Réglementation de la finance durable - Acteurs du marché financier : analyse comparative pour la Suisse

E4S White Paper
2023- 6

Acteurs du marché financier : analyse comparative pour la Suisse

White Paper 3 - série E4S sur la réglementation de la finance durable

Jean-Luc Chenaux,[1] Edoardo Chiarotti,[1,2] Jean-Pierre Danthine,[2,3] Alisa Gessler,[1,2]
Florence Hugard[1,2] et Manon Schläpfer[1]

Juillet 2023

© Enterprise for Society (E4S) Center, 2023

Remerciements à Yvonne Lenoir-Gehl, Jean-Samuel Hofmann, Michel Jaccard et Juan Lopez-Villarejo pour la relecture, à Jordane Widmer pour la conception graphique ainsi qu'au service de langues de Pictet pour la traduction. Nous remercions également nos partenaires Marc Briol (Pictet), Marie-Laure Schaufelberger (Pictet), Laure Castella (Retraites Populaires) et Jean-Christophe Van Tilborgh (Retraites Populaires) pour les discussions instructives.

Enterprise for Society (E4S) est une joint-venture de l'Université de Lausanne à travers sa faculté des Hautes Études Commerciales (UNIL-HEC), de l'Institute for Management Development (IMD) et de l'École Polytechnique Fédérale de Lausanne (EPFL), sous l'égide du Collège de Management de la Technologie, dont la mission est de mener la transition vers une économie plus résiliente, durable et inclusive. E4S s'engage à former la prochaine génération de dirigeants, à inspirer la transformation économique et sociale ainsi qu'à promouvoir le changement en consolidant les start-ups et en stimulant l'innovation.

Affiliations des auteurs :

[1] Université de Lausanne (UNIL)
[2] Enterprise for Society Center (E4S)
[3] École Polytechnique Fédérale de Lausanne (EPFL)
[4] International Institute for Management Development (IMD)

TABLE DES MATIERES

1 Introduction 7

2 Améliorer la transparence quant À la durabilité des produits financiers 9

2.1 L'UE, précurseur des publications sur les produits financiers durables 9

2.1.1 Exigences de publication au niveau de l'entreprise et du produit financier 10

2.1.2 Ambitieux mais encore perfectible 12

2.2 La Security and Exchange Commission (SEC) prend les choses en main en fournissant un cadre de publication aux acteurs du marchÉ américain 13

2.2.1 Exigences de publication au niveau du produit financier 14

2.2.2 Réactions et suggestions du marché 15

2.3 La Suisse : une tradition de subsidiarité qui commence à prendre de la vitesse 16

2.3.1 Publications de durabilité par le secteur en réponse à l'appel du Conseil fédéral 17

2.3.2 Le Conseil fédéral serre la vis 17

2.4 Recommandations pour la Suisse 19

2.4.1 Prise en compte de l'interopérabilité des cadres de publication 19

2.4.2 Garantir la disponibilité des données relatives aux entreprises bénéficiaires 20

2.4.3 Exiger de la transparence des informations utiles à la prise de décision 21

3 Classement des produits financiers en fonction de leurs caractéristiques de durabilité 25

3.1 Règles relatives aux noms et labels des fonds : « fonds durable », est-ce une garantie ? 25

3.1.1 L'*Amendment to the Name Rule* américain, un petit pas vers la classification 25

3.1.2 Le SFDR de l'UE mal compris en tant que système de classification et la solution provisoire de l'AEMF 26

3.1.3 Le Royaume-Uni plaide en faveur de labels dans une approche axée sur le consommateur 30

3.1.4 La Suisse adopte une approche attentiste 34

3.1.5 Recommandation pour la Suisse 34

3.2 Obligations vertes : que signifie « vert » ? 37

3.2.1 Le secteur à l'avant-garde 37

3.2.2 Catalogue chinois des projets validés pour un financement par des obligations vertes 39

3.2.3 La norme des obligations vertes européennes 40

3.2.4 Les premiers pas de la Suisse vers un cadre destiné aux obligations vertes 42

3.2.5 Recommandations pour la Suisse 43

4 Intégration des préférences de durabilité des clients aux services consultatifs 45

4.1 L'UE, première à exiger l'intégration des préférences ESG des clients 45

4.2 En Suisse 47

4.2.1 Aucune obligation légale de demander et d'intégrer les préférences ESG des clients 47

4.2.2 Or, les autoréglementations établissent une telle obligation 48

4.2.3 Impact de la directive MiFID II sur les acteurs suisses 49

4.3 Recommandations pour la Suisse 51
5 Annexes 53
6 Abréviations 59
7 Glossaire 61
8 Références 63

RESUME

Au cours des dernières années, les acteurs du marché financier ont été soumis à une pression réglementaire accrue concernant la durabilité. En Europe, en Amérique du Nord ou en Asie, les régulateurs ont commencé à mettre en œuvre des réglementations afin d'atteindre trois objectifs principaux : (1) améliorer la transparence sur les caractéristiques de durabilité des produits financiers, (2) encourager des systèmes de classification des produits financiers fondés sur leurs caractéristiques de durabilité et (3) exiger l'intégration des préférences ESG des clients aux services consultatifs. Cette analyse examine ces trois objectifs, la façon dont ils sont atteints en Suisse et dans les juridictions étrangères ainsi que la façon dont les régulateurs peuvent améliorer le statu quo en Suisse.

Premièrement, la réglementation peut améliorer la transparence par rapport aux caractéristiques de durabilité des produits financiers. Une meilleure transparence peut atténuer le risque d'écoblanchiment et la normalisation des informations publiées peut améliorer la comparabilité des produits. En Suisse, la plupart des exigences de durabilité concernant les acteurs et produits financiers ne relèvent pas d'une législation étatique contraignante mais plutôt de lignes directrices facultatives fondées sur le marché. Le Conseil fédéral s'est récemment montré plus proactif, en renforçant les autoréglementations existantes du secteur. Il a également chargé le Département fédéral des finances d'élaborer une proposition concernant les exigences de publication liées aux produits et services financiers durables et fait pression afin que des accords sectoriels en vue d'objectifs à zéro émission nette soient conclus.

Malgré la dynamique et la tradition réglementaires de la Suisse, une marge permet encore d'améliorer le cadre suisse relatif aux publications de durabilité fournies par les acteurs du marché financier, à la lumière des développements réglementaires au sein de l'UE et aux États-Unis. Les recommandations adressées aux régulateurs suisses sont les suivantes : (1) examiner l'interopérabilité des cadres de publication entre les juridictions, par ex. à travers une conformité substituée ; (2) veiller à ce que les acteurs du marché financier puissent accéder aux données sur les entreprises bénéficiaires pour leurs obligations de reporting et (3) se concentrer sur la transparence pour les informations utiles à la prise de décision en établissant des exigences de publication (a) au niveau du produit et du fournisseur, (b) avec des indicateurs scientifiques, (c) en tenant compte de la politique d'engagement et (d) sur le potentiel des entreprises bénéficiaires répréhensibles à améliorer leur performance de durabilité.

Deuxièmement, la réglementation peut encourager des systèmes de classification des produits financiers en fonction de leurs caractéristiques de durabilité. La clarté des caractéristiques et objectifs liés aux produits permet de veiller à ce que les investisseurs finaux achètent des produits correspondant à leurs besoins et d'améliorer la confiance dans le marché. Tandis que des régulateurs étrangers tels que l'UE, les États-Unis, le Royaume-Uni et la Chine ont commencé à proposer des règles de classification et labélisation des produits, à savoir les fonds et les obligations, la Suisse joue la carte de l'attentisme et adopte une approche fondée sur le marché.

En ce qui concerne la classification des fonds, la prochaine proposition du Département fédéral des finances (automne 2023) devrait inclure une définition plus précise des produits et services financiers durables. Compte tenu des développements internationaux, les recommandations envers cette proposition sont les suivantes : (1) établir une définition avec des normes environnementales et sociales minimales et (2) proposer un système de classification des produits ayant un objectif en matière d'impact et de transition, en adoptant un cadre déjà existant ou en créant son propre cadre fondé sur des règles de dénomination ou labels.

Pour la classification des obligations vertes, la Suisse ne devrait pas nécessairement élaborer de nouveaux critères suisses destinés aux activités d'obligations vertes éligibles, comme le font certaines juridictions étrangères. Elle devrait plutôt encourager à suivre l'approche fondée sur le marché appliquée dans l'émission des obligations souveraines vertes suisses et promouvoir les certifications d'obligations vertes.

Troisièmement, la réglementation peut exiger l'intégration des préférences de durabilité des clients aux services consultatifs. Demander des informations quant aux préférences de durabilité des clients permet de veiller à ce que les conseillers agissent dans le meilleur intérêt de leurs clients, en proposant des produits répondant à leurs préférences de durabilité mais aussi financières. En Suisse, les conseillers ne sont soumis à aucune exigence explicite de s'enquérir des préférences de durabilité de leurs clients. Des associations faîtières telles que l'Association suisse des banquiers ont toutefois mis au point une autoréglementation concernant l'intégration de l'ESG au processus consultatif.

Les régulateurs suisses pourraient mieux atteindre cet objectif en (1) introduisant des exigences communes applicables à l'ensemble des conseillers financiers pour la demande explicite et l'intégration des préférences ESG des clients au processus consultatif et (2) en informant les investisseurs quant aux possibilités d'investissement en matière de durabilité.

POINTS ESSENTIELS

Les acteurs du marché financier ont été soumis à une pression réglementaire accrue concernant la durabilité, en Suisse comme à l'étranger. Ces règlements visent à atteindre trois objectifs principaux :

1 **Améliorer la transparence quant à la durabilité des produits financiers**. Malgré la volonté du Conseil fédéral de renforcer l'autoréglementation, une marge permet encore d'améliorer le cadre suisse de publication des informations de durabilité, notamment en ce qui concerne l'interopérabilité, la disponibilité des données et la pertinence des informations publiées.

2 **Encourager un système de classification des produits financiers en fonction de leurs caractéristiques de durabilité.** Pour les fonds d'investissement, les régulateurs suisses devraient publier une définition plus précise des produits financiers durables. S'agissant des obligations vertes, la Suisse devrait favoriser une approche fondée sur le marché à court terme, en adoptant les critères existants pour les émissions et certifications.

3 **Intégrer les préférences ESG des clients aux services consultatifs**. Tandis que les conseillers suisses ne sont soumis à aucune exigence explicite de s'enquérir des préférences de durabilité de leurs clients, des associations faîtières ont élaboré une autoréglemention relative à l'intégration de l'ESG au processus consultatif. Les régulateurs suisses pourraient compléter ce cadre en y adjoignant des exigences communes et la formation des investisseurs.

SERIE E4S SUR LA REGLEMENTATION DE LA FINANCE DURABLE

Cette série E4S sur la réglementation de la finance durable étudie l'évolution réglementaire en Europe et au-delà et aborde les implications pour les entreprises, les acteurs du marché financier, les régulateurs et la société civile suisses. **La tradition de la subsidiarité suisse à la lumière des approches à l'étranger** pose les bases méthodologiques et théoriques de cette série en évaluant les objectifs réglementaires des différentes juridictions et en comparant leurs approches réglementaires en matière de finance durable. **Entreprises : analyse comparative pour la Suisse** confronte les réglementations en matière de reporting sur la durabilité ciblant les entreprises dans différentes juridictions et fournit des recommandations pour la Suisse. Le troisième white paper, intitulé **Acteurs du marché financier : analyse comparative pour la Suisse**, met en lumière les spécificités et implications pour les acteurs du marché financier.

1 INTRODUCTION

Au cours des dernières années, les acteurs du marché financier ont été soumis à une pression réglementaire accrue concernant la durabilité, quelle que soit leur juridiction. En 2018, l'Union européenne (UE) a adopté une approche holistique par le biais du plan d'action de l'UE sur la finance durable [1]. Dans le cadre de ce plan, les régulateurs européens ont élaboré le règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (Sustainable Finance Disclosure Regulation ou SFDR) [2], afin d'améliorer la transparence sur les caractéristiques de durabilité des produits financiers.(Section 2.1) Ils ont également proposé des règles pour nommer les fonds selon des termes liés à l'ESG et à la durabilité (Section 3.1.2.3), ainsi qu'une norme pour l'émission d'obligations vertes (Section 3.2.1). Pour terminer, les régulateurs de l'UE ont adapté les réglementations existantes sur les services consultatifs afin de tenir compte des préférences de durabilité des clients (Section 4.1). Aux États-Unis, la Security and Exchange Commission (SEC) prend les choses en main en fournissant aux acteurs du marché américain un cadre de publication sur les questions de durabilité (Section 2.2). La SEC a également été à l'origine de règles de dénomination pour les termes de durabilité appliqués aux fonds, fondées sur leur approche d'investissement en matière de durabilité (Section 3.1.1). D'autres marchés importants pour les produits et services durables sont également en train d'élaborer des cadres réglementaires. Par exemple, la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni a récemment publié une proposition de labels pour les produits financiers durables ainsi que des obligations de publication correspondantes (Section 3.1.3). La Chine a plutôt placé l'accent sur les obligations vertes à travers son catalogue des projets validés pour un financement par des obligations vertes (Green Bond Endorsed Projects Catalogue) (Section 3.2.2).

Dans ce contexte, la Suisse a adopté une approche fondée sur le marché qui s'appuie sur l'autoréglementation émanant des associations faîtières, tout en la renforçant [3]. Fin 2021, le Conseil fédéral a demandé d'agir afin d'empêcher l'écoblanchiment, en particulier pour « *promouvoir des définitions uniformes de l'effet des placements sur le développement durable* » [4]. Depuis lors, les organisations faîtières ont publié diverses lignes directrices et autoréglementations afin d'améliorer la transparence. Dans sa prise de position de décembre 2022 [5], [6], le Conseil fédéral a constaté que les mesures adoptées par le secteur étaient insuffisantes et a esquissé une définition du produit financier durable. Il a également chargé le Département fédéral des finances (DFF) de présenter une proposition concernant les exigences de publication liées aux produits et services financiers durables. Il s'efforce d'obtenir dans le même temps des accords sectoriels sur les publications relatives à la durabilité pour les produits financiers. La Confédération suisse a parallèlement émis des obligations vertes souveraines, proposant indirectement des orientations concernant l'émission d'obligations vertes à destination d'acteurs publics et privés (Section 3.2.4). En ce qui concerne les services consultatifs, la législation suisse ne prévoit aucune obligation légale de demander et d'intégrer les préférences ESG des clients mais certaines associations faîtières ont abordé ce sujet en élaborant des lignes directrices claires à l'intention de leurs membres (Section 4.2).

De façon générale, ces réglementations relatives aux produits et services financiers durables visent à atteindre trois objectifs principaux : (1) améliorer la transparence sur les caractéristiques de durabilité des produits financiers (Section 2), (2) encourager des systèmes de classification des produits financiers fondés sur leurs caractéristiques de durabilité (Section 3) et (3) exiger l'intégration des

préférences ESG des clients aux services consultatifs (Section 4). Une transparence accrue des caractéristiques de durabilité des produits financiers peut atténuer le risque d'écoblanchiment et la normalisation des informations publiées peut améliorer la comparabilité des produits. Un système de classification des produits financiers apporte de la clarté et aide à garantir que les investisseurs finaux achètent des produits correspondant à leurs besoins mais améliore aussi la confiance dans le marché. L'intégration des préférences de durabilité des clients aux services consultatifs permet de veiller à ce que les conseillers agissent dans le meilleur intérêt de leurs clients, en proposant des produits répondant à leurs préférences de durabilité mais aussi financières.

Ce rapport étudie ces trois objectifs, analyse la façon dont ils sont atteints en Suisse et dans les juridictions étrangères et formule, à l'intention des régulateurs, des recommandations quant à la façon d'améliorer le statu quo en Suisse. Les juridictions étrangères étudiées ont été sélectionnées en fonction de leur pertinence pour le marché helvétique mais aussi selon l'approche qu'elles adoptent afin d'atteindre les objectifs susmentionnés. Afin de contribuer au débat actuel, ce rapport se concentre sur la réglementation relative aux produits et services financiers durables ainsi qu'aux acteurs du marché financier qui les vendent, en vigueur ou à l'étude à partir de juin 2023.

