment vous gérez les conflits d'intérêts liés au *stewardship* afin de donner la priorité aux intérêts des clients et des bénéficiaires". Résultat : **le gérant vote logiquement dans le sens de son objectif de maximisation financière.**

## L'engagement actionnarial dans la vie réelle

En 2025, selon le Forum pour l'Investissement Responsable, [seulement 29 entreprises dans le monde ont soumis une résolution au vote des actionnaires](#) lors de leur assemblée générale concernant leur stratégie climatique - un *Say on Climate*. Il s'agit bien d'une résolution soumise **par l'entreprise** et dont le vote demeure consultatif et non contraignant. Moyenne d'approbation en 2025 : 87,7%.

Quand les résolutions sont déposées et puis éventuellement soumises au vote en assemblée générale **par les actionnaires eux-mêmes**, les résultats sont moins glorieux. En 2024, **seules 4 résolutions d'actionnaires sur 279 (1,4 %) évaluées ont été votées** à la majorité, selon l'ONG [ShareAction](#), avec un taux d'approbation moyen de 20,6 % qui s'inscrit dans une tendance continue à la baisse (40 % en 2021). ShareAction souligne au passage que **les gestionnaires d'actifs ne votent pas conformément aux engagements qu'ils ont pris dans le cadre des associations comme Climate Action 100+ ou Net Zero Asset Managers Initiative** dont ils sont membres. Hypocrisie totale.



Naturellement, rien ne certifie que ces résolutions ou ces plans correspondent à des mesures pertinentes du point de vue de la durabilité.

## L'engagement actionnarial face à la science

Evènement rarissime, en 2023, dans une [tribune du Monde](#), un collectif de scientifiques parmi lesquels **Valérie Masson-Delmotte, Philippe Descola et Jean Jouzel**, ont appelé les actionnaires de TotalEnergies à voter **CONTRE** la stratégie climat de l'entreprise :

“Nous, scientifiques et experts de tous horizons, appelons les actionnaires de TotalEnergies à voter contre le « say on climate » (c'est-à-dire contre la stratégie climat) que proposera la firme lors de sa prochaine assemblée générale, le 26 mai, et à exiger de l'entreprise qu'elle abandonne l'EACOP et ses autres projets fossiles”.

Résultat ? La résolution 14 : “Avis sur le rapport *Sustainability & Climate - Progress Report 2023* rendant compte des progrès réalisés dans la mise en œuvre de l'ambition de la Société en matière de développement durable et de transition énergétique vers la neutralité carbone et de ses objectifs en la matière à horizon 2030, et complétant cette ambition”, le **say on climate**, a été adoptée avec **88,76 % des voix POUR**. Naturellement pour atteindre un tel score, les actionnaires individuels ont été rejoints par les grands asset managers ([BlackRock](#), [Vanguard](#), [Amundi](#), [BNPP AM](#)).

## L'engagement actionnarial et le problème de l'agence

Le problème de l'agence est fondé sur une opposition entre deux parties, le principal - ici l'actionnaire - et son agent - ici le PDG. Dans la situation traditionnelle, les actionnaires cherchent à contrôler l'exécutif de l'entreprise. Avec l'intermédiation d'une société de gestion, la situation est bien différente : les souscripteurs détiennent les parts de fonds mais ne sont pas propriétaires des actions. Quelle que soit la forme juridique du fonds, c'est toujours **la société de gestion qui exerce les droits de vote**. Celui qui vote, pour exercer un contrôle sur l'exécutif de l'entreprise, est en général un salarié du gestionnaire qui dépend donc aussi d'un autre principal : **les actionnaires du gestionnaire du fonds** qui le contrôlent. Ces actionnaires du gestionnaire ne sont pourtant pas les porteurs d'actions gérées par ledit fonds. Ce conflit d'intérêt potentiel est très largement invisibilisé. Nul ne peut servir deux maîtres...

## 9. Filtrages

### Exclusions simples : CalPERS

Rarissime investisseur institutionnel de cette taille à avoir banni le tabac, CalPERS, le gestionnaire de fonds de pension des fonctionnaires californiens, gère environ 500 milliards USD et rend des comptes régulièrement sur sa politique d'exclusion. Il réunit un [comité de désinvestissement](#) tous les cinq ans. Un scénario contrefactuel est présenté : que se serait-il passé si le fonds avait investi dans le secteur du tabac depuis cette décision d'exclure le tabac en 2001 ? Le manque à gagner, **le coût d'opportunité, est estimé 20 ans plus tard à 3,7 milliards USD**.

CalPERS nous donne à voir ce qu'impliquent potentiellement des exclusions simples. Si on comprend la motivation morale individuelle de l'exclusion éthique historique, on exclut les *sin stocks* pour assurer sa place au paradis, on comprend moins l'intérêt de cette version "laïque" qui n'atteint aucun objectif systémique. Les grands cigarettiers continuent à faire des centaines de milliards de ventes et poussent maintenant des vapoteuses goût fraise dans la bouche des enfants pour créer l'addiction au berceau. Il n'y a pas de contrepartie tangible au sacrifice potentiel de performance. Compte tenu de ce déficit de performance potentiel et de l'absence d'impact dans le monde réel, les fonds pratiquant de telles exclusions sont typiquement faits pour les Bleus. Si l'exclusion est anecdotique, c'est le plus souvent le cas justement, le produit pourra être vendu aussi aux Jaunes.

## Active Mandates | Economic Analysis Summary

Divestment	Dollar Exposure (Million USD)	GE Weight <sup>1</sup>	Wilshire's Return Impact <sup>2</sup> (Million USD)		Predicted Tracking Error <sup>3</sup>	Realized Tracking Error <sup>4</sup>	Information Ratio <sup>5</sup>
			Since Last Affirmation	Since Inception			5 Yr
Tobacco	1,125.3	0.524%	856	(3,692)	0.063%	0.165%	0.72
Firearms	8.5	0.004%	3	3	0.002%	0.007%	0.27
Sudan	133.7	0.058%	290	290	0.010%	0.024%	0.25
Iran	52.4	0.023%	183	183	0.007%	0.019%	0.28
Thermal Coal	30.5	0.013%	348	348	0.002%	0.017%	3.17 <sup>6</sup>
<b>ALL</b>	<b>1,350.4</b>	<b>0.622%</b>	<b>1,680</b>	<b>(2,863)</b>	<b>0.065%</b>	<b>0.165%</b>	<b>0.92</b>

Please see appendix for additional information.

<sup>1</sup> As of 30 Nov 2020

<sup>2</sup> Return impact analysis completed by Wilshire, presented at the November 2020 Investment Committee meeting

<sup>3</sup> Predicted Tracking Error based on cap-weighted benchmark completed by Wilshire Associates

<sup>4</sup> Relative to divestment-unconstrained benchmark, annualized based on monthly performance for 10-year window as of 11/30/20

<sup>5</sup> Calculated by dividing divested portfolio's annualized active return by its active risk, both calculated over a 5-year period as of 11/30/2020 using monthly observations

<sup>6</sup> Less than a five-year period



4

### Pas de “divine coïncidence”...

Bien entendu, il peut y avoir des configurations de marché où des choix arbitraires du point de vue strictement financier font gagner. Certains portefeuilles ISR sous-pondérés en valeurs pétrolière ont bénéficié de leur chute en bourse pendant la crise du Covid et de la hausse du secteur Big Tech dont ils étaient généralement gorgés (cours d'Exxon Mobil et d'Apple en graphique).

Autrement dit, **ex post**, la **contrainte durable n'a pas pesé effectivement**. À ce titre, en tant que “meilleur” portefeuille, ce portefeuille ISR aurait pu être choisi par n'importe quel autre investisseur du marché sur la base d'une analyse financière traditionnelle. Evidemment, rien de systématique dans cette situation qui n'a d'ailleurs pas duré. La vie des marchés est caractérisée par ces incessants changements de régime sectoriel.