2 AMELIORER LA TRANSPARENCE QUANT A LA DURABILITE DES PRODUITS FINANCIERS

Exiger des publications sur les caractéristiques de durabilité des produits financiers est nécessaire pour encourager les flux financiers en ce sens. Une transparence accrue peut atténuer le risque d'écoblanchiment et la normalisation des informations publiées peut améliorer la comparabilité des produits. Les juridictions ont des approches de publication différentes mais le degré de publication requis dépend généralement de la façon dont les caractéristiques de durabilité des produits financiers sont annoncées. Le régulateur européen a fixé des exigences de publication au niveau des entreprises et des produits, par le biais de son *règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers* (Sustainable Finance Disclosure Regulation ou SFDR) [2], dont les articles 6, 8 et 9 définissent les exigences de publication liées aux produits, en fonction de leurs caractéristiques et objectifs de durabilité annoncés (Section 2.1). Aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission (SEC) prend l'initiative en matière de publication liée à la durabilité par les acteurs du marché financier. La SEC a récemment proposé des obligations de publication en fonction de la façon dont les questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) sont intégrées à la stratégie d'investissement d'un produit financier (Section 2.2). En Suisse, le Conseil fédéral maintient sa tradition de subsidiarité mais agit également outre les autoréglementations et lignes directrices facultatives des organisations faîtières (Section 2.3). Une marge d'amélioration existe toutefois encore au niveau de la publication et une transition réussie de l'économie avec l'aide des marchés financiers nécessite des mesures plus contraignantes (Section 2.4).

2.1 L'UE, PRECURSEUR DES PUBLICATIONS SUR LES PRODUITS FINANCIERS DURABLES

Dans le SFDR, le point de départ de la publication d'informations liées aux produits financiers durables consiste à définir ce qu'est un investissement durable. Adopté en novembre 2019 et en vigueur depuis 2021, le SFDR fournit une définition explicite de ce qu'est un investissement durable dans le contexte de la publication : un investissement dans une activité économique qui (1) contribue à un objectif environnemental ou à un objectif social à condition que (2) ces investissements ne causent pas de préjudice important (Do Not Significant Harm ou DNSH) à l'un de ces objectifs et que (3) les entreprises bénéficiaires suivent des pratiques de bonne gouvernance.[1] En gardant cette définition à l'esprit, le SFDR vise à améliorer la transparence des produits pour les investisseurs finaux en établissant des exigences de

[1] La définition exacte est la suivante : « 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 lesquelles 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. », SFDR, art. 2 ch. 17.

publication à la fois pour les entreprises et les produits financiers, en fonction de la façon dont le profil de durabilité du produit financier est annoncé sur le marché de l'UE (Section 2.1.1) [7, p. 417f.], [8, p. 173]. Au cours de l'année écoulée, le régulateur européen a tenté de clarifier les spécificités du SFDR mais certaines limites persistent (Section 2.1.2).

2.1.1 Exigences de publication au niveau de l'entreprise et du produit financier

Le SFDR établit des obligations de transparence au niveau de l'entreprise, lesquelles s'appliquent à l'ensemble des acteurs des marchés financiers[2] et aux conseillers financiers établis dans l'UE ou à ceux qui commercialisent leurs produits auprès de clients européens.[3] Ils doivent en particulier indiquer comment les principales impacts négatives des produits financiers sur les facteurs de durabilité, c'est-à-dire les principales impacts négatives (PIN), sont traitées (art. 4), comment les risques de durabilité sont intégrés au processus décisionnel d'investissement (art. 3) et comment les politiques de rémunération des acteurs du marché financier sont adaptées à l'intégration des risques de durabilité (art. 5). Par exemple, une gestionnaire d'actifs investissant dans des actions de sociétés doit indiquer comment elle tient compte du fait que ces sociétés (1) sont susceptibles d'exercer une impact négative sur l'environnement, (2) que leurs activités sont susceptibles d'être exposées à des risques environnementaux (par ex. des inondations), avec un effet négatif potentiel sur les rendements pour ses clients et (3) comment sa rémunération intègre ces risques.

Le SFDR établit également des obligations de transparence au niveau des produits financiers distribués dans l'UE. Tous les acteurs du marché financier qui distribuent et commercialisent ces produits sont tenus de publier des informations à leur sujet, en fonction de la façon dont leurs aspects de durabilité sont annoncés : **l'art. 9** concerne les produits ayant un objectif de durabilité, l'**art. 8**, les produits promouvant des caractéristiques de durabilité et l'**art. 6** les produits qui n'intègrent pas la durabilité au processus d'investissement.

Pour tous les types de produits financiers et conformément aux art. 6 et 7, qui se concentre sur les impacts négatifs, un acteur du marché financier doit indiquer dans les informations précontractuelles comment les produits intègrent les risques de durabilité sur la base du principe « comply-or-explain » ainsi que préciser si et comment ils tiennent compte des PIN sur les facteurs de durabilité.[4] Par exemple, un gestionnaire d'actifs vendant un fonds d'investissement thématique investissant dans des entreprises alimentaires doit publier des informations sur l'impact du fonds : l'empreinte carbone, l'exposition des activités des entreprises à des risques d'inondation et la façon dont ces risques sont reflétés dans la valeur des entreprises et donc du fonds.

Pour les produits financiers visés aux art. 8 et 9, les acteurs du marché financier sont tenus de fournir des informations supplémentaires au client par le biais d'un moyen de communication, c'est-à-dire les informations précontractuelles, les rapports et le site web. Cela comprend les informations relatives aux caractéristiques du produit, à la stratégie d'investissement, aux

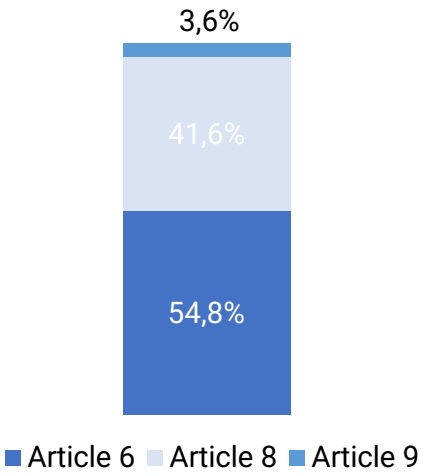
[2] Cela renvoie aux entreprises d'assurance, entreprises d'investissement, institution de retraite et gestionnaires de fonds [2, Art. 2 nº 17].

[3] Les acteurs du marché financier dont les activités se limitent à l'exécution sont exclus du champ d'application du SFDR car ils fournissent uniquement des services à l'initiative du client, s'occupant principalement de produits financiers non complexes, et ne font pas la publicité de fonds spécifiques [2, Art. 2 nº 1].

[4] Les PIN sont les « impacts des décisions d'investissement et des conseils en investissement qui entraînent des effets négatifs sur les facteurs de durabilité » [2, Paragr. 20 Preamble].

méthodes de mesure des caractéristiques environnementales et sociales promues et

Figure 1 : Répartition des produits financiers vendus dans l'UE, en fonction de leur type de publication et du nombre de fonds



Remarque : état en mars 2023. Sur la base des données recueillies dans les prospectus de 97,6 % des produits disponibles à la vente dans l'UE, à l'exclusion des fonds du marché monétaire, des fonds de fonds et des fonds nourriciers. Source : Morningstar (2023) [11].

La Figure 1 présente la répartition des produits de l'UE selon les articles 6, 8 et 9 et l'Annexe 1 décrit, pour ces trois articles, les

à leurs limites, ainsi qu'à la politique d'engagement.[5]

critères concernant les produits financiers, les exigences de publication associées et un exemple de produit devant se conformer à ces exigences. Le SFDR garantit la publication d'informations liées à la durabilité : elle n'a pas pour vocation de fournir un label aux produits financiers sur la base de thématiques de durabilité spécifiques (Section 3.1.2) [12, p. 713 ff.].

Les autorités européennes de surveillance[6] ont précisé les modalités de publication des informations relatives au SFDR par le biais de normes techniques de réglementation (Regulatory Technical Standards ou RTS) et d'une orientation réglementaire. En avril 2022, elles ont publié les RTS dites de niveau 2 [9],[7] complétant le SFDR (dit de niveau 1) et précisant le contenu ainsi que les modalités de ses obligations de transparence, par ex. des critères DNSH, des objectifs environnementaux et sociaux. Les RTS veillent à ce que les informations publiées soient suffisamment claires, concises et visibles.[8] Applicables à partir du 1er janvier 2023, ces normes clarifient l'interprétation et l'application uniformes des exigences relatives aux produits visées aux art. 8 et 9 [9, Art. 68]. Les autorités européennes de surveillance ont ensuite tenté d'apporter

[5] Au niveau de l'entreprise, comme décrit à l'art. 4 du SFDR, les acteurs du marché financier devront publier, entre autres, de brefs résumés des politiques d'engagement visant à réduire les principales impacts négatives. Ces brefs résumés doivent inclure (1) les indicateurs concernant les impacts négatives prises en considération dans les politiques d'engagement et (2) la manière dont ces politiques d'engagement seront adaptées si les principales impacts négatives ne sont pas réduites sur plus d'une période couverte ist [9, Art. 8]. Pour les produits financiers visés aux art. 8 et 9 et lorsque l'engagement fait partie de la stratégie du produit, l'acteur du marché financier décrit les politiques d'engagement mises en œuvre [9, Art. 35 and 48]. Dans leur récent document de consultation, les autorités européennes de surveillance ont développé ces exigences de publication au niveau du produit sur les politiques d'engagement et ont proposé la publication d'informations supplémentaires, telles que la stratégie de dialogue, l'exercice du droit de vote, le plan d'escalade, lorsque les produits financiers ont des objectifs de réduction des émissions de GES [10, Art. 29 and 42a].

[6] À savoir l'Autorité bancaire européenne (ABE), l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP).

[7] Règlement délégué de la Commission (UE) 2022/1288 du 6 avril 2022. Un amendement a été introduit afin de mettre à jour les publications de modèles concernant l'exposition des produits financiers aux investissements en faveur d'activités liées au gaz fossile et à l'énergie nucléaire, cf. le règlement délégué complémentaire (UE) 2023/363 du 31 octobre 2022, en vigueur depuis le 20 février 2023 [13].

[8] Ces RTS introduisent en particulier des modèles pour : 1) la déclaration des PIN majeures, 2) les informations précontractuelles pour les produits financiers relevant de l'art. 8, 3) les informations précontractuelles pour les produits relevant de l'art. 9.

davantage de clarté quant aux spécificités du SFDR par le biais de documents de questions-réponses.[9] Elles ont publié en avril 2023 une consultation conjointe examinant les dernières RTS et ont proposé d'élargir le cadre de publication ainsi que de résoudre certains problèmes techniques liés aux publications des PIN et produits financiers [17]. Compte tenu de ces attentes réglementaires mises à jour, les acteurs du marché financier ont revu leur classification des produits au cours des derniers mois.[10]

2.1.2 Ambitieux mais encore perfectible

Les acteurs du marché financier relevant du SFDR pourraient éprouver des difficultés à rassembler les données nécessaires pour se conformer à leurs obligations de reporting, jusqu'à la mise en œuvre complète de la *directive sur la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises* (Corporate Sustainability Reporting Directive ou CSRD), en 2028. À l'heure actuelle, les entreprises qui publient des informations relatives à la durabilité le font soit sur une base volontaire, soit dans le cadre de la *directive en ce qui concerne la publication d'informations non financières* (Non-Financial Reporting Directive ou NFRD), dont les exigences sont moins détaillées que celles de la CSRD. Pour de plus amples informations, veuillez vous référer au deuxième *white paper* de cette série [19]. Dans le cadre du SFDR, les acteurs du marché financier ont, dès lors, uniquement accès aux publications volontaires ou à celles de la NFRD. Ils auront donc peut-être à mener leurs propres recherches afin de satisfaire les obligations de reporting du SFDR, jusqu'à ce que la CSRD couvre intégralement les chaînes d'approvisionnement, à partir de l'exercice 2028 [2].[11] Même à cet instant, rien ne garantit que le contenu des rapports de durabilité des entreprises, leur portée et leur récurrence suffiront afin de fournir les informations dont les acteurs du marché financier ont besoin [8, p. 181]. Au-delà de ce décalage temporel, le SFDR constituera également un défi pour les fournisseurs de produits d'investissement privé, tels que les fonds de *private equity* (capital-investissement) ou de *venture-capital* (capital-risque), étant donné les difficultés à obtenir des données ESG auprès des entreprises non cotées, que la CSRD ne couvre pas encore (Box 1) [20].

BOX 1 : SOCIETES DE *PRIVATE EQUITY* : ENTRE LE DEFI LIE À LA COLLECTE DE DONNEES ET LES INTERETS DE DURABILITE

Les sociétés de *private equity* soumises au SFDR sont tenues d'indiquer comment elles traitent les principales impacts négatives des produits financiers sur l'environnement et la société., c'est-à-dire les PIN, selon le principe « comply-or-explain ». Une importante partie des sociétés de *private equity* sont toutefois exemptées, car elles comptent moins de 500 employés, un critère d'exemption dans le

[9] D'une part, les Q&R de juillet 2021 ont précisé que les produits financiers visés à l'art. 9 peuvent uniquement investir dans des investissements durables tels que définis à l'art. 2 ch. 17 du SFDR [14]. D'autre part, les Q&R de novembre 2022 ont indiqué que les indices généraux des marchés ne peuvent plus s'utiliser comme indices de référence pour les produits financiers en vertu de l'art. 9 [15]. car ils ne sont pas considérés comme suffisamment ambitieux pour atteindre les objectifs de durabilité et garantir que les produits financiers relevant de l'art. 9 soutiennent réellement la transition de l'économie réelle [16].

[10] Avant l'application des RTS de niveau 2, certains acteurs du marché financier ont déclassé leurs produits financiers des exigences de l'art. 9 vers celles de l'art. 8. Morningstar a estimé que plus de 300 produits financiers relevant de l'art. 9 ont été déclassés durant le quatrième trimestre 2022, représentant 170,1 milliards d'euros d'actifs sous gestion [18]. Cette tendance s'est stabilisée au cours du premier trimestre 2023 mais environ 260 produits relevant de l'art. 6 ont été surclassés en art. 8 [11]..

[11] La CSRD devrait s'appliquer pleinement à partir de l'exercice 2028 et les rapports devraient être publiés en 2029, ce qui signifie que les données correspondantes ne seront pas disponibles avant 2029.

cadre de ces exigences [21], [22]. La majorité des sociétés de *private equity* semble en outre avoir choisi d'expliquer, c'est-à-dire de ne pas tenir compte des PIN liées aux décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité. S'agissant de la publication au niveau du produit et à en croire un sondage réalisé par LGT Capital Partners, la plupart des fonds de *private equity* qui appliquent le SFDR semblent publier conformément à l'art. 6. Seuls 3 % et 10 % des fonds ont publié des informations conformément aux art. 9 et 8 respectivement [23]. Cela indique que le secteur n'est pas en mesure de garantir la collecte de données pour le reporting ou qu'il ne place pas la durabilité en tête de ses priorités et n'a pas encore élaboré une vaste offre de produits sur cette thématique [21], [24].

Le SFDR ne prévoit actuellement aucune sanction directement applicable au défaut de conformité.[12] Sa surveillance et son application demeurent du ressort des autorités des États membres. Des interprétations et mises en œuvre divergentes peuvent toutefois conduire à des sanctions hétérogènes sur l'ensemble du marché européen [26, p. 205], avec un risque de conformité plus faible dans les pays disposant de moins de ressources, par ex. en raison de capacités administratives moindres. En outre, les modalités de publication des RTS étant seulement applicables depuis janvier 2023, les coûts de mise en conformité avec le SFDR et de non-conformité à celui-ci ne peuvent encore être évalués avec précision [27].

Bien que le SFDR soit un cadre de publication, il peut être confondu avec un mécanisme de labélisation. Les art. 8 et 9 du SFDR exigent que les acteurs du marché financier publient des informations quant aux affirmations de durabilité de leurs produits mais n'aident pas à évaluer le profil de durabilité des produits. Bien qu'il soit bien complété par le règlement européen sur la taxonomie concernant les publications environnementales (Annexe 2), le SFDR n'impose pas d'exigences de durabilité minimales et ne définit pas le concept d'investissement durable. Selon l'Autorité française des marchés financiers (AMF), le SFDR a créé des divergences entre les attentes des investisseurs et les pratiques réelles et pourrait alimenter l'écoblanchiment [28]. Des normes minimales représenteraient un bon complément à la réglementation actuelle. Ces aspects, liés à la classification des produits, sont développés à la Section 3.1.

2.2 La Security and Exchange Commission (SEC) prend les choses en main en fournissant un cadre de publication aux acteurs du marche americain

Les États-Unis ont adopté une approche différente de celle de l'UE. La SEC a récemment proposé de modifier les règles de publication pour les acteurs du marché financier, en exigeant des informations supplémentaires sur les pratiques d'investissement ESG par le biais de la *Proposal for Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies About ESG Investment Practices* (Proposal for Enhanced Disclosures) [29]. Publiée en juin 2022, la Proposal for Enhanced Disclosures vise à faciliter la publication d'informations ESG cohérentes, comparables et utiles à la prise de décision[13] pour les clients des entreprises

[12] Le règlement établissant une taxonomie se contente, par exemple, d'inviter les États membres de l'UE à mettre en place « des mesures et sanctions efficaces, proportionnées et dissuasives ». Cf. le règlement sur la taxonomie, [25, Paragr. 55 Preamble].

[13] En ce qui concerne le reporting financier, les informations utiles à la prise de décision sont « les types d'informations susceptibles d'être les plus utiles aux investisseurs actuels et potentiels, aux prêteurs et aux autres créanciers pour prendre des décisions concernant l'entité déclarante, sur la base des informations contenues dans son rapport

de conseil et d'investissement [32]. Elle devrait être applicable aux conseillers en investissement et aux sociétés de gestion d'investissements enregistrés auprès de la SEC [33].

Contrairement au SFDR de l'UE, la Proposal for Enhanced Disclosures ne prévoit pas d'exigences de publication au niveau de l'entreprise. Elle comprend uniquement des exigences d'information au niveau des produits financiers, en fonction de l'intensité d'intégration des facteurs ESG à la stratégie du produit financier (Section 2.2.1). Cette proposition a suscité des réactions positives et des suggestions d'amélioration (Section 2.2.2), notamment en ce qui concerne l'harmonisation du cadre de publication, les clarifications du système de classification, le champ d'application des publications ESG de base et les considérations relatives à la politique d'engagement.

2.2.1 Exigences de publication au niveau du produit financier

Aux États-Unis, le degré des exigences d'information dépend de l'importance des facteurs ESG dans la stratégie du produit financier, plutôt que de la façon dont il est commercialisé, que le SFDR de l'UE invoque (Section 2.1.1). Les modifications proposées identifient trois types de fonds en fonction de la stratégie ESG poursuivie : les fonds d'intégration, les fonds axés sur l'ESG et les fonds d'impact (Tableau 1).

Le choix de la stratégie ESG définit les informations à publier dans les prospectus, les rapports annuels et les brochures.[14] La Proposal for Enhanced Disclosures exige également des informations supplémentaires sur les indicateurs d'émissions de GES pour les fonds axés sur l'ESG tenant compte des facteurs environnementaux, ce qui fournit aux investisseurs des informations cohérentes et comparables pour ces fonds spécifiques [33].[15] Contrairement à l'UE, aucune exigence de publication n'existe quant à la façon dont les produits exercent une impact sur les facteurs de durabilité pour l'ensemble des fonds (cf. SFDR, art. 7). La période de consultation concernant la Proposal for Enhanced Disclosures a pris fin en août 2022 et une action finale est attendue en octobre 2023 [32].

Tableau 1 : Proposal for Enhanced Disclosure de la SEC et ses catégories de fonds ESG

		Caractéristiques	**Exigences de publication**
Fonds d'intégration	**1**	Tiennent compte d'un ou plusieurs facteurs ESG ainsi que de facteurs non ESG dans les décisions d'investissement	Décrire comment les facteurs ESG sont intégrés au processus d'investissement
	2	Les facteurs ESG ne sont pas nécessairement décisifs par rapport à d'autres facteurs lors de la sélection ou de l'exclusion d'investissements.	

financier » [30]. Une approche semblable peut être adoptée pour les rapports de durabilité : ils devraient aider les investisseurs à prendre des décisions mieux éclairées et promouvoir une allocation de capital tenant compte des aspects de durabilité [31].

[14] Afin de faciliter la compréhension et la comparaison des informations par les investisseurs, la proposition prévoit un cadre de publication à plusieurs niveaux, avec un résumé dans le prospectus et des informations plus détaillées dans le prospectus ou ailleurs.

[15] Ces indicateurs d'émissions de GES ne tiennent pas compte des émissions de catégorie 3.

Fonds axés sur l'ESG	**1**	Se focalisent sur un ou plusieurs facteurs ESG en les utilisant comme un aspect important ou majeur dans la sélection des investissements ou les relations avec les sociétés de portefeuille.	Fournir des publications détaillées, y compris une vue d'ensemble de la stratégie ESG
Fonds d'impact	**1**	Sous-catégorie de fonds axés sur l'ESG qui vise à atteindre une ou plusieurs impacts ESG spécifiques avec des avantages ESG connexes.	Exigences des fonds axés sur l'ESG
			Divulguer les progrès accomplis dans la réalisation des impacts ESG déclarées

Source : SEC, 2022 [34].

2.2.2 Réactions et suggestions du marché

Compte tenu des cadres de publication déjà en place au niveau international, certains acteurs du marché demandent que la SEC s'aligne sur d'autres initiatives. En réponse à la proposition, les principes de l'ONU pour l'investissement responsable (Principes of Responsible Investment ou PRI) – une initiative visant à harmoniser les investissements durables à l'échelle mondiale – ont reconnu les efforts de la SEC afin d'aligner les exigences de publication sur celles d'autres juridictions et encouragé une collaboration étroite avec les régulateurs étrangers. De même que la SFDR, la Proposal for Enhanced Disclosures suggère une catégorisation des produits financiers pour les exigences de divulgation et est en phase avec la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD).[16] Elle suit également un calendrier d'adoption conforme aux *Sustainable Disclosure Requirements* de la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni (Section 3.1.3) [35].

La SEC place en particulier l'accent sur les considérations relatives au vote par procuration mais des exigences de publication supplémentaires ou modifiées seraient bénéfiques. Afin d'éviter un blanchiment par le biais de procurations, les gestionnaires de fonds axés sur l'ESG devraient publier des informations concernant le vote par procuration et l'engagement sur la base d'indicateurs spécifiques, tels que le pourcentage de résolutions liées à l'ESG pour lesquelles les fonds ont voté en faveur ou le pourcentage d'émetteurs avec lesquels le gestionnaire d'investissement a tenu des réunions d'engagement ESG [29], [33]. Ces indicateurs sont toutefois davantage axés sur la quantité que sur la qualité, ce qui peut aller à l'encontre de l'objectif de gestion des actionnaires et de génération de valeur à long terme. Des publications supplémentaires sur les propositions des actionnaires dirigées ou codirigées par le gestionnaire d'investissement ou sur le compte rendu du vote par procuration pourraient également être utiles aux investisseurs [35].[17]

[16] Le cadre de la TCFD se réfère aux recommandations pour les publications liées au climat, auxquelles l'ordonnance suisse sur les questions climatiques fait référence à travers l'art. 964 a-c CO), comme expliqué dans le White paper 2 [19].

[17] En comparaison, le régulateur européen a défini des exigences générales de transparence quant aux activités d'engagement des actionnaires applicables à des fonds, dans le cadre de la directive sur les droits des actionnaires II [36]. Elle exige la publication (1) d'une politique d'engagement, décrivant le suivi et les dialogues avec les entreprises bénéficiaires, l'exercice des droits de vote et la collaboration avec les autres actionnaires, ainsi que (2) d'un rapport annuel sur la mise en œuvre de cette politique, décrivant le comportement de vote de l'acteur du marché financier, y

Certains acteurs du marché demandent que l'ensemble des produits financiers soient soumis à l'exigence de publication relative au fonds d'intégration. Parmi les partisans d'une application générale de ces exigences, certains soutiennent que les gestionnaires d'investissement ont la responsabilité de prendre en compte les facteurs ESG présentant une importance relative financière[18], d'autres estimant que la non-intégration des facteurs ESG à la prise de décision en matière d'investissement constitue également une information d'importance pour les investisseurs lors du choix d'un produit financier [37] [35]. Cette approche serait similaire aux exigences de publication de l'art. 6 du SFDR européen (Section 2.1.1).

Certains investisseurs moins expérimentés pourraient percevoir à tort les catégories comme la garantie d'un produit durable. Les produits relevant de la catégorie des fonds d'intégration prendront en compte les facteurs ESG de la même façon que les tendances macroéconomiques ou les facteurs liés à l'entreprise dans la sélection des investissements.[19] Ils sont donc susceptibles d'accorder peu d'importance aux facteurs ESG en réalité [35]. De même, le filtrage ESG, excluant par ex. les entreprises de l'industrie du tabac d'un portefeuille, est jusqu'à présent considéré comme « un aspect important ou majeur » des facteurs ESG dans le choix des investissements, au même titre que l'engagement des actionnaires. Une telle variété de produits relevant de la catégorie des fonds axés sur l'ESG peut être source de confusion pour les investisseurs [35]. La *Proposed Amendment to the Name Rule* de la SEC, qui exige certains critères pour les fonds dont le nom contient la mention ESG ou des termes connexes, pourrait clarifier quelque peu ce qui peut être considéré comme un investissement ESG selon le régulateur (Section 3.1.1).

2.3 La Suisse : une tradition de subsidiarité qui commence à prendre de la vitesse

Dans le respect de la tradition de subsidiarité, le Conseil fédéral prend des mesures à la suite d'initiatives volontaires qu'il juge insuffisantes de la part des organisations professionnelles. Fin 2021, le Conseil fédéral a demandé d'agir afin d'empêcher l'écoblanchiment, notamment pour *« promouvoir des définitions uniformes de l'effet des placements sur le développement durable »* [4]. En réponse, elles ont publié diverses lignes directrices et autoréglementations afin de répondre aux besoins de transparence du secteur, en tenant compte des caractéristiques de durabilité des produits et pratiques financiers (Section 2.3.1). Dans sa prise de position de décembre 2022, le Conseil fédéral a constaté que les mesures adoptées par le secteur jusqu'à cet instant étaient insuffisantes et a esquissé une définition du produit financier durable, laquelle fait

compris l'utilisation des recommandations de vote par procuration, ou la publication d'une explication claire et motivée des raisons pour lesquelles ils ont choisi de ne pas se conformer à l'une de ces exigences ou aux deux (SRD II, art. *3g*). Le SFDR se réfère simplement à cette directive et ne demande pas de publier des indicateurs supplémentaires, contrairement à la Proposal for Enhanced Disclosures de la SEC [2, Art. 4 para.2c)].

[18] Rappel du WP2 [19] : au-delà des informations sur les risques financiers pertinentes aux yeux des investisseurs traditionnels (simple importance relative), les nouvelles réglementations exigent des entreprises qu'elles publient les informations pertinentes quant au risque que le changement climatique ou d'autres questions liées à la durabilité font peser sur l'entreprise, ainsi que l'impact de l'activité de l'entreprise sur l'environnement (importance relative en termes d'impact), avec des conséquences financières pour l'entreprise (importance relative financière) ou non (double importance relative).

[19] Selon les Principes de l'ONU pour l'investissement responsable, « tous les fonds [...] devraient prendre en compte les facteurs ESG dans le cadre de leurs obligations fiduciaires et de leur gestion des risques financiers » et « les acteurs du marché qui ne tiennent pas compte des facteurs ESG dans leur pratique d'investissement [comme les produits de la catégorie des fonds d'intégration l'exigent] risquent de négliger des questions importantes et de violer ainsi leurs obligations fiduciaires » [35].

actuellement l'objet de discussions [5]. Le Conseil fédéral tente également de fixer des objectifs climatiques ambitieux au-delà de l'autoréglementation, par le biais de nouvelles exigences de publication pour les produits et services financiers durables et la conclusion d'accords sectoriels volontaires (Section 2.3.2) [4], [38].

2.3.1 Publications de durabilité définies par le secteur en réponse à l'appel du Conseil fédéral

Les organisations suisses du secteur financier ont répondu à l'appel du Conseil fédéral demandant d'agir par rapport aux publications liées à la durabilité afin d'empêcher l'écoblanchiment et de combler les lacunes des réglementations existantes. L'Autorité fédérale suisse de surveillance des marchés financiers (FINMA), Asset Management Association Switzerland (AMAS), l'Association suisse des institutions de prévoyance (ASIP) et Swiss Sustainable Finance (SSF) ont publié des directives de publication contraignantes et non contraignantes, des autoréglementations et des informations sur les pratiques d'excellence à destination de leurs membres et du marché financier suisse dans son ensemble. L'Annexe 3 présente les principales initiatives de ces quatre organisations en la matière.

Les organisations faîtières ont également collaboré étroitement avec les organes gouvernementaux afin de créer les Swiss Climate Scores (SCS) [39]**.** Introduits à la mi-2022, les SCS ont été créés par la Confédération avec le soutien d'experts du secteur, de fournisseurs de méthodologie, d'ONG et d'universitaires [40]. En s'alignant sur l'Accord de Paris, ils établissent des exigences de transparence des produits financiers en se fondant sur six indicateurs,[20] reposant sur des normes existantes internationalement reconnues et comprenant des éléments prospectifs.[21] Ils indiquent l'état actuel des produits ou portefeuilles d'investissement d'entreprises actives à l'échelle mondiale, ainsi que la mesure dans laquelle ces entreprises sont censées atteindre leurs objectifs climatiques. Le Conseil fédéral a recommandé aux acteurs financiers d'établir la transparence de tous les produits financiers et portefeuilles d'investissement au moyen d'indicateurs de compatibilité climatique comparables et significatifs [4] et d'utiliser les Swiss Climate Scores « le cas échéant » [42]. Tandis que la mise en œuvre en est encore à ses balbutiements, environ ⅓ des gestionnaires d'actifs suisses envisagent de publier les SCS à l'avenir, selon la Swiss Sustainable Investment Market Study 2023 [43]. Jusqu'à présent, les SCS n'impliquent aucun contrôle formel de l'application des indicateurs et sont encore en cours d'élaboration.[22,23]

2.3.2 Le Conseil fédéral serre la vis

Le Conseil fédéral s'est récemment montré plus proactif, en renforçant les autoréglementations du secteur existantes et introduites depuis peu. Le Conseil fédéral a chargé le Département fédéral des finances (DFF) d'élaborer une proposition concernant les exigences de publication liées aux produits et services financiers durables (Section 2.3.2.1) et fait pression afin que des accords sectoriels soient conclus à ce sujet (Section 2.3.2.2).

[20] Ces indicateurs sont les suivants : (1) émissions de GES, (2) exposition aux combustibles fossiles, (3) engagements vérifiés en faveur du net zéro, (4) gestion en faveur du net zéro, (5) potentiel de réchauffement global (facultatif), (6) dialogue crédible sur le climat.

[21] Le modèle d'analyse pratique selon les SCS est disponible ici sur le site web de l'AMAS [41].

[22] La composition et l'application des indicateurs, y compris leur diffusion sur d'autres classes d'actifs, sont suivies par le DFF [5, p. 17], [40, p. 4]. Les Swiss Climate Scores, qui en sont encore à la phase pilote, pourraient être étendus à d'autres classes d'actifs et à la biodiversité.

[23] Globalance fut la première banque à publier les Swiss Climate Scores pour l'ensemble de ses actifs sous gestion, en mars 2023 [44].