## Label ISR et double contrainte

Principal label de la finance durable, le label ISR a été créé fin 2016 sous l'égide du ministère de l'économie et des finances. L'[inspection générale des finances écrit](#) en 2020 :

“Pour autant, à moins qu'il n'évolue radicalement, le label ISR s'expose à une perte inéluctable de crédibilité et de pertinence. **Nonobstant son succès quantitatif**, il présente des faiblesses intrinsèques qui obèrent son adaptation à un marché en forte évolution”.

La phrase inverse le sens de la causalité : le label ISR est “faible” - **c'est un filtre à grosses mailles - parce qu'on a voulu un succès quantitatif**. La situation est structurellement celle d'une double contrainte où, plus on est exigeant sur la sélection des investissements, moins on a de chances de gagner et donc de vendre au client (et inversement). La gestion d'actifs conçoit des produits qui doivent pouvoir se vendre largement et demande les labels qui vont avec. C'est un schéma tout à fait général de **capture des labels** (cf. [label pêche durable MSC](#), HVE versus bio, [crédits carbone](#), débat sur le nutri-score etc.) : un bon label pour le business n'est pas un label qui informe sur la réalité mais qui permet de vendre tout en déculpabilisant un consommateur exigeant.

En décembre 2023, un nouveau [référentiel](#) a finalement été publié, plus exigeant, qui “intègre désormais une dimension climat dans son socle, en excluant les entreprises qui exploitent du charbon ou des hydrocarbures non conventionnels, ainsi que celles qui lancent de nouveaux projets d'exploration, d'exploitation ou de raffinage d'hydrocarbures (pétrole ou gaz)”. “[Le gouvernement fait de l'impératif exprimé par le GIEC, l'ONU et l'Agence internationale de l'énergie \(AIE\) de mettre fin à l'expansion fossile pour limiter le réchauffement planétaire à 1,5 °C et atteindre la neutralité carbone à horizon 2050 – la base de la responsabilité dans un contexte d'urgence climatique](#)”.

On dispose ici d'un exemple concret où l'on observe comment l'augmentation de la contrainte sur la gestion a fait fuir les encours labellisés. Sur 1342 fonds labellisés au plus haut fin 2024, seulement 939 fonds ont adopté le nouveau référentiel et conservé le label ISR, soit [une baisse de 30 %](#). Sans surprise : *success is failure*. **Plus d'exigence, cela n'engendre pas plus de demande, c'est l'inverse** : on perd des épargnants jaunes.

## Des marchands de canons durables

Après les deux guerres mondiales, les activités liées à la guerre ont été largement bannies des portefeuilles responsables. Sans que cela ne pèse beaucoup compte tenu de leur poids et dynamique financiers.

Hélas, après les centaines de milliards d'argent public injecté dans les secteurs verts, qui ont contribué à nourrir le mythe (et les investisseurs) de la croissance verte, voilà que l'opportunité se déplace vers le secteur de la défense (lire par exemple : [Défense : une avalanche d'argent public électrise l'industrie européenne, Rheinmetall, l'irrésistible ascension du géant allemand de l'armement, spécialiste des chars et des munitions, Les parcours boursiers en boulet de canon, comme ceux d'Exosens, sont alimentés par la hausse des budgets de défense au sein des pays de l'OTAN](#) etc.).



Une [partie](#) des acteurs de la finance durable voit évidemment d'un mauvais œil la perspective de se priver de cette manne ainsi que la potentielle sous-performance résultant de cette exclusion historique. "Un cynique, c'est quelqu'un qui connaît le prix de tout, et la valeur de rien" : une [éthique](#) à géométrie variable permettra aux investisseurs institutionnels de participer : "[Nous avons des exigences de rendement claires de la part de nos propriétaires et de nos 4,5 millions de clients, et nous voulons faire partie de ce voyage](#)".

Et certains vendeurs, comme le directeur général de Mirova Philippe Zaouati, nous [expliquent](#) que la finance durable devrait soutenir l'effort de défense. Soyons clairs, la défense n'a pas besoin des fonds durables mais la finance durable a besoin de (l'argent) de la défense nationale. Ici, une valeur centrale, au cœur de la finance durable, est piétinée : le **Do No Significant Harm**. "[Afin de garantir une application cohérente et uniforme du présent règlement, il est nécessaire d'établir une définition harmonisée de la notion d'«investissements durables», qui prévoit que les sociétés dans lesquelles les investissements sont réalisés adoptent des pratiques de bonne gouvernance et que le principe de précaution consistant à ne pas «causer de préjudice important» est garanti, c'est-à-dire qu'il n'est pas causé de préjudice important à l'objectif environnemental ni à l'objectif social](#)".

Et à la fin, surprise ! c'est les vendeurs qui gagnent : l'Agefi nous explique comment [la Commission européenne s'est contorsionnée pour faire entrer la défense dans la finance durable](#), elle a bien [précisé](#) que **le cadre de l'UE en matière de finance durable n'entrave pas les investissements privés dans le secteur de la défense**.

Le "voyage" en une image, Rheinmetall, en bleu, champion de l'armement terrestre allemand, contre Orsted, en orange, champion des énergies renouvelables danois :





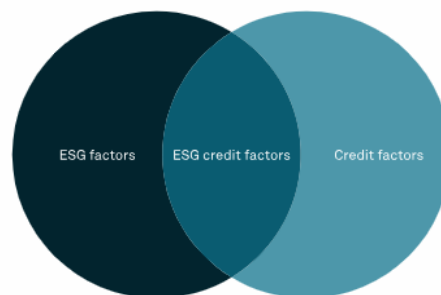
## 10. Who cares wins : l'intégration ESG

Puisqu'un filtrage réduit l'optimalité, une stratégie consensuelle des vendeurs consiste à enlever tout son mordant aux contraintes qui pourraient peser sur les gérants. Le fonds restera ainsi compétitif en termes de risque-rendement et pourra être vendu à un large public, y compris nos Jaunes. L'approche consiste ainsi à intégrer ces fameux critères extra-financiers de manière financièrement indolore.

En 2004, sous la houlette des Nations Unies, des acteurs financiers de premier plan publient un rapport : [Who cares wins](#). L'idée principale du rapport consiste à **phagocytter une approche, encore balbutiante à l'époque, basée sur des critères extra-financiers** dits ESG - E pour Environnement, S pour Social et G pour Gouvernance. Cette approche se concentre "[...] sur les questions qui ont ou pourraient avoir un **impact significatif sur la valeur de l'investissement**. Elle utilise une définition de la matérialité plus large que celle couramment utilisée – une définition qui inclut des horizons temporels plus longs (10 ans et au-delà) et des aspects intangibles ayant un **impact sur la valeur de l'entreprise**. En utilisant cette définition plus large de la matérialité, les aspects liés aux principes généralement acceptés et éthiques peuvent avoir un **impact significatif sur la valeur de l'investissement**". Dans cette citation du rapport, matérialité, qui provient de l'anglais *material*, veut tout simplement dire important, ici c'est ce qui compte pour les investisseurs. Vous aurez reconnu l'inévitable tarte à la crème du temps long dans le message.

Cette approche n'est pas révolutionnaire, car **les investisseurs ont toujours essayé d'évaluer tous les facteurs de risques** y compris ceux rassemblés aujourd'hui sous l'acronyme ESG. Ce n'est pas une découverte que la santé financière d'une entreprise dépend à la fois de facteurs purement financiers mais aussi d'éléments extra-financiers. Même dans une analyse crédit, si ces facteurs ESG devaient jouer un rôle, ils seraient naturellement pris en compte. Par exemple, [chez S&P](#), on lit : "[De plus, notre évaluation qualitative de la position concurrentielle d'une entreprise peut être influencée par des facteurs de crédit environnementaux et sociaux qui, à notre avis, pourraient affecter positivement ou négativement cette position concurrentielle.](#)"

The intersection of ESG and credit



ESG—Environmental, social, and governance. Source: S&P Global Ratings.  
Copyright © 2024 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Les *ESG credit factors*, c'est-à-dire ceux qui comptent pour les créanciers, ont toujours fait partie des *credit factors*... mais en les nommant ainsi on veut moderniser l'approche. Placée au cœur de l'effort marketing après la crise financière mondiale de 2007-8, cette intégration ESG n'est en fait qu'une façade, un faux-semblant qui dissimule mal une réflexion toujours 100 % centrée sur les détenteurs de capital pour leur permettre d'optimiser leurs retours sur investissements.