2.3.2.1 Proposition de publication imminente concernant les produits financiers durables ?

Il a mandaté le DFF pour proposer des exigences de publication pour les produits et services financiers durables. Afin d'éviter l'écoblanchiment et d'apporter la clarté nécessaire aux décisions d'investissement des acteurs du marché financier, le Conseil fédéral a proposé, en décembre 2022, une définition des produits ou services financiers durables (Section 2.3.2.1). Le DFF, qui présentera une proposition au Conseil fédéral à la fin du mois de septembre 2023, devra concrétiser la définition des produits et services financiers durables ainsi que les exigences de publication associées. La proposition élaborée par le DFF devrait permettre une mise en œuvre efficace et offrir des voies de droit aux clients, investisseurs et assurés en cas de violation des obligations de publication [6, p. 4]. Elle devrait être contraignante pour l'ensemble du marché financier, lors de la vente de produits financiers et de la fourniture de conseils financiers, ainsi que dans les rapports ultérieurs [6, p. 3].

Cette proposition devrait se traduire par des réglementations contraignantes sur le plan national en matière de publication mais le processus réglementaire suisse est long et ardu, comparé à celui des autoréglementations sectorielles (Box 2).[24] Le parlement et la population devront valider la proposition édictée par le DFF. Bien qu'elle ait été présentée à l'initiative du Conseil fédéral, son application effective pourrait prendre des années.[25]

2.3.2.2 Accords sectoriels concernant le reporting de durabilité et réticence du secteur

Le Conseil fédéral tente parallèlement de fixer des objectifs de durabilité plus ambitieux en concluant des accords sectoriels volontaires, au-delà de l'autoréglementation [4]. La loi sur la protection de l'environnement (LPE) et la loi fédérale sur la réduction des émissions de CO_2 (loi sur le CO_2) confèrent à la Confédération suisse le pouvoir de promouvoir la conclusion d'accords de droit privé entre les membres d'un secteur entier, appelés accords sectoriels [48, N° 153], [49, Art. 41a], [50, Art. 3 paragr. 4]. Depuis l'adoption de la loi sur le climat et l'innovation le 18 juin 2023, ce pouvoir est prévu de façon explicite précisément pour rendre les flux financiers compatibles avec les objectifs climatiques [51, Art. 9].

Les accords sectoriels représentent un type d'autoréglementation supervisée à l'échelle du secteur mais pas des sources de droit national (Annexe 4). Ils viseraient à atteindre des objectifs de droit public liés à la biodiversité et aux émissions de GES [52, p. 16]. Ces objectifs et leurs feuilles de route associées peuvent être définis indépendamment par le secteur, négociés entre la Confédération et chaque secteur ou la Confédération peut les définir unilatéralement [53]. Les objectifs de ces accords ne seraient pas seulement contraignants pour les membres d'une association faîtière spécifique mais pour l'ensemble du secteur, sans nécessité de les transposer en droit national suisse [48, N° 157], [49, Art. 41a para 3]. Dans le secteur financier, leurs résultats seraient régulièrement

[24] Au vu des nouvelles obligations qu'une telle proposition introduirait, les auteurs considèrent que seule une législation au sens strict est ouverte, à l'exclusion d'une ordonnance fondée sur l'art. 182 al. 2 de la Constitution fédérale [45].

[25] La moitié des procédures législatives suisses durent au maximum 33 mois et la durée moyenne est d'environ 51 mois, soit environ quatre ans, dont environ deux tiers sont consacrés aux travaux préparatoires au niveau de l'administration fédérale et du CF, le reste étant consacré aux délibérations parlementaires et à la phase post-parlementaire [46], [47]. Les lignes directrices actuelles pour une définition des produits et services financiers durables que le CF propose sont encore antérieures aux travaux préparatoires au niveau du CF.

évalués au moyen de tests PACTA (Annexe 5) [53].

Jusqu'à présent, les associations faîtières se sont opposées aux accords sectoriels. L'adhésion à des alliances à zéro émission nette dans le cadre du Glasgow Financial Alliance for Net Zero (GFANZ) en constitue un exemple. Ces dernières années, le Conseil fédéral a encouragé le secteur financier à rejoindre les alliances à zéro émission nette car elles permettent aux membres de rendre compte au sujet d'indicateurs comparables. Compte tenu de l'adhésion des sociétés financières suisses, les associations faîtières ont indiqué que « *la Suisse joue un rôle proactif et se trouve sur la bonne voie* » [54] et que les objectifs « *pourraient être mieux atteints en poursuivant les activités actuelles et prévues en dehors du champ d'application des accords sectoriels* ». Malgré l'opposition des associations faîtières concernées et les multiples efforts volontaires décrits ci-dessus [54], le Conseil fédéral maintient sa volonté de conclure de tels accords afin de compléter les autoréglementations, peut-être en attendant la mise en œuvre de la réglementation contraignante sur le plan national mentionnée ci-dessus [5].[26]

2.4 Recommandations pour la Suisse

Malgré la dynamique et tradition réglementaire subsidiaire de la Suisse, une marge permet d'améliorer le cadre suisse relatif aux publications de durabilité fournies par les acteurs du marché financier, à la lumière des développements à l'étranger. Les recommandations adressées au régulateur suisse comprennent (1) la prise en compte de l'interopérabilité des cadres de publication entre les juridictions (Section 2.4.1), (2) la garantie de la disponibilité des données relatives aux entreprises bénéficiaires (Section 2.4.2), et (3) l'exigence de transparence concernant les informations utiles à la prise de décision (Section 2.4.3). Une analyse à venir complétera ces recommandations à travers les avis d'experts du marché et de la politique.

2.4.1 Prise en compte de l'interopérabilité des cadres de publication

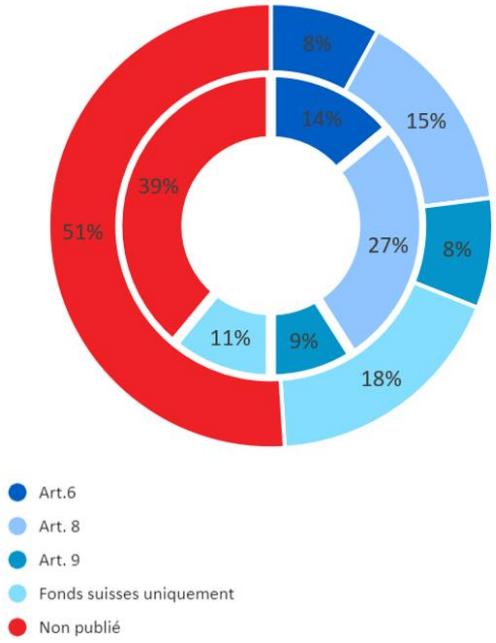
Le régulateur suisse devrait se concentrer sur l'interopérabilité avec d'autres juridictions. Les entreprises financières suisses qui relèvent du cadre suisse relatif à la publication d'informations de durabilité sont susceptibles d'être soumises à des réglementations semblables dans d'autres juridictions. Deux tiers des banques et gestionnaires d'actifs suisses ont l'obligation légale de se conformer au règlement de l'UE mais seuls quelques rares établissements publient des informations en vertu des articles 6, 8 et 9 du SFDR (Figure 2) [43, p. 46].[27,] En élaborant son cadre (Section 2.3.2.1), le régulateur suisse doit donc trouver un équilibre entre ses objectifs concernant les exigences de publication et les obligations découlant du SFDR ainsi que de la proposition de la SEC. Il devrait

[26] Le DFF a été chargé de mettre sur pied un groupe de travail avec le Département fédéral de l'environnement, des transports, de l'énergie et de la communication(DETEC), le Département fédéral de l'économie, de la formation et de la recherche (DEFR), la FINMA, ainsi que des représentants des secteurs concernés et de la société civile, afin d'établir la meilleure façon de mettre en œuvre la position du Conseil fédéral en matière de prévention de l'écoblanchiment. Il est important de veiller à ce que la solution retenue soit appliquée à l'ensemble du marché financier, contraignante, applicable et offre des voies de droit aux clients. Le DFF doit présenter au Conseil fédéral, pour le 30 septembre 2023 et sur la base de ces activités, un plan et des propositions concrètes pour mettre en pratique la position du Conseil fédéral sur la prévention de l'écoblanchiment [6, p. 4].

[27] Les institutions financières suisses agissant dans l'UE, c'est-à-dire celles qui ont une filiale, cherchent activement des clients, commercialisent ou gèrent un produit financier dans l'UE, sont tenues d'effectuer des déclarations en vertu du SFDR. Les acteurs du marché financier qui cherchent passivement des clients sur le sol européen ne sont pas soumis à la réglementation européenne. La distinction entre activité commerciale passive et active est toutefois difficile à prouver dans la pratique et peut représenter un risque juridique pour les entreprises suisses : [55, Paragr. 54 and references]; [56, p. 15] , [26, p. 205], [57, p. 5].

également tenir compte des développements d'autres marchés pertinents pour la Suisse, tout en demeurant adapté aux acteurs du marché suisse.

Figure 2 : Classification des fonds basée sur le SFDR de l'UE par les gestionnaires d'actifs suisses en 2021 et 2022 (en % des actifs sous gestion ; n=44)



Note : Cercle **extérieur** - donnéés de **2022** ; cercle **intérieur** - **2021**

Source : SSF Sustainable Investment Market Study (2023) [43].

Nous pourrions par ex. imaginer un cadre à conformité substituée avec d'autres juridictions, en particulier l'UE.[28], Les acteurs du marché financier suisse soumis à des exigences de publication dans l'UE et en Suisse pourraient choisir de se conformer au cadre de publication de l'UE et, dès lors, automatiquement à celui de la Suisse. Cette approche serait particulièrement avantageuse pour les grands gestionnaires d'actifs risquant d'être soumis à une double charge de reporting. [29,30] Pour les petits acteurs des marchés financiers qui ne sont pas exposés à d'autres juridictions, le système idéal consisterait en une norme de publication locale simplifiée, compatible avec les exigences de publication internationales, telles que prévues par le SFDR ou la proposition de la SEC (dans l'hypothèse où elle est adoptée), afin d'éviter que les données de publication puissent être utilisées tout au long de la chaîne d'approvisionnement.

2.4.2 Garantir la disponibilité des données relatives aux entreprises bénéficiaires

Le régulateur suisse devrait aligner les chronologies et champs d'application des obligations de reporting des entreprises bénéficiaires et celles des acteurs du marché financier. Il devrait en particulier veiller à ce que les données relatives aux sociétés bénéficiaires soient disponibles pour les acteurs du marché financier au moment des obligation du reporting. Cela permettrait d'éviter la situation actuellement observée au sein de l'UE, où des difficultés de reporting dans le cadre du SFDR

[28] Le Royaume-Uni et Singapour pourraient également constituer des sources d'inspiration, compte tenu des similitudes de marché ou de leur relation avec l'UE. La Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni a récemment proposé des exigences relatives à la publication de durabilité (Sustainability Disclosure Requirements ou SDR) ainsi que des labels d'investissement, dans l'intention d'empêcher l'écoblanchiment et d'aider les investisseurs à s'orienter plus aisément sur le marché des produits durables, notamment par le biais d'une labélisation explicite assortie d'une supervision. Bien que ce système et l'intention de la FCA diffèrent des approches européenne et américaine, la FCA « s'efforce de maintenir la cohérence entre [ses] propositions, les exigences du SFDR et les propositions de la SEC » [58]. Singapour envisage d'accepter explicitement les publications de l'UE sous forme d'alternative avancée [59].

[29] La Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni a récemment proposé des exigences relatives à la publication de durabilité (Sustainability Disclosure Requirements ou SDR) ainsi que des labels d'investissement, dans l'intention d'empêcher l'écoblanchiment et d'aider les investisseurs à s'orienter plus aisément sur le marché des produits durables, notamment par le biais d'une labélisation explicite assortie d'une supervision. Bien que ce système et l'intention de la FCA diffèrent des approches européenne et américaine, la FCA « s'efforce de maintenir la cohérence entre [ses] propositions, les exigences du SFDR et les propositions de la SEC » [58].

[30] Singapour envisage d'accepter explicitement les publications de l'UE sous forme d'alternative avancée [59].

existeront jusqu'à l'application complète de la CSRD. Même après l'application intégrale de la CSRD, des incertitudes subsistent quant à l'adéquation entre les informations requises des acteurs du marché financier et celles publiées par les entreprises. Des recommandations relatives aux obligations de reporting des entreprises ont été proposées dans les travaux antérieurs [19].

Le régulateur devrait également envisager une approche pour les fonds privés, pour lesquels les données concernant les entreprises bénéficiaires sont plus difficiles d'accès et dont la durabilité ne fait pas toujours partie des priorités. Ci-dessous figurent deux exemples d'outils qui pourraient aider les investisseurs à recueillir des informations sur les entreprises dans lesquelles ils investissent.

La Legal Innovation for Sustainable Investments Foundation (LISI Foundation) a créé l'Impact Term Sheet Template, un modèle juridique open-source pour les investissements directs en actions émis par une entreprise à l'intention d'investisseurs en échange d'un financement de la croissance [60]. L'Annexe 2 de la fiche d'impact propose des exigences de reporting transparentes et harmonisées lors de la conclusion d'un accord d'investissement.

Levo est un outil en ligne permettant aux startups et PME d'évaluer, de contrôler et d'améliorer leur durabilité et leur impact. Le tableau de bord de Levo offre aux investisseurs une vue d'ensemble en temps réel du statut de durabilité des entreprises qu'ils soutiennent. Cette fonction facilite le reporting en permettant aux investisseurs de visualiser la durabilité de leur portefeuille et de suivre ses progrès [61].

À plus grande échelle, les régulateurs suisses devraient encourager davantage les entreprises suisses à soutenir le Net-Zero Public Data Utility (NZPDU) et suivre de près la mise en place du point d'accès unique européen (ESAP). En juin 2023, les principales institutions financières suisses ont accepté de tester la plateforme NZPDU, qui est administrée par le Climate Data Steering Committee (CDSC) international et multipartite. Cette plateforme regroupe les données des entreprises sur les émissions de Scope 1, 2 et 3, ainsi que les objectifs de réduction des émissions, qui peuvent être consultés librement [62]. En outre, l'Union européenne a provisoirement approuvé la plateforme ESAP en mai 2023, et publiera toutes les informations financières et liées à la durabilité des entreprises de l'UE et des produits d'investissement de l'UE d'ici l'été 2027 [63].

2.4.3 Exiger de la transparence des informations utiles à la prise de décision

La Suisse peut apprendre d'autres juridictions comment établir la transparence des informations utiles à la prise de décision[31] et instaurer la confiance dans le marché, tout en équilibrant les contraintes des participants au marché financier. Parmi les pistes à explorer, citons (1) l'établissement d'exigences de publication sur la durabilité pour tout type de fonds au niveau du produit et du fournisseur, (2) l'élaboration d'exigences de publication scientifiques, (3) l'examen des publications concernant la politique d'engagement dans son cadre réglementaire et (4) l'aide à l'établissement de la transparence sur le potentiel de transition des investissements qui ne sont pas nécessairement attendus dans les produits de finance durable. Ces derniers éléments seraient particulièrement pertinents si le régulateur suisse devait fixer

[31] Les informations utiles à la prise de décision sur la durabilité des produits financiers devraient suivre des concepts semblables à ceux du reporting financier : les informations publiées au sujet du produit doivent être pertinentes pour la décision d'investissement du client, comparables à d'autres produits, vérifiables et compréhensibles pour le client [30].

une catégorie d'impact et une catégorie de transition comme décrit à la Section 3.1.5.2.

Exigences de publication générales pour tous les fonds. Tous les types de fonds doivent publier des informations relatives à la durabilité car ces informations s'adjoignent d'une importance relative financière pour la prise de décision d'investissement, que les facteurs de durabilité fassent ou non partie de la stratégie d'investissement, comme le prévoit le SFDR (Section 2.1.1). Le cadre de publication suisse devrait en outre tenir compte des publications au niveau du fournisseur et du produit car elles sont toutes deux pertinentes pour l'investisseur lorsqu'il choisit un produit. L'autoréglementation de l'AMAS (Annexe 3), qui s'applique uniquement à ses membres et adhérents, prend en compte ces deux dimensions mais n'exige pas de publications liées à la durabilité pour tous les produits financiers, uniquement pour les produits financiers durables. La reconnaissance de cette autoréglementation comme norme minimale par la FINMA pourrait diffuser ces exigences dans le secteur suisse (Box 2).