Le jeu s'appuie donc sur des notations ESG mais pas n'importe lesquelles. Une notation de crédit, ça veut dire quelque chose, elle mesure à un instant donné la capacité de l'emprunteur à rembourser sa dette. Les corrélations entre les notes de S&P et Moody's dépassent 99 % et présentent une certaine robustesse dans le temps.

Les notations ESG au contraire divergent fortement : il n'y a pas d'accord sur ce qu'on mesure, comment on le mesure et comment on agrège les contributions E, S et G. Selon une [étude](#) du MIT, leur corrélation moyenne est proche de seulement 50% et, selon une [autre](#), mieux une entreprise est notée, plus elle a de chance de faire du greenwashing... Bref, le point clé ici, c'est que les notations massivement choisies pour le *screening* de ces fonds durables servent la cause des investisseurs. **Elles ne représentent qu'une évaluation des impacts du monde extérieur sur les revenus de l'entreprise** en considérant les opportunités, c'est-à-dire les impacts potentiellement positifs pour l'entreprise, et les risques, c'est-à-dire les impacts négatifs.

C'est une **logique (*outside-in*) de matérialité financière simple** promue internationalement aujourd'hui par l'International Sustainability Standards Board. Cette approche n'a aucun rapport avec **la logique *inside-out* qui considérerait les impacts significatifs, négatifs et positifs, de l'entreprise sur son environnement économique, social et naturel, ceux-là mêmes qui intéresseraient des investisseurs soucieux de durabilité**. Pour simplifier, c'est la combinaison de cette seconde approche avec la première qu'on appelle double matérialité.

Un exemple pour être concret : la **Coca-Cola Company est notée AAA**, la meilleure note possible chez **MSCI**, un leader américain de la notation ESG. Ce AAA signifie que les dommages que cette entreprise engendre – notamment une pollution plastique massive, une prédation de l'eau dommageable pour certaines populations locales, une contribution à l'épidémie mondiale de diabète et d'obésité etc. – ne constituent aucun risque sur ses cash-flows futurs. Ce AAA est rendu possible par le paradigme et les pratiques selon lesquels les [bénéfices](#) ne sont pas amputés des dommages sociaux et environnementaux causés par les produits et services vendus.

Une organisation d'investisseurs lancée en 2006, PRI (Principles for Responsible Investment) prolonge l'initiative des Nations Unies. [The Principles were developed by investors. for investors](#) : ça a le mérite d'être clair. "The PRI acts in the long-term interests of its signatories, of the financial markets and economies in which they operate and ultimately of the environment and society as a whole". Ultimately... mais vraiment à la fin alors... Vous connaissez la chanson maintenant. L'initiative de ripolinage culmine en 2019 avec la publication par les PRI d'un rapport [Fiduciary duty in the 21st century](#) qui conclut évidemment que CETTE forme d'intégration ESG, un investissement responsable vidé de

toute contrainte réelle et d'ambition durable au plan écosystémique, est bien compatible et même **nécessaire à la responsabilité fiduciaire**. Ouf !

Après 15 ans, on retrouve bien le “*who cares wins*”. Rendez-vous compte du chemin accompli : on est passé d'un investissement responsable (éthique) contraire à la responsabilité fiduciaire et donc invendable au public à un investissement responsable non seulement compatible mais qui ferait même partie intégrante de l'obligation fiduciaire. Contrairement à ce qui est raconté, ce n'est pas le devoir fiduciaire qui a évolué pour garantir la transformation souhaitée, c'est la finance durable qui a évolué en un pur décor pour préserver l'invariante responsabilité fiduciaire et la maximisation du rendement qui l'accompagne et permettre le passage à l'échelle de la finance durable. Un actif sur trois est géré actuellement de manière durable.

Vous comprenez maintenant comment la prise en compte de ce type d'analyses et de notations ESG dans la construction des portefeuilles, en excluant les émetteurs les moins bien notés et en privilégiant ceux ayant les meilleures notations, permet de proposer des avatars du marché qui cochent les cases méthodologiques de l'ISR tout en ne déviant guère du marché. Au ministre, on parlait de “diminution de la rentabilité du capital” mais aux clients potentiels, on explique que [“l'idée n'est pas de sacrifier la rentabilité au profit de l'éthique”](#) !

Tous les grands asset managers ont leur version de ce type d'offres. Prenez comme exemple le fonds [AMUNDI ACTIONS EURO RESPONSABLE](#). Lisez le document d'informations clés ([DIC](#)) associé à cet organisme de placement collectif ([OPC](#)). Vous êtes maintenant capables de décrypter les objectifs. Extraits :

- En souscrivant à AMUNDI ACTIONS EURO RESPONSABLE, vous investissez dans des actions des entreprises de la zone euro **en tenant compte de critères ESG** et de développement durable. L'objectif de gestion est de **réaliser sur 5 ans une performance supérieure ou égale à celle de son indice de référence, le MSCI EMU** (dividendes réinvestis), représentatif des principales capitalisations boursières des pays de la zone euro, après prise en compte des frais, **tout en intégrant des critères ESG** dans le processus de sélection et d'analyse des titres du FCP.
- **L'approche Best-in-class n'exclut aucun secteur d'activité a priori ; l'OPC peut ainsi être exposé à certains secteurs controversés**
- L'OPC applique les exclusions mentionnées ci-dessus ainsi qu'une **politique d'engagement qui vise à promouvoir le dialogue avec les émetteurs et les accompagner dans l'amélioration de leur pratique ESG**.
- L'OPC est **construit sous contrainte de déviations géographiques et sectorielles limitées** et d'une **Tracking Error ex ante (risque d'écart de performance entre le portefeuille et l'indice de référence, estimé par un modèle de risque) modérée, dans une fourchette de 1% à 3%** en conditions normales de marché.

Pour les curieux, on peut regarder ce que contient le [fonds](#) (p. 78), les 10 premières lignes sont (au 11/30/2025) ASML, SIEMENS, SAP, MUNICH RE, INTESA SANPAOLO, ALLIANZ SE, DANONE, SCHNEIDER ELECTRIC, MICHELIN, DEUTSCHE TELEKOM mais on trouve aussi BNP Paribas et Société Générale. On exclut le secteur des énergies fossiles mais on inclut ses financeurs... Notez que ce fonds bénéficie du label ISR.

## 11. Les fonds verts

Les fonds d'obligations vertes : jouer son rôle n'est pas prendre sa part

Une obligation verte est une obligation conventionnelle que l'émetteur étiquette lui-même comme verte parce qu'il s'engage à dépenser les fonds levés pour réaliser des projets verts. Les ONG ou les journalistes se concentrent ainsi sur le risque de potentiel [greenwashing industriel](#), au niveau du projet vert qui est fléché par l'entreprise. Elles ne s'intéressent pas au greenwashing financier systémique qui est notre sujet.

Prenons l'exemple plus habituel d'un prêt pour faire comprendre ce greenwashing financier. Un particulier [achète un véhicule électrique](#) et on peut lui attribuer un bénéfice écologique : les émissions évitées par rapport au scénario contrefactuel où il achète un véhicule à moteur thermique. Un bénéfice qui a un coût car le véhicule électrique est plus cher que l'équivalent thermique. L'achat est financé par crédit bancaire. Pour reprendre la répartition suggérée dans le rapport Perrier : l'État (le contribuable) a pris sa part du surcoût en donnant une subvention-incitation, le bonus écologique; le consommateur a aussi pris sa part car il a un reste à charge mais le financeur, lui, aucune part car le prêt consenti par la banque est identique dans les deux cas. Mais dans le premier cas, la banque pourra estampiller le crédit comme vert car elle pourra flécher le prêt vers le véhicule thermique.