Publications concernant les indicateurs scientifiques. Les produits financiers ayant des objectifs déclarés en matière d'impact environnementale devraient publier leurs indicateurs scientifiques, car ils permettent de suivre la réalisation de l'impact environnementale. L'UE a inclus cette spécificité aux publications liées à la taxonomie : les acteurs du marché financiers doivent publier la contribution de leurs produits financiers aux indicateurs et seuils scientifiques et alignés sur l'Accord de Paris, tels que définis par l'examen technique (Annexe 2). La Proposal for Enhanced Disclosures de la SEC réclame également des exigences supplémentaires pour les fonds axés sur l'ESG (Section 2.2) (Tableau 1), bien qu'elles semblent jusqu'à présent beaucoup moins étendues que les exigences de l'UE. En Suisse, les Swiss Climate Scores récemment introduits et inspirés de la TCFD pourraient jouer ce rôle dans l'hypothèse où ils sont requis pour les produits financiers ayant des objectifs d'impact environnementale et en particulier où ils sont conformes aux exigences d'autres juridictions (Section 2.3.1).[32] Ils demeurent facultatifs à ce jour, comportent toujours des limites[33] et adoptent une approche différente, davantage orientée vers le climat et l'avenir que la SFDR de l'UE.

Publications concernant la politique d'engagement et les résultats. Les produits financiers qui font la promotion d'un objectif transitoire doivent publier leur politique d'engagement et leurs résultats. Un cadre de publication suisse devrait inclure des obligations relatives à l'actionnariat actif, vu son potentiel d'impact et sa prédominance dans les stratégies d'investissement durable, comme l'a souligné le Conseil fédéral [6].. Ces considérations devraient se concentrer sur les stratégies d'engagement et leurs spécificités mais aussi sur les résultats des activités d'engagement [35].De telles publications, y compris la procédure d'escalade en cas d'engagement infructueux, sont particulièrement importantes pour les entreprises ciblés pour leur potentiel de transition, afin de s'assurer que les promesses sont tenues.

[32] Si les Swiss Climate Scores facultatifs ne peuvent contribuer aux exigences de publication d'autres juridictions, ils pourraient (1) ne pas nécessairement apporter de clarté aux investisseurs, en particulier aux non-Suisses qui ne connaissent pas le cadre, allant ainsi à l'encontre de l'objectif de compréhensibilité, et (2) être moins attrayants pour les acteurs du marché non suisses qui font la promotion de fonds en Suisse, car ils pourraient préférer publier selon les exigences de leurs propres juridictions [64].

[33] Par exemple, l'indicateur du « potentiel de réchauffement de la planète » a été classé comme facultatif et plusieurs acteurs du marché financier ont déclaré ne pas l'utiliser actuellement en raison de sa fiabilité limitée et de la faiblesse des données relatives aux prévisions [65].

Publications concernant les investissements inattendus dans des produits durables. Les produits financiers affichant des caractéristiques de durabilité devraient divulguer des investissements de portefeuille susceptibles d'être perçus comme non durables mais faisant partie d'une stratégie de transition. À l'instar de la consultation de la FCA britannique [58], les régulateurs suisses pourraient également envisager d'exiger des informations sur les « investissements inattendus », c'est-à-dire les investissements qui ne sont généralement pas associés à des objectifs de durabilité, tels que les entreprises actives dans le domaine des combustibles fossiles. Les obligations de publication pourraient inclure le type d'investissement en question, par exemple son secteur, et une explication quant à la raison de sa présence dans le produit financier. Ce type de publication contribuerait à instaurer la confiance et à accroître la transparence du produit, en évitant que les investisseurs finaux n'aient des attentes contradictoires. Dans certains cas, il pourrait toutefois conduire à un écoblanchiment potentiel en raison de l'absence de seuil pour ce qui pourrait être considéré comme « inattendu » [66].

BOX 2 : RECONNAISSANCE DE L'AUTO-REGLEMENTATION COMME NORMES MINIMALES PAR LA FINMA : UN COMPROMIS

Les autoréglementations sont constamment mises à jour, notamment afin de répondre aux attentes du Conseil fédéral dans le cadre de la stratégie nationale pour une finance durable et d'éviter de nouvelles réglementations contraignantes. Contrairement aux obligations contraignantes qui renforcent la normalisation, la conformité et l'application, les autoréglementations demeurent flexibles à la lumière des développements méthodologiques et réglementaires constants.

La FINMA est habilitée à reconnaître l'autoréglementation des organisations faîtières comme norme minimale [67], [68, Art. 6 et 7 paragr. 3]**.** Dans l'hypothèse où elle le fait, l'autoréglementation s'applique non seulement aux membres de l'organisation qui l'a émise mais devient contraignante pour tous les acteurs du secteur, qu'ils soient ou non membres de l'association ayant émis l'autoréglementation.[34] La FINMA devrait par conséquent mettre en œuvre l'autoréglementation dans ses règles de surveillance. La reconnaissance de la FINMA constitue donc un outil qui peut favoriser la diffusion de normes reconnues. Il harmonise et unifie les normes applicables dans l'ensemble du secteur et nécessite une procédure simple et adaptable. À l'heure actuelle, la plupart des autoréglementations reconnues émanent de l'AMAS et de l'ASB (Section 4.2.2 et appendice 3).[35] La FINMA n'a encore reconnu aucune autoréglementation des organisations faîtières en matière de durabilité comme norme minimale. Elle peut uniquement reconnaître des normes constituant des *normes minimales*, c'est-à-dire qui sont généralement reconnues par les acteurs du secteur. Lorsqu'elle reconnaît une telle réglementation, la FINMA ne peut imposer des exigences plus strictes que celles prévues par les normes d'autoréglementation [70, p. 201 N443 et références].

La reconnaissance de la FINMA pourrait constituer un compromis intéressant entre une simple autoréglementation et une loi contraignante visant à réglementer les publications relatives à la durabilité fournies par les acteurs du marché financier, à court terme (Section 2.3.2.1)**.** En particulier, la reconnaissance de l'autoréglementation de l'AMAS sur la transparence et la publication des actifs collectifs liés à la durabilité rendrait obligatoire pour tous la publication d'informations liées à la durabilité au niveau du produit financier durable et à l'organisation de la gestion des produits au niveau de l'acteur du marché financier (Annexe 3). Une telle reconnaissance aiderait les acteurs à s'adapter aux exigences de publication à court terme, sans nécessité de recourir à une législation nationale contraignante, qui prend davantage de temps et est plus compliquée à adapter. L'auteur estime toutefois que l'absence d'exigences de publication liées à la durabilité applicables à un type de produit dans l'autoréglementation de l'AMAS nuit à la pertinence et au caractère concret des informations entre les mains des investisseurs et ne constitue dès lors pas, à long terme, le cadre le plus efficace.

[34] La FINMA a, par exemple, reconnu les lignes directrices de l'Association suisse des banquiers (ASB) sur le traitement des actifs sans contact et des avoirs dormants détenus auprès de banques suisses. Ces lignes directrices sont par conséquent contraignantes pour chaque banque suisse, même celles qui ne sont pas membre de l'ASB.

[35] L'autoréglementation reconnue est disponible à l'adresse suivante : [69].

3 CLASSEMENT DES PRODUITS FINANCIERS EN FONCTION DE LEURS CARACTERISTIQUES DE DURABILITE

Les produits financiers présentant des caractéristiques de durabilité plus ou moins étendues peuvent être commercialisés avec des termes liés à la durabilité, tels que « durable », « vert » ou « ESG », dans leur nom ou supports marketing. Certains acteurs du marché financier peuvent toutefois faire des déclarations trompeuses quant à la durabilité de leurs produits, ce qui pousse les consommateurs à acheter des produits ne correspondant pas à leurs besoins et réduit la confiance dans le marché des produits financiers durables [58], [71].

En raison du manque de clarté autour des produits financiers durables, les régulateurs ont commencé à proposer des règles de classement et de labélisation des produits, notamment pour les fonds (Section 3.1) et les obligations (Section 3.2). Chacune des sous-sections suivantes développe des approches dans différentes juridictions, les compare à l'approche suisse et fournit aux régulateurs suisses des recommandations concernant la classification des fonds et obligations.

3.1 REGLES RELATIVES AUX NOMS ET LABELS DES FONDS : UN LABEL « FONDS DURABLE », EST-CE UNE GARANTIE ?

Les régulateurs européens et nord-américains ont récemment élaboré des règles concernant les noms et labels des fonds afin d'aider les investisseurs à s'orienter sur le marché des produits financiers durables. Dans ces juridictions, deux critères sont généralement requis afin qu'un produit financier puisse être désigné par des termes liés à la durabilité : (1) la proportion d'investissements durables au sein du produit et (2) la définition de ces investissements durables. Par exemple, une règle pourrait prévoir qu'un fonds appelé « Green Fund » doive investir (1) au moins 90 % de son capital dans (2) des sociétés ayant une impact positive sur l'environnement pour être autorisé à utiliser le terme « Green » dans son nom.[36] Une autre approche consiste à interdire l'utilisation dans les noms de produits de certains termes liés à la durabilité sans un label crédible, à l'image des labels biologiques dans l'industrie alimentaire pour les produits dont le nom contient des termes tels que « biologique » ou « bio ».

L'élaboration de règles de dénomination et de labels pour les fonds répond à la demande du marché en faveur d'un système de classification convivial pour les investisseurs, comme l'a montré l'utilisation abusive des articles 6, 8 et 9 du SFDR (Section 2.1.2). Les Sections 3.1.1, 3.1.2 et 3.1.3 développent les approches appliquées respectivement aux États-Unis, dans l'UE et au Royaume-Uni, tandis que le Tableau 4 résume ces approches. La Section 3.1.4 examine la position de la Suisse par rapport à ces juridictions et la Section 3.1.5 propose des recommandations aux régulateurs suisses et associations faîtières.

3.1.1 L'*Amendment to the Name Rule* américain, un petit pas vers la classification des fonds

En juillet 2022, la SEC a publié une *Proposed Amendment to the Name Rule* qui, dans sa version actuelle, exige que les sociétés d'investissement enregistrées auprès de la SEC dont les noms suggèrent une concentration sur un type particulier de stratégies d'investissement adoptent une politique consistant à investir au moins 80 % de la

[36] Grâce à ces règles, les juridictions peuvent lever l'incertitude concernant ces deux critères, notamment en fixant ce premier critère tout en laissant une certaine flexibilité aux fournisseurs de fonds dans la définition du second.

valeur de leurs actifs dans ces investissements.[37]

Les amendements proposés par la SEC étendraient l'obligation à des fonds dont la dénomination comporte « ESG » ou une terminologie semblable, ce qui inclurait des termes tels que « investissement socialement responsable », « durable », « vert », « éthique », « impact » ou « bonne gouvernance » [72]. Cela signifie qu'en vertu de cet amendement, le « fonds d'impact » d'un gestionnaire d'actifs enregistré auprès de la SEC devrait investir au moins 80 % de la valeur de ses fonds en se focalisant sur un investissement à « impact ». Les entreprises qui gèrent des fonds entrant dans le champ d'application des amendements proposés doivent conserver des traces écrites de divers documents, y compris les investissements dans le panier des 80 % et la base de leur inclusion, de même que la valeur du panier à 80 % [72].

Or, même si un fonds se conforme à cette règle, son nom peut prêter à confusion. L'amendement proposé ne prescrit pas la façon dont le fonds doit investir les 20 % résiduels et n'interdit pas les impacts négatives sur les facteurs de durabilité en dehors de sa principale sphère d'investissement. La SEC a précisé que l'amendement proposé « *n'est pas censé constituer un refuge pour les dénominations significativement trompeuses ou prêtant à confusion* » [72]. Cela signifie que le « fonds d'impact » mentionné ci-dessus pourrait investir les 20 % résiduels de la valeur de ses actifs dans des entreprises de l'industrie du tabac et actives dans le domaine des combustibles fossiles tout en respectant l'amendement. L'amendement final devrait être adopté en octobre 2023 [73].

3.1.2 Le SFDR de l'UE mal compris en tant que système de classification et la solution provisoire de l'AEMF

De même que la *Proposed Amendment to the Name Rule* de la SEC, l'UE a tenté de clarifier sa position quant à la classification des fonds. Avec l'entrée en vigueur du SFDR, l'UE a introduit les caractéristiques d'un investissement durable (Section 3.1.2.1) ainsi qu'un système de classification à des fins de publication, à travers ses articles 6, 8 et 9. Ce système de classification a été rapidement (et à tort) utilisé afin d'évaluer le profil de durabilité des fonds (Section 3.1.2.2), ce qui a semé la confusion sur le marché. En novembre 2022, l'AEMF a publié une proposition concernant les fonds à terminologie ESG et de durabilité afin de répondre à ce besoin du marché concernant un système de classification selon la durabilité des produits financiers (Section 3.1.2.3).

3.1.2.1 Une définition étendue des investissements durables : entre innovation et confusion

À travers le SFDR, le régulateur européen a introduit une définition des investissements durables, aux fins de publication (Section 2.1).[38] Pour rappel, il stipule qu'un investissement durable (1) contribue à un objectif environnemental ou à un objectif social à condition que (2) ces investissements ne causent pas de préjudice important (Do Not Significant Harm ou DNSH) à l'un de ces objectifs et que (3) les entreprises bénéficiaires suivent des pratiques de bonne gouvernance. Cette définition est étendue et les acteurs du marché financier disposent d'une certaine souplesse dans son application, y compris quant aux méthodes permettant d'évaluer si un investissement est durable.

[37] Cette valeur n'inclut pas la trésorerie et les équivalents de trésorerie lorsque leur valeur est inférieure ou égale aux montants notionnels des instruments dérivés du fonds.

[38] Grâce à ces règles, les juridictions peuvent lever l'incertitude concernant ces deux critères, notamment en fixant ce premier critère tout en laissant une certaine flexibilité aux fournisseurs de fonds dans la définition du second.

Cette définition encourage l'innovation dans le développement et la gestion des produits, mais peut également créer de la confusion quant à la façon dont les investissements soutiennent la transition vers une économie écologiquement et socialement responsable. Les acteurs du marché financier peuvent utiliser différentes méthodes pour déterminer si un investissement est durable. Cela signifie que deux produits financiers ayant un objectif environnemental identique, par ex. la promotion de l'économie circulaire, pourraient utiliser des méthodes très différentes afin d'évaluer comment les investissements, par ex. les actions de Patagonia, au sein de chaque produit remplissent cet objectif. Deux méthodes principales ont vu le jour : une approche basée sur les recettes et une fondée sur un seuil prédéfini, cette dernière abaissant les critères afin d'être considéré comme investissement durable.[39] Compte tenu des récentes clarifications et propositions réglementaires [17], l'approche du seuil prédéfini est susceptible de devenir prédominante à l'avenir car elle représenterait l'unique moyen de satisfaire à l'exigence envers les produits financiers relevant de l'art. 9, à savoir qu'ils doivent être composés à 100 % d'investissements durables [11].

3.1.2.2 L'utilisation abusive des art. 8 et 9 du SFDR et la recommandation de normes minimales

Le SFDR ainsi que ses art. 6, 8 et 9 peuvent être confondus avec un système de labélisation des caractéristiques de durabilité des produits financiers. Le système de classification SFDR n'équivaut pas à une labélisation car il ne fournit pas d'exigences relatives à la qualité et au contenu mais seulement des indications concernant les obligations de transparence [12, p. 713 ff.].