Acheter une obligation sur le marché primaire revient à consentir un nouveau prêt à l'émetteur et, malheureusement pour les emprunteurs, une obligation verte fonctionne exactement comme cela. Elle ne permet pas de différencier les prix puisque **seul le risque crédit de l'émetteur est "pricé" par le marché...** Tout ce qui est financé avec une obligation verte peut donc l'être par une obligation conventionnelle et au même coût pour l'emprunteur. Paradoxalement, l'obligation verte représente la négation même de l'ambition de la finance durable puisqu'elle ne "favorise" rien, ne fournit aucune incitation pour accélérer la transition.

**Par exemple, l'OAT (obligation de l'État) verte ne fait pas l'investissement vert public, c'est l'investissement vert qui peut rendre l'obligation verte.** Le fameux fléchage fonctionne en réalité à l'envers du lien de causalité. "Après leur émission inaugurale, ces titres [les OAT vertes] sont amenés à être réabondés [cela signifie que l'État émet de nouvelles obligations de mêmes caractéristiques] dans la limite, chaque année, du montant plafond déterminé sur la base des dépenses vertes éligibles identifié dans le budget de l'année. Ce montant plafond est annoncé au marché en début d'année". Quand l'État émet des obligations vertes, il fait de la communication. Le président Macron l'a reconnu implicitement à la [COP28](#) : **"le secteur privé n'a aucune désincitation pour financer une centrale à charbon par rapport à du renouvelable** ou autre. C'est totalement absurde et donc notre marché privé, **notre système d'investissement dysfonctionne massivement** et c'est choquant pour tout le monde. On doit donc inverser le système. **Il doit y avoir dans les prochaines années un taux d'intérêt en quelque sorte pour le vert, et un taux d'intérêt pour le brun.** Et s'il y avait une priorité des financeurs, des

agences de notation aujourd'hui pour être cohérents, ce serait de différencier ces taux d'intérêt, et qu'il y ait un vrai spread, parce qu'on n'intègre pas du tout le risque climatique”.

Se donner bonne conscience à zéro frais. Les fonds d'obligations vertes sont donc typiquement un produit pour les épargnants bleus mais **des Bleus qui ne sauraient pas que tout le passif d'un émetteur finance tout son actif** ! Malgré le fléchage, un acheteur d'obligations vertes contribue en réalité au financement de tout l'actif de l'émetteur, y compris tous les actifs polluants qui pourraient s'y trouver. Quand vous achetez une OAT verte sur le marché primaire, vous financez l'État français y compris ses subventions aux énergies fossiles. Le fonds Amundi observé précédemment précise à ce titre : “Par ailleurs, **en dehors d'émissions obligataires destinées à financer spécifiquement des projets verts, sociaux et/ou durables**, le FCP applique également des exclusions sur les entreprises qui tirent une certaine part de leur chiffre d'affaires des énergies fossiles (extraction de charbon, pétrole, gaz, ...) ou sur celles qui ne répondent pas aux critères d'éligibilité du label ISR français”. Le fonds commun de placement (FCP) exclut TotalEnergies mais pourrait tout de même acheter une obligation verte qui serait émise par TotalEnergies...

## Les fonds thématiques

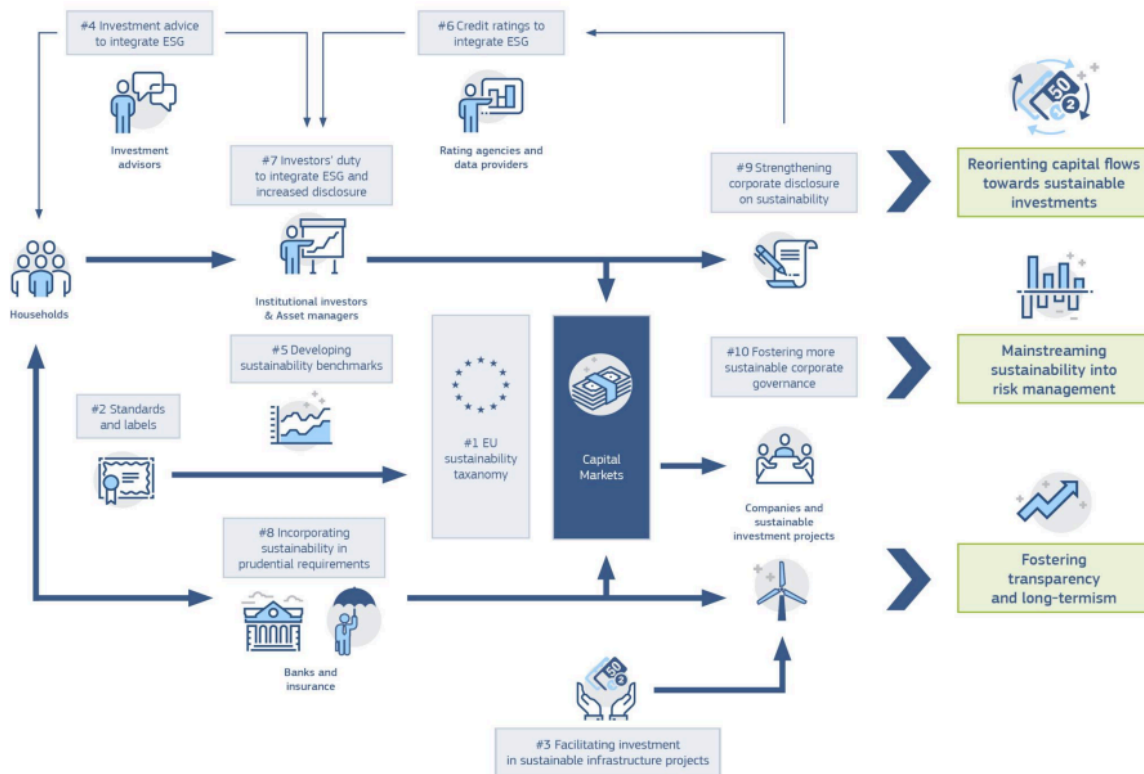
Nous avons déjà expliqué les limites des fonds thématiques. Concernant les fonds climat nous renvoyons le lecteur à [\*Doing Good or Feeling Good? Detecting Greenwashing in Climate Investing\*](#), un article de l'Edhec Business School. La conclusion générale : **100 % des fonds labellisés climat reposent sur des stratégies qui produisent des effets d'optique mais pas d'impact dans le monde réel**. Parler d'investissement pour le climat quand les performances climatiques des entreprises ne contribuent en moyenne qu'à hauteur de 12 % pour déterminer le poids de leurs titres dans les portefeuilles est au mieux un abus de langage et au pire **une fausse information vis-à-vis des souscripteurs**.

Un [article](#) récent d'économistes de la BCE dit (poliment) à peu près la même chose : les fonds les plus “verts” investissent davantage dans les secteurs bas carbone mais leur empreinte carbone est comparable à celle des fonds conventionnels ; de plus, une majorité de ces fonds low carbon ont tendance à investir dans les mêmes secteurs que les fonds conventionnels mais ciblent les entreprises les moins polluantes. “Dans l'ensemble, les résultats révèlent des incohérences entre les labels ESG et les résultats, soulignant le rôle limité que ces fonds jouent actuellement dans le financement de la transition vers une économie nette zéro”.

## 12. L'écroulement de la Bali-vert-na

Avant de conclure, il est intéressant de prendre du recul pour observer le contexte général dans lequel s'inscrit cette offre de fonds durables. En 2018, la Commission européenne finalisait [son plan d'action pour la croissance durable](#). Vous en reconnaîtrez bien sûr l'objectif principal : **réorienter les flux de capitaux vers des investissements durables**.