Malgré l'accent que le SFDR place sur la transparence, les acteurs du marché ont formulé des recommandations d'amélioration afin de réduire l'écart entre les attentes des investisseurs à l'égard des fonds relevant des articles 8 et 9 et les pratiques réelles et d'atténuer le risque d'écoblanchiment. L'Autorité française des marchés financiers (AMF) a récemment suggéré l'introduction de normes minimales en matière d'impact environnementale pour les produits financiers dont le reporting s'effectue en vertu des art. 8 et 9 du SFDR [28]. En particulier, les produits relevant de l'art. 9 « *devraient exclure les investissements dans des activités liées aux combustibles fossiles qui ne sont pas en phase avec la taxonomie européenne* » [75]. Les produits relevant de l'art. 8 doivent en outre garantir que les investissements dans de telles activités « *répondent à des conditions strictes garantissant que ces activités sont engagées dans une transition ordonnée* », c'est-à-dire par le biais d'un plan de transition crédible et mené à bien [28].

3.1.2.3 Proposition de l'AEMF pour les fonds utilisant la terminologie ESG et de durabilité

L'AEMF tente actuellement de satisfaire au besoin du marché concernant un système de classification de la durabilité des produits financiers et de répondre aux suggestions de l'AMF. Elle a publié en novembre 2022 des *Propositions de lignes directrices sur les noms de fonds comportant des termes liés à l'ESG ou à la durabilité* [76].

Elle suggère d'introduire deux règles. Elle propose d'une part des seuils minimaux

[39] Dans une approche fondée sur les recettes, si 10 % des recettes d'une entreprise, par ex. Patagonia, contribuent à un objectif environnemental ou social, par ex. la promotion de l'économie circulaire, alors 10 % de l'investissement dans l'entreprise, par ex. 10 % de la valeur de l'investissement dans les actions de Patagonia, sont considérés comme durables. Selon l'approche du seuil de 10 %, si 10 % ou plus des recettes de Patagonia contribuent à promouvoir l'économie circulaire, alors 100 % de l'investissement dans les actions de Patagonia sont considérés comme durables. Dans les deux cas, cela vaut dans l'hypothèse où les critères DNSH sont respectés [11], [74].

pour l'utilisation de termes liés à l'ESG et à la durabilité dans les noms des fonds. En particulier, « si la dénomination d'un fonds comporte des mots liés à l'ESG, [...] au moins 80 % de ses investissements doivent servir à répondre aux caractéristiques environnementales ou sociales ou aux objectifs d'investissement durable de sa stratégie d'investissement ». Le terme « changement climatique » étant lié à l'ESG, cela signifie qu'un fonds appelé « Fonds de solution au changement climatique » est uniquement conforme à la règle proposée dans l'hypothèse où il investit au moins 80 % de sa valeur dans des investissements présentant les caractéristiques environnementales et sociales spécifiques qu'il promeut. D'autre part, « si la dénomination d'un fonds comporte le mot « durable » ou tout autre terme dérivé du mot « durable », il doit allouer, dans les 80 % d'investissements [mentionnés ci-dessus] [...], au moins 50 % d'investissements durables tels que définis dans le SFDR [2, Art. 12 paragr.17][40] (Tableau 4). La proposition de l'AEMF introduit dès lors le principe de ne pas causer de préjudice important (Do Not Significant Harm ou DNSH), lequel fait partie de la définition des « investissements durables » du SFDR. Par exemple, un « Fonds de société durable » qui investit 80 % de sa valeur dans des investissements présentant des caractéristiques environnementales et sociales spécifiques promues par le fonds mais seulement 20 % dans des investissements durables ne remplit pas les critères lui permettant d'utiliser le terme « durable » dans sa dénomination [76], [77].

Elle suggère également des garanties minimales pour tous les investissements dans des fonds ainsi dénommés. Ces garanties devraient exclure les investissements fondés sur les critères d'exclusion des indices de référence alignés sur l'Accord de Paris (Box 3), qui comprennent notamment des critères pour les entreprises actives dans le domaine des combustibles fossiles [77]. Les critiques soutiennent que cette règle serait trop restrictive, en particulier pour les fonds ayant des caractéristiques ESG plus larges ou des objectifs sociaux, car elle les empêcherait d'investir, par ex. dans des entreprises énergétiques en transition. Certains ont également suggéré d'appliquer des normes minimales fondées sur les indices de références pour la transition climatique (Box 3), qui sont moins stricts et permettent d'investir dans la transition [78].

Toutefois, les acteurs du marché et les organismes consultatifs demeurent critiques, notamment en ce qui concerne l'absence de prise en compte du financement de la transition,[41] l'absence de prise en compte d'actifs spécifiques favorisant une gestion efficace des risques liés aux portefeuilles,[42] la disponibilité des données permettant de garantir le respect de ces critères[43] et le manque de clarté sur ce qui constitue un terme lié à la durabilité et à l'ESG [80].

[40] Traduction des auteurs.

[41] « Un risque existe qu'un portefeuille qui investit dans un secteur ayant besoin d'une transition à grande échelle (le secteur de l'énergie par ex.) ne soit pas conforme [notamment aux garanties minimales de l'indice de référence aligné sur Paris] tandis qu'un portefeuille investi dans des secteurs plus neutres serait conforme tout en ayant peut-être beaucoup moins d'impact sur les objectifs de l'accord vert » (Traduction des auteurs) [79], [80].

[42] BlackRock a souligné que de nombreux gestionnaires de portefeuille utilisent souvent des expositions comprenant des liquidités, des produits dérivés et d'autres actifs afin d'atteindre leurs objectifs et de gérer les risques pour leurs clients. Les seuils minimaux doivent être calibrés de sorte à ne pas limiter la capacité des gestionnaires de fonds à s'orienter dans des environnements de marché changeants [80].

[43] Le SMSG (Securities and Markets Stakeholder Group) a conseillé à l'AEMF de suivre une approche en deux étapes : (1) d'ici l'achèvement complet de la CSRD et des ESRS (fournissant les données nécessaires au niveau de l'entreprise), elle devrait définir des lignes directrices plus qualitatives et clarifier les définitions des concepts utilisés dans le cadre du SFDR et (2) une fois que les données seront disponibles et que le cadre réglementaire sera achevé, elle devrait alors procéder à une révision de ces lignes directrices en introduisant des seuils quantitatifs [79].

BOX 3 : LE REGLEMENT DE L'UE CONCERNANT LES INDICES DE REFERENCE FIXE DES NORMES MINIMALES POUR LES INDICES DE REFERENCE A FAIBLE EMISSION DE CARBONE

Un indice de référence sert à évaluer la performance des investissements. Les indices de marché incluent des indices de marché généraux, des indices géographiques, sectoriels et spécifiques aux actifs, ainsi que des indices combinant ces spécificités, tels que le MSCI Europe Information Technology Index ou le S&P China Bond Index. Plusieurs indices axés sur des thématiques de durabilité ont vu le jour ces dernières années, parmi lesquels le S&P 500 Net Zero 2050 Paris-Aligned ESG Index et le MSCI ACWI Sustainable Impact Index.

Toutefois, l'hétérogénéité des approches que les fournisseurs d'indices de référence adoptent complique, pour les utilisateurs tels que les gestionnaires de fonds, la comparaison et le choix des indices de référence pour leur stratégie d'investissement, et ralentit dès lors l'adoption d'indices de référence à faible émission de carbone. Le règlement de l'UE concernant les indices de référence vise à répondre à ces défis [81].

Le règlement de l'UE concernant les indices de référence prévoit des normes minimales pour deux types d'indices de référence fondés sur les engagements de l'Accord de Paris : les indices de référence de l'UE concernant la transition climatique (EU Climate Transition Benchmarks ou EU CTB) et les indices de référence de l'UE alignés sur Paris (EU Paris-aligned Benchmarks ou EU PAB). Le premier est conçu de sorte que le portefeuille final suive une trajectoire de décarbonation et le second de sorte que la trajectoire de transition du portefeuille final soit en phase avec les objectifs de l'Accord de Paris. Le règlement concernant les indices de référence fixe des normes minimales communes aux deux indices de référence et liées aux scénarios de température de référence, à la répartition des fonds propres dans des secteurs spécifiques, au calcul de l'intensité GES et des émissions absolues, à la méthode de calcul des émissions indirectes et à la trajectoire de décarbonation pour les indices de référence. Il fixe également des normes minimales pour chaque type d'indice de référence en ce qui concerne leurs niveaux GES et les critères d'exclusion (Tableau 2) [82].

Tableau 2: Normes minimales spécifiques à chaque type d'indices de référence

	Indices de référence concernant la transition climatique	**Indices de référence alignés sur l'Accord de Paris**
Réduction des niveaux de GES (y compris les émissions directes et indirectes)	L'indice de référence doit présenter une intensité GES ou des émissions GES absolues inférieures de 30 % à celles de la sphère d'investissement.	L'indice de référence doit présenter une intensité GES ou des émissions GES absolues inférieures de 50 % à celles de la sphère d'investissement.
Critères d'exclusion pour les entreprises bénéficiaires	• Activité dans le domaine des armes controversées • Activité dans la production de tabac • Violation des principes du PMNU (Pacte mondial des Nations unies) ou des principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales • Atteinte à un ou plusieurs objectifs environnementaux (principe DNSH)	• Critères des indices de référence concernant la transition climatique • Avec ≥1% des recettes provenant du charbon • Avec ≥10% des recettes provenant du pétrole • Avec ≥50% des recettes provenant du gaz • Avec ≥50% des recettes provenant de la production d'électricité avec une intensité GES de ≥100g CO_2 e/kWh
Exigences de publication	• Méthode des indices de référence • Politique d'exclusion	

Remarque : *armes controversées* telles que mentionnées dans les traités et conventions internationaux, les principes des Nations unies et, le cas échéant, la législation nationale. Les *objectifs environnementaux* font référence aux objectifs environnementaux de la taxonomie de l'UE, dès lors à l'atténuation du changement climatique ou à l'adaptation à celui-ci, à l'utilisation durable et à la protection des ressources hydriques et marines, à la transition vers une économie circulaire, à la prévention et au contrôle de la pollution ainsi qu'à la protection et à la restauration de la biodiversité et des écosystèmes. *PMNU* fait référence au Pacte mondial des Nations unies [83].

3.1.3 Le Royaume-Uni plaide en faveur de labels dans une approche axée sur le consommateur

Tenant compte des développements européens et américains, la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni a proposé de nouvelles règles afin d'aider les consommateurs à s'orienter dans le paysage des produits d'investissement durable, de les protéger contre l'écoblanchiment et d'instaurer la confiance. Dans ses propositions d'exigences relatives à la publication de durabilité (Proposed Sustainability Disclosure Requirements ou SDR) parues en octobre 2022, la FCA propose des labels (Section 3.1.3.1) ainsi que des restrictions de dénomination (Section 3.1.3.2) pour tous les produits d'investissement et principalement ceux commercialisés auprès des investisseurs individuels britanniques [58], [84].

3.1.3.1 Labels

Les trois labels proposés permettent de distinguer les produits financiers durables en fonction de leur objectif de durabilité et de la façon dont ils visent à atteindre ces objectifs. Le Tableau 3 présente ces labels appelés « Sustainable Focus, Sustainable Improvers et Sustainable Impact ».

Tableau 3 : Labels proposés par la FCA britannique et exemples de produits d'investissement

	Description	Exemple
Sustainable Focus	Investit principalement dans des actifs durables pour les personnes et/ou la planète, avec pour objectif de respecter des normes de durabilité élevées[44]	Produit investissant dans des entreprises qui contribuent positivement à l'amélioration des résultats scolaires des jeunes grâce à l'innovation, tout en évitant d'investir dans des entreprises dont les pratiques commerciales ne sont pas durables
Sustainable Improvers	Investit dans des actifs qui peuvent ne pas être durables aujourd'hui, dans le but d'améliorer leur durabilité pour les personnes et/ou la planète au fil du temps[45]	Produit présentant une exposition large et diversifiée aux marchés développés et émergents, qui l'emporte sur les actions d'entreprises ayant un plan de décarbonation clair et un historique en matière de climat, et garantit les engagements des entreprises, par ex. par le biais d'un engagement.
Sustainable Impact	Investit dans des solutions à des problèmes affectant les personnes ou la planète afin d'exercer une impact réelle, avec l'objectif explicite d'atteindre une impact positive et mesurable sur la durabilité.	Produit finançant la construction de parcs éoliens en Mongolie, ce qui augmentera l'accès aux énergies renouvelables et réduira l'empreinte carbone du pays.

Source : FCA, 2022 [58].

Afin d'obtenir l'un de ces trois labels, les produits financiers doivent répondre à des critères généraux et spécifiques. Les critères généraux couvrent cinq principes : l'objectif de durabilité, la politique et la stratégie d'investissement, les indicateurs clés de performance (ICP), les ressources et la gouvernance ainsi que la gestion des investisseurs. Les critères spécifiques définissent ce que les gestionnaires de fonds doivent faire afin de respecter ces principes et de décrocher le label spécifique qu'ils convoitent. Les produits Sustainable Impact doivent par exemple élaborer une théorie du changement[46] et un plan d'escalade lorsque l'impact attendue ne semble plus vraisemblable.

Contrairement à la proposition de l'AEMF mentionnée ci-dessus (Section 3.1.2.3), les labels n'exigeraient pour l'instant pas que les entreprises bénéficiaires des investissements ne causent pas préjudice à d'autres objectifs de durabilité. La FCA considère que l'approche DNSH du SFDR « *peut être trop restrictive à ce stade* ». Elle recommande toutefois aux gestionnaires de fonds d'examiner si des compromis ou des impacts environnementales ou sociales négatives pourraient découler de la

[44] Le screening négatif ou l'orientation ESG de base ne permettent pas, à eux seuls, de bénéficier de ce label et des labels suivants mais, en combinaison avec d'autres stratégies, ils y donnent accès [58].

[45] Les actifs sont sélectionnés en fonction de leur potentiel à devenir plus durables, notamment en réponse à l'actionnariat actif, c'est-à-dire en dialoguant avec les actionnaires ou via les résultats des votes lors des assemblées générales [58].

[46] Une théorie du changement est une méthode qui explique comment une intervention donnée, par ex. un investissement, est censée conduire à un changement de développement spécifique, par ex. une impact environnementale positive, en s'appuyant sur une analyse causale fondée sur les preuves disponibles [85].

poursuite des objectifs de durabilité du fonds [58]. Le UK Green Technical Advisory Group, qui fournit des conseils non contraignants au régulateur britannique pour la taxonomie verte du Royaume-Uni, envisage la mise en œuvre du concept DNSH. Dans l'hypothèse d'une adoption, il pourrait ouvrir la voie à de telles considérations dans le cadre des SDR de la FCA [86], [87].

Certains acteurs ont soulevé des points d'amélioration et un besoin de clarification, notamment quant au champ d'application [88], [89], au chevauchement entre les labels et à leur hiérarchie implicite,[47] au processus de labellisation [88], [89], ou aux méthodes de calcul des seuils des labels concentrés sur la durabilité [88].

3.1.3.2 Règle de dénomination et interdiction

Les fournisseurs de produits ne pourraient pas non plus utiliser certains termes liés à la durabilité dans les noms de produits et les supports marketing, hormis dans l'hypothèse où les produits arborent l'un des labels d'investissement durable mentionnés ci-dessus [58]. Ces termes comprennent notamment « ESG », « climat », « impact », « durable », « durabilité », « responsable », « vert », « ODD », « aligné sur Paris » ou « à zéro émission nette ». Les produits dont le label n'est pas « Sustainable Impact » ne pourront, en outre, pas utiliser le terme « impact » dans leur nom de produit ou supports marketing. Cela permettrait de garantir que le contenu des produits et leurs objectifs de durabilité déclarés soient en phase.

[47] Une stratégie de produit peut se chevaucher avec plus d'un label de produit, ce qui laisse le choix du label au gestionnaire. Ce chevauchement pourrait créer une hiérarchie au sein des labels. Un investisseur pourrait par ex. mieux percevoir le label « Sustainable Impact » que le label « Sustainable Improvers », ce qui aurait des répercussions sur la compétitivité [89].

Tableau 4 : Spécificités des règles de dénomination proposées par les différentes juridictions (présentées dans leur ordre chronologique de publication)

Juridiction	Réglementation	Champ d'application	Critères 1	Critères 2	Restriction susceptible de causer préjudice à d'autres objectifs de durabilité ?
		Produits avec...	... devraient contenir ...	... d'investissements qui respectent ...	
US	**Proposed Amendment to the Name Rule de la SEC**	Une dénomination qui inclut les termes « ESG » ou des termes apparentés	≥ 80 %	Une politique d'investissement conforme à la dénomination que celle-ci suggère	Non
UE	**Propositions de lignes directrices sur les noms de fonds de l'AEMF**	Une dénomination qui inclut les termes « ESG » ou des termes apparentés	≥ 80 %	Caractéristiques environnementales ou sociales ou caractéristiques de durabilité (telles que définies dans les annexes I et II du SFDR)	Oui
		Une dénomination qui comporte le terme « durable » ou des termes apparentés	≥ 50 % (des 80 % susmentionnés)	La définition de l'investissement durable (telle que définie à l'article 2(17) du SFDR)	Oui
R-U	**Proposed Sustainability Disclosure Requirements de la FCA**	Un label axé sur la durabilité	≥ 70 %	Une norme crédible de durabilité environnementale et/ou sociale ou alignement sur une thématique spécifique de durabilité environnementale et/ou sociale.	Non
		Une dénomination qui comporte des termes apparentés à la durabilité	Un label « Sustainable Focus », « Sustainability Improvers » ou « Sustainability Impact ».	-	Non
		Une dénomination qui inclut « impact »	Un label « Sustainable Impact »	-	Non

Source : SEC (2022), AEMF (2022), FCA (2022), Clarify AI (2023) [58], [72], [77], [90]

3.1.4 La Suisse adopte une approche attentiste

Le Conseil fédéral a proposé en décembre 2022 une première définition des produits ou services financiers durables. Afin d'éviter l'écoblanchiment et d'apporter la clarté nécessaire aux décisions d'investissement des acteurs du marché financier, le Conseil fédéral estime nécessaire d'adopter une vision commune et claire de ce qui constitue un produit ou un service durable [91]. L'adoption d'une taxonomie dans le contexte suisse ayant été écartée au moins jusqu'en 2025,[48] le Conseil fédéral a récemment défini les caractéristiques d'un produit ou service financier promu comme étant durable ou présentant des caractéristiques de durabilité [6].

Outre les objectifs financiers, un tel produit ou service doit poursuivre l'un des objectifs d'investissement suivants [6, p. 3]. : (1) être en phase avec un ou plusieurs objectifs de durabilité spécifiés ; ou (2) contribuer à la réalisation d'un ou plusieurs objectifs de durabilité spécifiés.[49] Le Conseil fédéral fournit des exemples pour chacun de ces objectifs : « Un service financier durable poursuivant un objectif d'alignement pourrait, par exemple, investir exclusivement dans des actions et obligations d'entreprises dont les plans de transition sont tous en phase avec l'objectif de limiter le réchauffement climatique à 1,5° Celsius par rapport à l'ère préindustrielle. Un produit visant à contribuer à la réalisation d'un objectif de durabilité appliquera généralement une approche d'investissement à impact (y compris les investissements immobiliers), une approche d'actionnariat actif crédible ou une combinaison des deux. » [6, p. 3].[50] Concernant ses exigences de publication associées (Section 2.3.2.1), le Département fédéral des finances (DFF), qui présentera une proposition au Conseil fédéral à la fin du mois de septembre 2023, devra concrétiser la définition des produits et services financiers durables [6].

Outre cette définition, le régulateur suisse examine la création d'une nouvelle catégorie de régime collectif à impact sociale. Le DFF[51] examine actuellement comment l'introduction d'une nouvelle catégorie d'organismes de placement collectif pourrait élargir l'accès à l'investissement à impact sociale à un plus grand nombre de personnes [5, p. 20f.]. En l'état actuel, l'investissement à impact sociale s'adresse principalement aux investisseurs institutionnels, aux fondations et aux gestionnaires de grandes fortunes [5, p. 20f.]. Ouvrir ce type d'investissement aux acteurs privés augmenterait le flux de capitaux dans les investissements à impact sociale.

3.1.5 Recommandation pour la Suisse

Certaines juridictions ont proposé en 2022 des règles pour les produits financiers dont la dénomination et le label contiennent des termes liés à la durabilité. Les spécifications proposées ont pour objectif d'aider les investisseurs à s'orienter dans

[48] La Suisse considère que l'adoption d'une taxonomie n'est pas nécessaire afin d'atteindre les objectifs de l'Accord de Paris. Le CF a en particulier estimé que la mise en œuvre des tests PACTA (Annexe 5) et des Swiss Climate Scores (Section 2.3.1) était en mesure d'apporter aux acteurs du marché les données scientifiques et la transparence nécessaires concernant les entreprises de tous les secteurs [56, p. 12].

[49] Les objectifs de durabilité devraient être (1) déterminés par rapport à un cadre largement utilisé (par exemple les ODD), (2) décrits par le prestataire de services financiers en termes d'approche adoptée, (3) transparents via des publications périodiques, aisément accessibles (par ex. en ligne), transparentes et comparables, (4) en phase avec les objectifs climatiques fondés sur des engagements internationaux et nationaux, via des indicateurs reconnus et pertinents, tels que les Swiss Climate Scores ainsi que (5) vérifiés par une tierce partie indépendante [6, p. 3].

[50] En s'engageant dans la propriété active ou en investissant dans des actifs directement contrôlés tels que l'immobilier, les gestionnaires de fonds peuvent exercer une impact directement mesurable, par opposition à l'impact que les entreprises bénéficiaires ciblent par le biais de leur modèle d'entreprise. Le secteur suisse améliore ses pratiques d'engagement en conséquence et l'AMAS a publié des indicateurs environnementaux sur l'immobilier par le biais de la circulaire 04/2022 [92].

[51] En collaboration avec la FINMA, les secteurs concernés, le Département fédéral de l'environnement, des transports, de l'énergie et de la communication (DETEC) et le Département fédéral de l'économie, de la formation et de la recherche (DEFR).

le paysage de l'investissement durable et de réduire l'écoblanchiment grâce à une transparence accrue. Le régulateur suisse se penche actuellement sur la question et devrait publier à l'automne 2023 une proposition définissant plus précisément les produits et services financiers durables ainsi que les exigences associées. Compte tenu des développements internationaux, les recommandations en faveur de cette proposition comprennent (1) l'établissement d'une définition avec des normes minimales (Section 3.1.5.1) et (2) la proposition d'un système de classification pour les produits avec un objectif d'impact et avec un objectif de transition (Section 3.1.5.2).

Dans une prochaine analyse, les recommandations et approches suggérées ci-dessous seront complétées par la position des principaux acteurs industriels et gouvernementaux.

3.1.5.1 Établir une définition des produits durables avec des normes minimales

La définition des investissements durables esquissée par le Conseil fédéral devrait être plus ambitieuse. En l'état, la position du Conseil fédéral n'exige pas spécifiquement de différencier les objectifs environnementaux des autres objectifs de durabilité et ne tient pas compte des effets négatifs potentiels d'une activité économique dans laquelle le produit financier investit dans les autres objectifs de développement durable (principe de ne pas causer de préjudice important (Do Not Significant Harm ou DNSH)) [6, p. 3]. Par conséquent, les produits financiers dont les investissements sous-jacents sont en phase avec un objectif de durabilité seraient considérés comme durables, indépendamment de leur impact négative potentielle sur un ou plusieurs autres objectifs de durabilité. Un exemple pourrait être un fonds investissant dans des centrales au charbon avec d'excellentes conditions de travail, contribuant ainsi à des objectifs sociaux tout en aggravant la pollution par le CO_2 [93].

Afin d'être considérés comme durables, les produits financiers pourraient répondre à des normes minimales, comme le suggèrent la proposition de l'AEMF (Section 3.1.2.3) et l'AMF pour le SFDR (Section 3.1.2.2). En établissant des critères environnementaux et sociaux pour les produits financiers durables, le régulateur suisse s'assurerait qu'un objectif de durabilité ne remplace pas un autre, tout en contournant une règle DNSH potentiellement compliquée à mettre en œuvre.[52] De telles normes minimales peuvent inclure des garanties minimales en matière de droits de l'homme, par ex. les Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales, ou une conformité minimale avec l'accord de Paris ou le Cadre mondial de la biodiversité de Kunming à Montréal.

3.1.5.2 Proposition d'un système de classification pour le financement de l'impact et de la transition

En s'alignant sur d'autres juridictions, les régulateurs suisses pourraient proposer une classification plus précise des produits financiers en fonction de leur objectif et ambition. Ils pourraient créer une catégorie destinée aux produits financiers ayant un objectif d'impact clair, qui ne se limite pas à l'intégration du risque de durabilité (catégorie d'impact), et une autre catégorie avec un objectif de transition (catégorie de transition).

Une catégorie d'impact pourrait inclure les produits financiers qui ont un objectif clair d'impact et en rendent compte en conséquence. Plusieurs juridictions ont établi ou sont en train d'établir une catégorie d'impact pour les produits financiers ou les publications connexes : l'UE à travers son article 9 (Section 2.1.1), les États-Unis avec les fonds à impact ESG (ESG-Impact Funds) (Section 2.2.1) et le Royaume-Uni

[52] Les critères DNSH tels que définis par l'UE peuvent présenter certaines limites, à savoir le manque de données de haute qualité et l'absence de seuil défini pour la conformité [94].

avec le label « Sustainable Impact », parmi d'autres. La condition du Conseil fédéral relative aux produits durables contribuant à la réalisation d'un objectif de durabilité touche cet aspect. Une catégorie d'impact précisant l'objectif poursuivi par le produit financier pourrait nécessiter des obligations de publication supplémentaires en fonction de l'objectif déclaré, à l'instar de ce qui est exigé dans les juridictions susmentionnées (Section 3.1.3.1). Les produits de la catégorie d'impact pourraient être tenus de publier, par exemple, une théorie du changement et un plan d'escalade lorsque l'impact escomptée ne paraît plus vraisemblable, comme l'exige la proposition de label « Sustainable Impact » de la FCA.

Une catégorie de transition comprendrait les produits financiers visant à investir dans des projets qui pourraient ne pas être considérés comme durables d'un point de vue social ou environnemental à l'heure actuelle mais ont le potentiel de s'améliorer au fil du temps. Elle vise à identifier les entreprises en transition et à faciliter les investissements en leur faveur, ce qui permet de promouvoir et d'encourager les entreprises à devenir plus durables, notamment par le biais de l'actionnariat actif. La FCA britannique a récemment proposé une telle catégorie, appelée « Sustainable Improvers ». Certaines critiques ont toutefois souligné qu'elle pourrait devenir un «*fourre-tout pour les fonds ESG, avec un risque connexe d'écoblanchiment*» si aucune orientation détaillée n'est fournie pour la publication des actions relevant de l'actionnariat actif, du processus d'escalade et des résultats [95].

Pour ce faire, le régulateur suisse pourrait soit adopter un système de classification déjà existant, soit créer son propre système, en tenant compte de l'interopérabilité des cadres de publication établis. Le régulateur suisse devrait s'appuyer sur les classifications existantes afin de garantir une compréhension uniforme du secteur et éviter de modifier constamment les définitions et les interprétations. Comme l'a proposé la FCA britannique, il devrait en outre veiller à l'harmonisation des exigences de publication avec un système de classification afin d'éviter la confusion sur le marché, telle qu'observée dans l'UE (Section 2.4.3).

Ce système de classification pourrait revêtir la forme de règles de dénomination ou de labels. Dans l'UE et aux États-Unis, l'écart entre les attentes des investisseurs et les caractéristiques réelles du fonds est comblé par la création de règles relatives à la dénomination des fonds, lesquelles sont moins exigeantes pour le secteur mais pas aussi favorables aux investisseurs que les labels. Les labels, comme tels que ceux proposés par la FCA britannique (« Sustainable Focus », « Sustainable Improvers » et « Sustainable Impact » (Section 3.1.3.1 et tableau 3) sont particulièrement intéressants si l'objectif du système de classification consiste à réduire l'écoblanchiment et à aider les investisseurs à s'orienter dans le paysage des produits financiers durables. Ils nécessitent des efforts supplémentaires de la part du secteur mais pourraient apporter davantage de clarté aux investisseurs. En l'absence de labels, le régulateur suisse devrait s'assurer que le système de classification offre des garanties de durabilité minimales, contrairement à ce que la SEC a proposé, afin d'éviter d'induire les investisseurs en erreur.

3.2 Obligations vertes : que signifie « vert » ?

Les obligations vertes représentent le principal instrument de dette durable sur les marchés publics (Box 4). Cet instrument étant fondé sur l'activité, le produit des obligations vertes est affecté à des investissements en faveur de projets respectueux de l'environnement. Par exemple, le produit d'une obligation verte émise par une banque pourrait uniquement être affecté à des prêts bancaires finançant la construction ou la rénovation de bâtiments Minergie [96].[53] Les marchés se sont toutefois interrogés quant au caractère réellement « vert » des obligations vertes [98].

Le marché a d'abord élaboré des lignes directrices et certifications, d'autres réglementations et exigences concernant les obligations vertes étant en cours d'élaboration dans plusieurs juridictions. Le secteur a proposé les premières lignes directrices en 2014, avec les *Green Bond Principles* (GBP) facultatifs de l'International Capital Market Association (ICMA) et les certifications de la Climate Bond Initiative (Section 3.2.1). La Chine a publié peu après des lignes directrices pour l'émission d'obligations vertes et son premier *catalogue des projets validés pour un financement par des obligations vertes* (Section 3.2.2). En 2019, l'UE a proposé la création d'une *norme des obligations vertes européennes*, d'application volontaire et toujours en cours d'élaboration (Section 3.2.3). L'analyse figurant ci-dessous présente ces trois cadres réglementaires, leurs exigences et la façon dont ils considèrent qu'une obligation peut être étiquetée verte. La Section 3.2.4 offre un aperçu de la position suisse dans ce contexte et la Section 3.2.5 propose des recommandations aux régulateurs suisses.

Box 4 : Instruments de dette durable

La dette durable est un instrument à revenu fixe poursuivant des finalités environnementales ou sociales. Leur classement s'effectue selon deux grandes catégories : les instruments de dette fondés sur l'activité ou sur le comportement. Les instruments de dette fondés sur l'activité financent ou refinancent des projets environnementaux et/ou sociaux et comprennent les obligations et prêts verts, ainsi que les obligations sociales et de durabilité. Les instruments de dette fondés sur le comportement, tels que les obligations ou prêts liés à la durabilité, reposent sur des objectifs ESG au niveau de l'entreprise et les relient aux caractéristiques de financement de l'instrument, telles que les taux d'intérêt nominaux [99].

3.2.1 Le secteur à l'avant-garde

Le secteur combine des normes volontaires et des certifications pour les obligations vertes. Les GBP de l'ICMA sont considérés comme la norme du secteur en matière de transparence des obligations vertes et fournissent une première définition de ce terme (Section 3.2.1.1). Aucune évaluation externe obligatoire n'est toutefois requise afin de s'assurer que les recommandations de publication sont respectées. Diverses organisations du marché, dont la Climate Bond Initiative (CBI), ont mis au point des certifications environnementales (Section 3.2.1.2) afin d'améliorer la crédibilité.

[53] Minergie est un standard de construction suisse pour les bâtiments neufs et modernisés. Il est soutenu conjointement par l'économie, les cantons et la Confédération. Il met l'accent sur le confort des occupants des bâtiments à la maison et sur le lieu de travail, ainsi que sur l'efficacité énergétique, la qualité et la préservation maximale de la valeur » [97].

3.2.1.1 Les Green Bond Principles, premières recommandations sur lesquelles s'appuyer

Selon les GBP, les obligations vertes doivent être en phase avec des composantes essentielles spécifiques (cf. ci-dessous) et financer exclusivement des projets verts éligibles. Les GBP introduisent des catégories de projets, qui comprennent, sans s'y limiter, les énergies renouvelables, l'efficacité énergétique, les bâtiments écologiques, les projets de prévention et de contrôle de la pollution, les projets de conservation de la biodiversité terrestre et aquatique, les transports propres, la gestion durable de l'eau et des eaux usées ainsi que les projets d'adaptation au changement climatique [100].