A ce stade, vous savez que cette **intégration ESG** (*integrate ESG*), que l'on retrouve partout dans cette "visualisation des actions" (cf. ci-dessous) - au niveau du conseil, des notations, de la recherche, de la responsabilité fiduciaire etc. - n'a malheureusement pas de rapport avec le financement d'activités économiques durables. Le mot est détourné. **Acheter une action Danone ou Apple sur le marché secondaire n'est certainement la "traduction financière" d'un développement durable.**



Informer, ce n'est pas agir

À vrai dire, le plan d'action n'est pas un plan d'actions en tant que tel. C'est un plan pour laisser faire les financeurs. **La théorie repose encore et toujours sur l'information donnée aux acteurs de marché** qui en feront le meilleur usage. Hélas l'information seule est inopérante. Il ne faut **pas confondre efficacité informationnelle des marchés financiers et efficacité allocative des ressources**. La première veut dire que les prix sont censés refléter "instantanément" toute l'information disponible et rend le marché difficile à battre. La seconde est un concept différent de la théorie économique néoclassique qui



signifie que les marchés alloueraient correctement les ressources pour que l'économie soit efficace, au sens d'une maximisation du bien-être des individus. L'économie ne se réduit d'ailleurs pas aux marchés financiers, qui financent peu les entreprises en zone euro, et des marchés financiers mieux informés ne conduisent pas à un optimum social ou environnemental ([The Other Economy. Marchés, prix et concurrence, Ch4](#)).

Petit exemple : le 13 janvier 2022, le gouvernement a demandé à EDF d'augmenter de 20% le volume d'électricité nucléaire vendu à prix réduit à ses concurrents cette année dans le cadre de l'ARENH, une décision prise dans l'intérêt général comme l'a rappelé le [Conseil d'Etat](#). L'action a perdu 23% dans la foulée de l'annonce - c'est l'amplitude d'un krach. Alors, *doing well by doing good* ? Non, les marchés ont simplement réagi à un manque à gagner d'environ 8 milliards d'euros pour EDF qui a été ensuite renationalisée. Les marchés financiers et le bien collectif, ça ne marche pas spontanément bien ensemble.

Gros exemple : le secteur automobile est en train de transitionner du moteur thermique au moteur électrique, non pas en donnant de l'information au marché et en croisant les doigts. Non, on a forcé les constructeurs (qui ne souhaitaient pas la donner et qui, pour [certains](#), ont triché) à donner de l'information, une mesure de gaz à l'échappement des véhicules, et **on a baissé la norme admissible** jusqu'à ce qu'aucun moteur thermique ne soit plus éligible... C'est une **décision politique**, **on n'a compté ni sur le bon vouloir des entreprises ni sur celui de leurs financeurs**.

Mark Carney, alors gouverneur de la Banque d'Angleterre, a soi-disant éveillé les consciences des financiers en prononçant un discours célèbre en 2015 ([Breaking the tragedy of the horizon](#)) :

Une réponse efficace du marché aux risques du changement climatique, **de même que des technologies et des politiques pour l'affronter**, doivent pouvoir être fondées sur la transparence de l'information.

Un « marché » de la transition vers un monde à 2 degrés peut être créé. Il aura la capacité d'entraîner des ajustements, **mais seulement si l'information est disponible et, ceci est essentiel, si les réponses politiques des gouvernements et si les progrès technologiques du secteur privé sont crédibles**.

Il disait que le succès de la lutte contre le réchauffement climatique serait possible si **deux conditions étaient réunies** : A) **l'information** nécessaire est disponible ET B) **les politiques gouvernementales** et les avancées technologiques visant la transition sont crédibles. Sans surprise, la seconde condition (B) est passée à l'arrière-plan pour cause de dissensus national, européen et mondial ! Tandis que la première fait l'objet de toutes les attentions : *Task Force on Climate Related Financial **Disclosures**, Corporate Sustainability **Reporting** Directive (CSRD), Sustainable Finance **Disclosure** Regulation (SFDR)*. En effet, la fourniture de ces données représente un marché de plusieurs milliards d'euros et nourrit une masse d'acteurs (auditeurs, conseils, agences de notation extra-financière, analystes etc.). Carney, lui-même champion des *revolving doors*, a été ensuite vice chairman chez Brookfield Asset Management et président du CA de Bloomberg LP... avant de relancer les fossiles en tant que premier ministre canadien.

## Une usine à gaz ?

Non seulement ces obligations de transparence et de reporting ne constituent pas une obligation d'agir vertueusement ni pour les émetteurs de titres financiers ni pour leurs acheteurs mais elles sont aussi relativement défailtantes. Cette construction idéale, presque idéologique, s'appuie sur quatre piliers qui sont censés fonctionner tous ensemble :

- une taxonomie verte qui doit définir ce qu'est une activité verte ;
- la CSRD qui définit le reportings extra-financier des entreprises, y compris leur part d'activités vertes ;
- la SFDR qui vise à harmoniser le concept d'investissements durables et à catégoriser les fonds durables (article 6, 8 et 9) en leur demandant de publier des éléments sur l'intégration des enjeux de durabilité - à partir de des informations précédentes ;
- MiFID 2 : en bout de chaîne, on interroge le client sur ses préférences en matière de durabilité.

Vous voyez l'ambition pour mobiliser le citoyen ordinaire européen : activité verte (actifs physiques) => entreprises => actifs financiers => fonds durables => particuliers. Hélas, il y a loin de la coupe aux lèvres. Ces règlements sont paradoxalement d'une grande complexité et à la fois assez imprécis dans leur application ... Ils incorporent des compromis politiques discutables (le gaz et le nucléaire ont été inclus dans la taxonomie verte par exemple) et manquent de cohérence entre eux. De plus, ils ont été pensés à l'envers d'une chronologie naturelle : de la durabilité de l'économie réelle (qui n'est qu'un sous-jacent pour la finance) à celle d'un produit financier, comme l'indiquait [Robert Ophèle](#), ancien président de l'AMF :

Le règlement SFDR constitue de ce point de vue une **caricature d'exigences en avance de phase**. [.../...]

Il est de fait vrai que tant que des données n'auront pas été normalisées et auditées dans un cadre méthodologique commun, la finance durable manquera d'une base solide. **Or, ce qui aurait dû être le premier étage de la fusée est en fait le dernier maillon de la chaîne réglementaire. CSRD est en fait le cœur du réacteur de la finance durable**, or le texte est encore en négociation en trilogue et il entrera donc en vigueur au mieux avec les comptes de l'exercice 2024, donc avec des données disponibles en 2025 ; si ces données sont effectivement accessibles à travers le point d'entrée unique prévu dans le projet ESAP, alors nous pourrons tous commencer à travailler sérieusement ... en 2026 ! Ces délais sont naturellement inacceptables, les problématiques du réchauffement climatique ou de la préservation de la biodiversité ne peuvent attendre.

## CSRD, CS3D : le cœur du réacteur, un délire bureaucratique ?

**La CSRD qui devait embarquer le concept de double matérialité** aurait pu représenter un changement majeur. Certes, c'est toujours un reporting mais c'est un [reporting](#) qui devait inclure (enfin !) une information sur les impacts significatifs de l'entreprise sur les personnes ou l'environnement sur l'ensemble de la chaîne de valeur de l'entreprise et est **prospective**.

Elle était renforcée par un autre **texte fondamental pour la durabilité des activités économiques**, la [CS3D](#) (Corporate Sustainability Due Diligence Directive), une directive



européenne relative au **devoir de vigilance** concernant les droits humains et les impacts environnementaux dans les chaînes d'approvisionnement et de distribution mondiales des grandes entreprises. Voilà qui devait permettre de passer idéalement d'un exercice de cases à cocher à un pilotage et une accélération de la transition vers un modèle d'affaires durable. Que nenni ! On n'est pas très désireux d'ouvrir cette boîte de Pandore.

Coups de boutoirs des dirigeants de grandes entreprises. Aux journées de l'AFTE 2024, le directeur général de BNP Paribas, Jean-Laurent Bonnafé, a qualifié de délire bureaucratique la CSRD : "et probablement ce n'est pas en accablant les entreprises de demandes en tout genre, et je crois que **la CSRD fait partie de ces délires bureaucratiques**, qui ne servent à rien, qui prennent beaucoup de temps". L'économiste Jézabel Couppey-Soubeyran lui répondait indirectement : "Assurément, ces réglementations pâtissent de leur complexité. Mais il faut être conscient de l'instrumentalisation de cette complexité. Par leurs doléances, les acteurs concernés requièrent des dispositions complexes pour ensuite mieux les dénoncer, exiger qu'on simplifie la réglementation, et ainsi ouvrir la brèche à la déréglementation". Pour le patron de BNP Paribas, la CSRD risquait "de créer pas mal de faux sens, qui pourraient amener certains d'entre nous au tribunal. N'importe qui peut demain être accusé de manquer à son devoir de vigilance". Pour Julia Faure, si on sabote la CSRD, "il y aura bientôt d'autres Rana Plaza". En octobre 2025, Patrick Pouyanné, PDG de TotalEnergies, et Roland Busch, PDG de Siemens AG, écrivent aux gouvernements européens au nom de 46 entreprises pour demander purement et simplement l'abrogation de la CSRD.

Était-ce bien nécessaire ? Ces gouvernements avaient eux-même déjà trahi leurs engagements antérieurs. En Allemagne, fin 2024, des ministres allemands clés écrivait à la Commission pour demander le report et des exemptions, suivi en janvier 2025 d'un courrier de leur chancelier lui-même. En France, le président Macron, après avoir déjà appelé à une pause réglementaire en mai 2023, déclarait à la 8ème édition du sommet Choose France (un sommet certifié événement responsable, ça ne s'invente pas) : "**il y a toutes ces réglementations, CS3D et CSRD. CS3D vient d'être reporté, certes, pour un an, mais il faudrait l'écarter**. Et je ne parle pas du contenu, je parle simplement de la façon de resynchroniser avec les États-Unis, sinon, nous n'aurons aucune chance compte-tenu de la situation, si nous disons que nous y procéderons dans 12 ou 18 mois parce que vous, vous avez vos business plans, vous allez chiffrer ces nouvelles réglementations. Donc, simplification, nous avons besoin de simplifications dans différents domaines".

La Commission von der Leyen 2 avait déjà tourné casaque en exposant, sur la base du rapport Draghi, "sa vision pour rendre l'économie de l'UE plus prospère et plus compétitive" avec sa "boussole pour la compétitivité". En clair, dans le "nouveau plan pour une prospérité et une compétitivité durables en Europe", la compétitivité a eu raison de la durabilité... et du "pacte vert pour l'Europe".

Coup de grâce des parlementaires européens. La menace de détricotage que redoutait Jézabel Couppey-Soubeyran s'est concrétisée le 13 novembre 2025 dans une indifférence quasi-générale quand le Parlement européen a adopté le paquet législatif dit Omnibus I "simplifiant" la CSRD et la CS3D. Ces directives sont en réalité vidées de substance, le périmètre des entreprises finalement couvertes par la CSRD est très réduit, son extraterritorialité abandonnée, **la simplification de la CS3D inclut la suppression de**

## **l'obligation pour les entreprises d'adopter et de mettre en œuvre un plan de transition climatique** conforme au cadre de l'Accord de Paris, etc.

On demandait de la patience compte tenu d'un calendrier de déploiement de ces lois prévu sur plus d'une décennie mais cette trajectoire réglementaire n'aboutira pas au résultat recherché. La fusée à quatre étages (taxonomie/CSRD/SFRD/MIF2) ne décollera jamais. Aux exigences initiales de la CS3D soutenues surtout par les ONG et certains think tanks, on préfère finalement les allégations sur les fonds durables de la SFDR, que soutiennent les acteurs financiers.

## **SFDR : un greenwashing d'atmosphère**

Voici la définition d'un investissement durable selon l'article 2(17) du [règlement](#) de l'Union européenne sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers :

«investissement durable»: un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif environnemental, 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, ou un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif social, 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, 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;

Nous pensons que cette définition volontairement imprécise est très mauvaise et crée à nouveau une confusion liée à l'emploi du mot **investissement**. Pour une entreprise non financière, c'est la construction ou l'acquisition d'un actif "réel" qui vise à améliorer les performances de l'entreprise (croissance des ventes, productivité, impact, réputation, etc.). Pour un fonds, acheter un titre financier sur le marché secondaire ne constitue **pas un investissement durable mais un placement d'argent** sur une durée plutôt courte en moyenne... et l'objectif en question **n'est pas un objectif d'impact de l'investisseur** au sens de l'intentionnalité-additionnalité-mesurabilité.

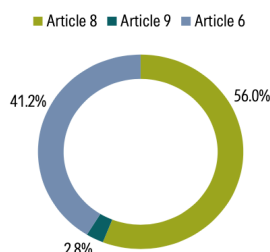
La SFDR, très critiquée, est aussi en cours de refonte donc nous ne serons pas longs sur les classifications dites article 6, 8 ou 9 car elles sont déjà obsolètes. Elles ne sont pas des labels mais représentent différents niveaux de contraintes en termes de transparence :

- les fonds article 6 n'ont pas de prétention spécifique de durabilité ;
- les fonds article 8 font la promotion des caractéristiques environnementales ou sociales ;
- les fonds article 9 affichent un objectif d'investissement durable.

Commençons par le meilleur : les fonds article 9. Ils sont anecdotiques en volume et, comme l'ont montré les enquêtes citées en introduction, une part significative des ces fonds était investie en actions et obligations du secteur des énergies fossiles, l'objectif de durabilité retenu par le fonds pouvant être tout à fait spécifique et indépendant d'autres objectifs de durabilité. Ce qui est la négation même du concept holistique de durabilité : "favoriser l'intérêt de la collectivité sur le long terme", voire même de la définition sus-citée.

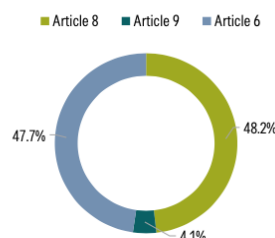
L'existence de l'article 9 permet de comprendre l'inanité de l'article 8. Le fonds Amundi que nous avons utilisé plus haut comme exemple est bien sûr un fonds classé article 8 : “Sans objectif d'investissement durable / [Ce produit financier promeut des caractéristiques environnementales ou sociales, mais n'a pas pour objectif l'investissement durable](#). Ce produit financier s'engage à réaliser des investissements durables”. En l'occurrence, il contiendra une proportion minimale de 40 % d'investissements durables. Ça aurait pu être zéro. Rappelons qu'il n'y a pas de rapport entre ces investissements durables et les investissements alignés avec la taxonomie verte. L'OPC le précise ailleurs : “Où se situe le pourcentage d'investissements alignés sur la taxonomie de l'UE par rapport aux périodes de référence précédentes? A la fin de la période précédente : le pourcentage d'investissements alignés sur la taxonomie était de 2.59%”. Sans surprise, moins de contraintes égale plus de potentiel, l'article 8 est celui qui est préféré par les vendeurs (BlackRock en tête puis Amundi) et représente 56 % du marché :

Exhibit 7a SFDR Fund Type Breakdown (by Assets)



Source: Morningstar Direct. Data as of September 2025. Based on SFDR data collected from prospectuses on 98% of funds available for sale in the EU, excluding money market funds, funds of funds, and feeder funds.

Exhibit 7b SFDR Fund Type Breakdown (by Number of Funds)



Source: Morningstar Direct. Data as of September 2025. Based on SFDR data collected from prospectuses on 98% of funds available for sale in the EU, excluding money market funds, funds of funds, and feeder funds.

À défaut de durabilité, l'article 8 permet surtout de promouvoir les fonds article 8... Bien sûr, il y a un écart très significatif entre les documents d'information (comme le document d'informations clés) et le matériel marketing de certains fonds qui relève souvent d'une communication trompeuse dont le but quasi-systématique est de faire miroiter au client un impact dans le monde réel comme une réduction des émissions de CO<sub>2</sub> par exemple.

À ce titre, 2° Investing Initiative relevait dans une [étude](#) portant sur 521 fonds durables totalisant 257 milliards d'actifs sous gestion que : **“Nous n'avons pas été en mesure de trouver un seul cas où la revendication de l'impact pouvait incontestablement être considérée comme compatible avec les principes interprétatifs applicables aux affirmations liées au marketing environnemental en vertu des critères de protection des consommateurs basés sur la DPCD (Directive relative aux pratiques commerciales déloyales des entreprises vis-à-vis des consommateurs dans le marché intérieur - 2005)”**.

Chacun pourra faire l'exercice avec le fonds et la société de gestion de son choix en utilisant les [critères de l'ADEME](#). En commençant par le nom du fonds lui-même. À ce titre et à défaut de faire respecter la loi, l'ESMA (European Securities and Markets Authority) a fait un peu la [police](#) sur les noms de fonds contenant des termes liés aux critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ou à la durabilité en édictant à l'été 2024 quelques lignes directrices en la matière. Il s'agissait d'essayer de créer une adéquation entre le nom et le contenu du fonds. [Morningstar](#) estime que, du 1er janvier 2024 au 21 mai 2025, date limite pour se conformer à ces nouvelles règles sur la dénomination

des fonds, au moins 1500 fonds relevant des articles 8 et 9 ont été renommés soit environ 30 % des fonds concernés.

Comme pour le nouveau label ISR, plus de rigueur ne conduit pas les gestionnaires à changer de stratégie pour conserver un nom plus “vert”, ni à désinvestir mais à changer le nom de leur fonds... Seuls quelques fonds qui avaient déjà un portefeuille quasi-conforme aux nouvelles directives ont adapté leurs allocations d’actifs. Finalement, peut-on penser une seconde que passer de “Multi-Asset Sustainable Future” à “Multi-Asset Conservative Responsible” ait le moindre effet sur le client final ?

Selon Morningstar, “Sustainable” reste le terme le plus utilisé dans les noms de fonds avec plus de 860 fonds l’utilisant à fin septembre, suivi de “ESG” (709), tandis qu’environ 310 fonds ont opté pour un terme lié au mot “transition”. Concernant la refonte de la SFDR, la proposition de la Commission européenne qui s’inscrit encore dans une logique de [“simplification”](#) des règles de transparence des produits financiers durables ne fait qu’entériner cette réalité comme elle le dit elle-même : “la Commission propose **trois catégories volontaires (Sustainable/Transition category/ESG basics)** qui s’appuient sur les pratiques existantes du marché”.

De manière tragi-comique, la [proposition](#) **supprime la définition de l’investissement durable au titre du SFDR**, “qui avait donné lieu à diverses interprétations et difficultés de mise en œuvre dans la pratique” : “Au lieu de cela, le nouveau cadre intègre le concept sous une forme **simplifiée**, dans des critères clairs, **ce qui permettra aux acteurs du marché de conserver les mêmes pratiques**. En outre, **la troisième catégorie peut potentiellement inclure une grande majorité des produits ESG actuellement sur le marché**”.

On ne définit plus ce qu’on prétend réguler... Le règlement ne vise plus à changer les pratiques, ce sont les pratiques qui changent le règlement. Les fonds de la catégorie ESG pourront toujours investir dans les développeurs pétro-gaziers, les fonds de transition pourront peut-être toujours investir dans certains pétro-gaziers “en transition”. La proposition de la Commission va maintenant être négociée par les co-législateurs.

Et à la fin, c’est la faute des conseillers...

La Chambre Nationale des Conseils en Gestion de Patrimoine (CNCGP) publie un [guide pratique](#) de la durabilité qui recense “les points à aborder avec les épargnants” avec un exemple de questionnaire (p. 16-17). La troisième question : “Quel est votre objectif en matière de durabilité ?” rappelle assez bien nos catégories Rouge/Bleu/Jaune.

- Vous souhaitez **avoir un impact positif clair sur la société et/ou l’environnement** grâce à votre investissement
- Vous souhaitez **aligner vos investissements sur vos valeurs** personnelles
- Vous souhaitez investir dans des produits **intégrant les risques et opportunités ESG**

“[Les conseillers semblent encore mal à l’aise avec les placements prenant en compte les thématiques environnementales ou sociétales](#)”. Nous nous inscrivons totalement en faux contre cette déclaration : **le problème, ce ne sont pas les conseillers, pas plus que le**

**public ; le problème, c'est l'offre** qui est largement invendable quand on a un peu de rigueur et d'éthique ; alors ne soyons pas surpris que les CGP renâclent. C'est sans aucun doute un signe d'intégrité.

C'est assez difficile de vendre du jaune bleui avec les mots des Rouges... Comment répondre à certaines inquiétudes légitimes des clients ? Le guide ne peut que reprendre péniblement les éléments de langage des vendeurs. Par exemple, la réponse à "la prise en compte de critères extra-financiers va-t-il pénaliser la performance de mes investissements ?" reste assez hésitante bien évidemment. Voici la réponse à "À quoi sert-il d'investir dans des fonds durables ? (p. 18 du guide) :

En investissant en Bourse, l'épargnant met son argent sur un **marché secondaire**. Les parts s'échangent d'un acteur à l'autre mais il n'y a pas de création de titres, à la seule exception des introductions en Bourse. De ce point de vue, **l'impact matériel de son investissement est relativement limité**. La réglementation a cependant été pensée pour diriger les capitaux vers les entreprises les plus vertueuses, au détriment des acteurs mal positionnés sur le plan de la durabilité. **En théorie**, cela devrait favoriser ces sociétés sur le long terme, **en abaissant leur coût de financement** (et inversement). Par ailleurs, le rôle des sociétés de gestion ne se limite pas à acheter les titres. Elles ont aussi un rôle en matière de vote et d'engagement. De ce fait, elles peuvent **influencer les politiques de la société**, mais aussi **les aider en leur faisant part des bonnes pratiques ou en leur faisant remonter des points d'amélioration**. L'assemblée générale est à ce titre un temps fort, les gérants peuvent avoir des discussions avec la direction en amont et aussi déposer des résolutions pour les inciter à progresser sur certains aspects ESG mais aussi à fournir davantage d'informations. **Par ailleurs, tout au long de l'année, les sociétés de gestion, seules ou au sein de coalitions d'actionnaires, écrivent au management des entreprises en portefeuille**, et les rencontrent, afin de porter leurs sujets et leurs demandes. Cette dimension a d'ailleurs été renforcée dans la dernière version du référentiel du label ISR.

Nous savons que ces "théories" sont fausses... Sinon, quelqu'un est volontaire pour acheter une action TotalEnergies et faire remonter à Patrick Pouyanné un point d'amélioration à propos d'EACOP ?

## 13. Conclusion

Le monde réel se transforme sur certains plans car les États rendent certains actifs verts investissables ou bancables pour les financeurs privés en subventionnant ou en dérisquant ces actifs mais "l'autre acteur pouvant supporter une part du coût de la transition par une diminution de la rentabilité du capital" (rapport Perrier) est aux abonnés absents.

Pourtant une finance durable s'est développée qui noie le poisson pour l'épargnant. Vous préférez gagner de l'argent ou bien **gagner de l'argent et en même temps sauver la planète** ? Hum... Choix difficile... Ce faux dilemme cache une escroquerie intellectuelle : les solutions proposées par l'industrie de la gestion ne sont pas l'équivalent d'un écogeste. Qui

aurait pu prédire qu'en achetant ou en vendant une action TotalEnergies on n'arriverait pas à guider le dirigeant de cette entreprise ! Les solutions offrent seulement un décor pour se donner bonne conscience. Un décor complexe avec son langage pseudo-scientifique, sa logique artificielle, ses illusions de sens et le sérieux de ceux qui veulent qu'on les croit pour reprendre les mots de [Ibrahima Fall](#) à propos de "la science des solutions imaginaires".

Un décor qui résiste mal au temps qui passe. Dans sa [lettre aux clients de 2020](#), Larry Fink, le PDG de BlackRock, utilisait les mots "durable-durabilité" 61 fois, "ESG" 26 fois et climat 9 fois. **Dans sa lettre de 2025, aucun de ces termes n'était mentionné**, même pas une seule fois. Un retournement qui date de bien avant la réélection de Trump. En France, la finance durable est également en échec. Évidemment au plan des résultats qui sont inexistants mais aussi en termes d'image.

Malgré un soutien absolument incroyable des institutions, nationales et européennes, des grands médias, le public ne marche pas. Quand c'est flou, c'est qu'il y a un loup pense-t-il peut-être. On peut d'ailleurs s'interroger sur ce soutien inconditionnel. Après que les mécanismes d'épargne salariale ont beaucoup fait pour le développement des fonds ISR, la loi Pacte de 2019 a imposé aux assureurs de proposer dans leurs contrats multi supports au moins un fonds solidaire, un fonds labellisé ISR et un fonds vert (label Greenfin). C'est une chose mais que dire de l'AMF qui reprend dans son [guide pédagogique](#) sur la finance durable les éléments de langage des vendeurs à l'identique : "comment **donner du sens à son épargne** ?". Cette dérive, ce conflit d'intérêt, a été pointée du doigt par [Thierry Philipponnat](#), fondateur de Finance Watch qui a démissionné de sa position à l'AMF. Que dire du gouvernement quand le label ISR lance une [campagne nationale](#) pour encourager les Français à **donner davantage de sens à leur épargne** : "Label ISR, changez le monde, pas vos ambitions". Cette initiative ne change pas le monde... mais permet à ces gestionnaires de collecter des liquidités notamment auprès des millenials, de soigner son image et aussi d'augmenter ses revenus, semble-t-il, car les fonds durables ont des frais de gestion supérieurs aux autres selon le [Wall Street Journal](#).

Le "passage à l'échelle" a vidé de substance l'ambition de la démarche éthique ou écologique. C'est une victoire du marketing qui répond aux besoins de l'industrie de la gestion d'actifs (les vendeurs) mais pas à ceux des utilisateurs (les acheteurs) qui souhaiteraient avant tout **avoir un impact sur l'économie réelle**. L'écart entre l'offre concrète et cette demande sincère est presque un fossé infranchissable.

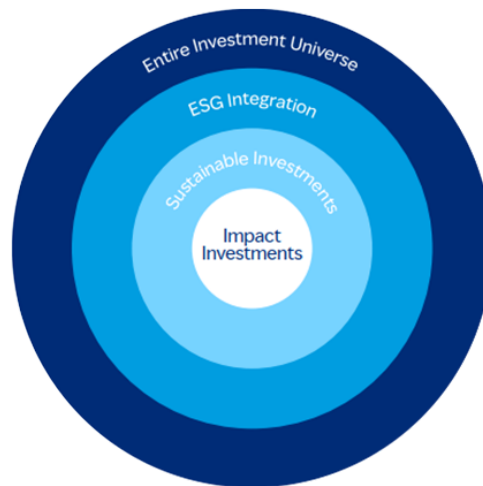
Les trois principaux critères considérés par les investisseurs particuliers restent invariablement **la sécurité du placement**, sa **rentabilité** (c'est-à-dire de fait le couple risque-rendement) et sa **liquidité**. Les français.es font évoluer leurs placements en fonction des avantages que peut leur offrir le marché ou la fiscalité. Leur priorité, c'est légitimement leur projet de vie : anticiper la retraite, acheter un logement, aider un enfant etc, et ils choisissent des placements, des risques, des horizons, qui leur permettent de réaliser ces objectifs. Ils n'ont pas le projet de "financer le logement social" en ouvrant un livret A. "Mieux mobiliser l'épargne", "réorienter les flux de capitaux vers des investissements durables" sont des formules bien creuses s'agissant des particuliers. Ce n'est pas en achetant des parts de fonds investis sur les marchés cotés qu'ils ont la main sur grand-chose et financent une transition durable. **La vertu volontaire des individus ne pourra pas suppléer un système défaillant.**



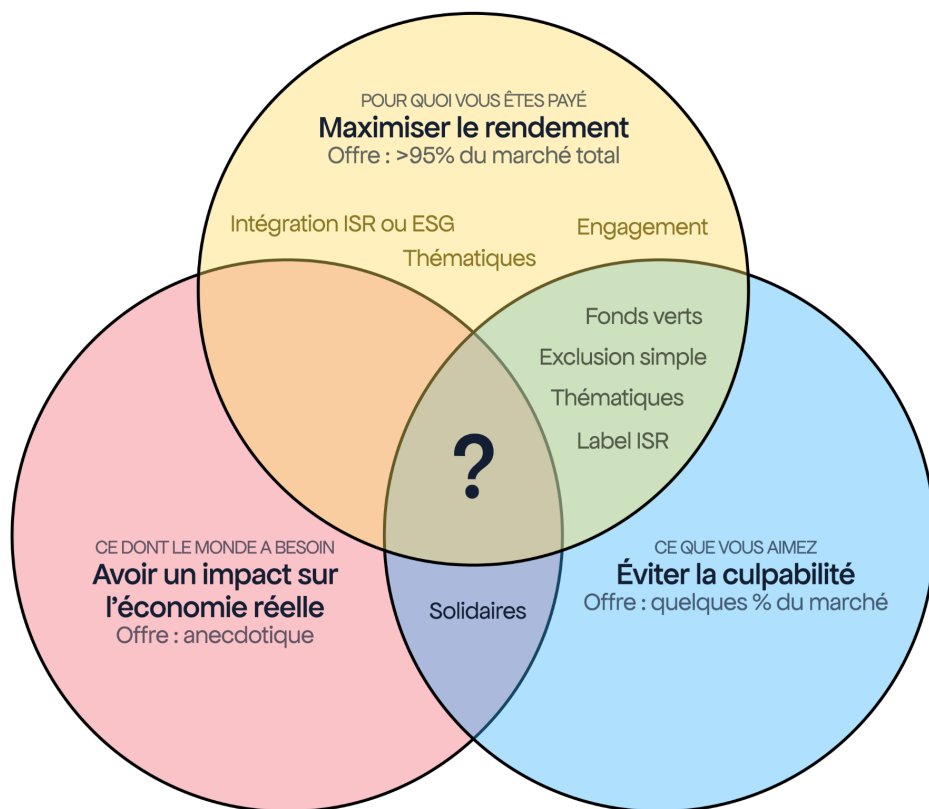
Plutôt que de se concentrer sur le maillon le moins approprié de la **chaîne d'investissement**, ce sont bien **les institutions elles-mêmes (grands investisseurs institutionnels et sociétés de gestion, banques, banques publiques et centrales etc.) qui doivent être réformées**. C'est ce qu'avait fait Roosevelt en son temps quand il a séparé les banques d'affaires et les banques de collecte et de crédit. De nombreuses propositions sont déjà avancées qui définissent des moyens d'agir via la puissance publique pour sérieusement réglementer la finance. On pourrait créer des obligations sérieuses, de vraies interdictions, des contraintes en fonds propres, mandater la Banque Centrale pour gérer des taux différenciés, etc. Rien à voir avec un label ISR, l'objectif net zéro d'une entreprise isolée, un stress test climatique ou un marché de compensation carbone...

## Ikigai de la finance durable

Vous trouverez souvent cette [représentation](#) avec une imbrication qui **semble indiquer une exigence croissante de la finance traditionnelle jusqu'à la finance à impact** : finance à impact  $\subset$  fonds durables  $\subset$  intégration ESG  $\subset$  finance traditionnelle.



Même le [rapport](#) (p. 6) de Finance For Tomorrow sur la définition de la finance à impact inclut un schéma de cette nature, évoque un plancher, une "gradation des pratiques de la finance durable" etc. Cette vision est totalement erronée : **une finance véritablement durable**, qui ne met pas en péril l'habitabilité sur Terre, **ne peut pas être englobée dans le paradigme traditionnel et actuel de la maximisation du rendement ajusté du risque**.



“La folie, c’est de faire toujours la même chose et de s’attendre à un résultat différent”  
(Einstein)