Les GBP fournissent des lignes directrices volontaires pour l'émission d'obligations vertes, élaborées en 2014 par un consortium de banques d'investissement sous la direction de l'ICMA. Les GBP recommandent la transparence ainsi que la publication et visent à promouvoir l'intégrité du marché des obligations vertes [101]. Ils formulent deux recommandations clés en matière de transparence : (1) la publication d'un cadre destiné aux obligations vertes avant leur émission et (2) la publication d'évaluations externes antérieures et postérieures à l'émission.

Le cadre destiné aux obligations vertes doit indiquer comment leur émission suit les quatre composantes nécessaires afin d'être en phase avec les GBP. Ces composantes et les recommandations de publication y afférentes sont les suivantes :

Utilisation du produit	Description de l'utilisation du produit
Processus de sélection et d'évaluation des projets	(1) Objectifs environnementaux du projet (2) Raison(s) pour laquelle/lesquelles le projet peut être considéré comme un projet vert éligible (3) Risques sociaux et environnementaux liés au projet
Gestion du produit	Processus de suivi et de publication relatif au produit net de l'obligation verte
Reporting	Des informations annuelles sur les projets verts qui ont été financés par le produit, y compris la description des projets, le montant déjà alloué et l'impact potentielle.

Les évaluations externes doivent s'effectuer avant et après l'émission. Avant l'émission, les évaluateurs externes doivent évaluer l'alignement du cadre destiné aux obligations vertes sur les GBP, tandis qu'après l'émission, ils doivent vérifier le suivi interne et l'affectation du produit des obligations vertes aux projets verts éligibles [100]. En juillet 2022, l'ICMA a publié un *Guide for External Reviewers*, qui fournit des orientations facultatives concernant les normes éthiques applicables aux évaluateurs externes, ainsi que l'organisation, le contenu et la publication de leurs rapports [102]. Les évaluations externes sont d'autant plus importantes que les GBP sont facultatifs et que la responsabilité de leur application incombe aux émetteurs.

3.2.1.2 Certifications sectorielles

Les certifications des obligations vertes contribuent à accroître la crédibilité des émetteurs qui suivent les GBP, grâce à un reporting supplémentaire. Outre la fourniture du cadre destiné aux obligations vertes antérieur à l'émission ainsi que le reporting et les évaluations externes

postérieures à l'émission, les émetteurs qui souhaitent faire certifier leurs obligations vertes doivent suivre deux étapes : (1) engager un vérificateur de certification pour la certification antérieure et postérieure à l'émission et (2) fournir un rapport annuel supplémentaire montrant la conformité de l'obligation verte aux normes du certificateur, par exemple le Climate Bond Standard (CBS) de la Climate Bond Initiative. Cela entraîne généralement des coûts supplémentaires.

Le Climate Bond Standard est un système de labellisation facultatif pour les obligations vertes et les entités certifiant leur conformité aux objectifs de l'Accord de Paris [103]. Il s'appuie sur les GBP de l'ICMA ainsi que sur leurs composantes essentielles et fixe des critères d'éligibilité sectoriels, par ex. des critères pour le secteur solaire, qui précisent quel actif peut être financé par une obligation verte certifiée par la CBI [104]. Par exemple, une obligation finançant la production d'électricité solaire terrestre peut être certifiée verte au titre du CBS à condition que le système de secours de l'installation n'utilise pas plus de 15 % de combustible fossile [105]. Ces critères ont été établis dans le cadre de la taxonomie CBI [106]. L'une des limites du CBS est qu'il ne prévoit pas de suivi et vérification continus postérieurs à l'émission : la fréquence du reporting postérieur à l'émission est laissée à la discrétion de l'émetteur de l'obligation [101], [107].

3.2.2 Le Catalogue chinois des projets validés pour un financement par des obligations vertes

Quatre principaux types d'obligations vertes, gérées par différents organismes de réglementation et soumis à différentes exigences, existent en Chine : (1) les obligations financières, gérées par la Banque populaire de Chine (BPC), (2) les obligations de sociétés, gérées par la Commission chinoise de réglementation des valeurs mobilières (Chinese Securities Regulatory Commission ou CSRC), (3) les Instruments de dette de sociétés non financières, gérés par l'Association nationale des investisseurs institutionnels des marchés financiers (National Association of Financial Market Institutional Investors ou NAFMII) et (4) les obligations d'entreprises, gérées par la Commission nationale du développement et de la réforme (National Development and Reform Commission ou NDRC).

Annoncé conjointement par la BPC, la NDRC et la CSRC, mis à jour pour la dernière fois en 2021 et actuellement en cours de révision, le catalogue des projets validés pour un financement par des obligations vertes (catalogue des obligations vertes) unifie le marché chinois des obligations vertes en définissant les projets et domaines éligibles [108]**.** La version 2021 du catalogue [109] couvre six secteurs, [54] chacun divisé en programmes spécifiques. Une « description/condition » spécifique à chaque programme contribue à rendre le cadre plus opérationnel mais certains manquent d'indicateurs et de critères scientifiques spécifiques.[55,56] Dans le cadre de ce catalogue, par exemple, une obligation finançant la production d'électricité solaire terrestre peut être certifiée verte à condition que (1) les réglementations pertinentes concernant la fabrication photovoltaïque et (2) l'évaluation de la

[54] (1) Industrie des économies d'énergie et de la protection de l'environnement ; (2) Industrie de la production propre ; (3) Industrie de l'énergie propre ; (4) Secteur de l'écologie et de l'environnement ; (5) Amélioration durable des infrastructures ; (6) Services verts. Le projet 2023 propose les secteurs suivants : (1) Industries économes en énergie et réduisant les émissions de carbone ; (2) Industrie de la protection de l'environnement ; (3) Industrie du recyclage des ressources ; (4) Industrie de l'énergie propre ; (5) Protection, restauration et utilisation de l'environnement ; (6) Amélioration durable de l'infrastructure ; (7) Services verts [110].

[55] Alors que pour certains programmes, les critères sont très spécifiques, d'autres ne prévoient pas d'exigences détaillées et laissent une grande marge d'appréciation. Par exemple, comparons le programme 1.4.1.2 au programme 3.2.2.2 du catalogue des obligations vertes [109].

[56] À partir de 2021, le charbon et les combustibles fossiles sont exclus des projets éligibles.

production photovoltaïque propre soient respectées [109, Sect. 3.2.1.2].

Tandis qu'une harmonisation des projets éligibles aux obligations vertes existe, la gestion du produit, la transparence et les exigences en matière d'évaluation externe diffèrent selon les types d'obligations. Selon le type d'émetteurs d'obligations, entre 50 % et 100 % du produit doivent être alloués à des projets verts et le suivi ainsi que le reporting environnementaux peuvent être exigés, encouragés ou ne pas être exigés du tout. Les émetteurs d'obligations vertes de sociétés doivent, par exemple, allouer au moins 70 % du produit à des projets verts éligibles.[57] Ils sont également tenus d'établir des reportings annuels sur l'utilisation du produit, ainsi que de suivre et de rendre compte des impacts environnementales selon une fréquence laissée à leur discrétion [107, p. 4]. Certaines autorités de réglementation chinoises encouragent les évaluations externes antérieures et postérieures à l'émission, mais elles ne sont pas obligatoires.[58]

3.2.3 La norme des obligations vertes européennes

Outre l'utilisation généralisée des normes GBP et CBI, l'UE élabore actuellement un cadre réglementaire pour l'utilisation volontaire d'une norme plus stricte des obligations vertes européennes (European Green Bond Standard ou EUGBS).[59] Ce cadre vise à garantir l'application d'exigences uniformes pour l'utilisation de la désignation « obligations vertes européennes » ou « EuGB »[60] au sein de l'UE, et à établir un système simple d'enregistrement et de surveillance pour les évaluateurs externes. L'EUGBS se veut utilisable par un émetteur d'obligations (y compris les entreprises, les gouvernements, les organisations supranationales) à l'intérieur de l'UE et en dehors [113, p. 11].

Le produit des obligations vertes doit être exclusivement affecté à des activités économiques répondant aux exigences du règlement sur la taxonomie (RT), pour autant que celui-ci couvre déjà les secteurs concernés. Ainsi, les activités économiques auxquelles les obligations vertes se rapportent doivent (1) contribuer de façon substantielle à un ou plusieurs des objectifs environnementaux fixés dans le RT, (2) ne pas causer de préjudice important à l'un de ces objectifs, (3) être déployées dans le respect des garanties minimales que le RT mentionne [25, Art. 18], (4) respecter les critères d'examen techniques (Technical Screening Criteria ou TSC), déjà mentionnés dans une analyse précédente [113, Art. 6 and preamble 8]. Pour les secteurs que le RT ne couvre pas encore et pour certaines activités spécifiques, l'accord provisoire portant sur l'EUGBS prévoit une « poche de flexibilité » de 15 %, de sorte que les obligations vertes puissent être utilisées dès le début de l'application de l'EUGBS [112].[61]. Par exemple, une obligation finançant la production d'électricité solaire terrestre peut être certifiée verte puisque cette activité économique contribue de façon substantielle à l'adaptation au changement climatique selon le RT [114, p. 91f.],, à condition (1) qu'elle soit conforme aux TSC scientifiques,[62] (2) qu'elle ne cause pas

[57] Les 30 % restants ne peuvent être utilisés que pour rembourser des prêts ou investir dans le fonds de roulement. [107, p. 5].

[58] Comparaison de la surveillance, de la déclaration et de la vérification des obligations vertes en Chine [107, Tab. 2 page 5].

[59] Le 6 juillet 2021, la Commission européenne a présenté une proposition législative pour une norme européenne sur les obligations vertes [111]. Le 28 février 2023, les négociations du trilogue se sont terminées par un accord provisoire [112]. Cet accord doit encore être confirmé et adopté par le Parlement et le Conseil de l'UE avant d'être définitif et de commencer à s'appliquer un an après son entrée en vigueur.

[60] Veuillez noter que l'EUGBS fait référence au Cadre et l'EuGB aux obligations vertes européennes en tant que titres.

[61] L'utilisation et la nécessité de la poche de flexibilité seront réexaminées.

[62] Les critères techniques de sélection des objectifs d'adaptation au changement climatique comprennent (1) la mise en œuvre de solutions d'adaptation et (2) l'identification des risques climatiques et de la vulnérabilité de l'activité économique ; (3) les projections climatiques et l'évaluation

préjudice aux autres objectifs environnementaux du RT (principe DNSH) [114, p. 91f.] et (3) qu'elle soit conforme à des garanties minimales [25, Art. 18]. Les actions et dépenses nécessaires afin qu'une activité économique respecte le RT ainsi que le délai requis afin de transformer les actifs de sorte à aligner l'activité économique correspondante sur le RT doivent être détaillés dans un plan d'alignement de la taxonomie [113, Art. 6 and préamble 12].

Les émetteurs d'obligations vertes européennes sont soumis à des obligations de transparence et d'évaluation externe afin de fournir aux investisseurs les informations nécessaires pour évaluer l'impact environnementale des obligations vertes et les comparer. L'évaluation antérieure[63] et postérieure[64] à l'émission est obligatoire et fait l'objet d'une évaluation externe. Les émetteurs doivent publier un rapport d'impact après l'affectation intégrale des fonds au moins une fois [113, Art. 10]. Des modèles sont fournis afin de garantir la pertinence et la comparabilité des informations [113, Append. 1-4]. Les émetteurs doivent conserver ces rapports sur leur site web jusqu'à l'échéance des obligations [113, Art. 13]. Les évaluateurs externes sont soumis à des conditions et exigences ainsi qu'à la supervision de l'AEMF, auprès de laquelle ils doivent s'enregistrer.

L'accord provisoire prévoit certaines exigences de publication volontaires pour d'autres obligations écologiquement durables et obligations liées à la durabilité émises dans l'UE, qui ne répondent donc pas aux exigences de l'EUGBS. Cette mesure vise à empêcher l'écoblanchiment sur le marché des obligations vertes en général [112].

Box 5 : La Common Ground Taxonomy

La *Common Ground Taxonomy* [115] **vise à assurer l'interopérabilité entre les normes d'obligations vertes chinoises et européennes**. Élaborée par la plateforme internationale sur la finance durable et dernièrement mise à jour en juin 2022, la Common Ground Taxonomy identifie les points communs et différences entre certaines caractéristiques du RT de l'UE et le catalogue chinois[65] Elle vise à aider les acteurs à comprendre les activités qui pourraient être couvertes par les taxonomies respectives et pourrait servir à la comparabilité et à l'interopérabilité future de l'émission d'obligations vertes fondée sur les taxonomies. À ce jour, le champ d'application de la Common Ground Taxonomy couvre uniquement les critères de contribution substantielle à l'atténuation du changement climatique. D'autres caractéristiques d'éligibilité telles que le DNSH ne sont pas couvertes à ce stade. La Common Ground Taxonomy pourrait être étendue à d'autres secteurs, objectifs environnementaux ou caractéristiques d'éligibilité, ainsi qu'à d'autres juridictions [115, p. 33 ff.].

des impacts ; (4) les solutions d'adaptation mises en œuvre.

[63]Les émetteurs doivent publier la fiche d'information sur les obligations vertes européennes sur leur site web avec l'examen préalable à l'émission effectué par un évaluateur externe, avant que l'obligation puisse être proposée au public (examen préalable à l'émission) [113, Art. 8].

[64] Chaque année, jusqu'à l'allocation complète du produit, les émetteurs doivent publier le rapport annuel d'allocation des obligations vertes européennes, le premier au moins après l'allocation complète du produit de l'obligation étant soumis à l'examen d'un évaluateur externe (examen post-émission) [113, Art. 9].

[65] Les taxonomies européenne et chinoise présentent des différences et des similitudes. La Chine aborde l'atténuation du changement climatique de manière moins explicite en raison de l'importance qu'elle accorde au développement, mais elle a néanmoins intégré de nombreux critères climatiques et environnementaux dans son catalogue [109, Sect. 3.4.3] contribuent à l'atténuation du changement climatique. En effet, la taxonomie Common Ground inclut les secteurs de la fabrication et de la construction et couvre ainsi 72 activités d'atténuation du changement climatique avec des critères partagés de "contribution substantielle" au total. Les taxonomies de l'UE et de la Chine diffèrent considérablement dans la manière dont elles intègrent les critères et les normes minimales du DNSH, qui ne sont donc pas couverts par la taxonomie de base commune actuelle.

3.2.4 Les premiers pas de la Suisse vers un cadre destiné aux obligations vertes

Aucun cadre juridique pour l'émission d'obligations vertes de sociétés n'existe en Suisse. L'autoréglementation des marchés financiers suisses impose néanmoins des conditions spécifiques. À la SIX Swiss Exchange, les obligations doivent (1) être alignées sur les GBP et (2) figurer dans la base de données des obligations vertes de la Climate Bonds Initiative [116]. Le ticket minimum pour l'émission d'obligations s'élève à CHF 100 000 [117].. Si les obligations émises répondent à ces exigences, SIX les déclarera automatiquement « vertes ».

En 2022, le Conseil fédéral a émis les premières obligations vertes souveraines suisses ou *Emprunt fédéral vert*.[66] Avant l'émission, le Conseil fédéral a publié le cadre pour l'émission d'emprunts obligataires verts [118, p. 7], conformément aux GBP de l'ICMA, et a mis en place des évaluations antérieures et postérieures à l'émission. Le cadre pour l'émission d'emprunts obligataires verts établit une liste de catégories de projets susceptibles de constituer des projets verts éligibles,[67] et auxquels les fonds peuvent être alloués [118, p. 8f.]. Il prévoit une liste d'exclusion indiquant les secteurs qui ne peuvent recevoir de fonds provenant des emprunts fédéraux verts.[68] Le cadre définit en outre un processus de sélection des dépenses vertes éligibles, des exigences en matière de gestion des produits et du reporting conformément aux GBP de l'ICMA. Le Conseil fédéral a présenté le fonctionnement de ce cadre au marché en l'utilisant afin d'émettre la première obligation verte souveraine suisse**.** Le reporting d'allocation et d'impact sera publié annuellement sur le site web de la Confédération suisse, à partir de l'année suivant l'émission [118, p. 14]. Une évaluation externe antérieure à l'émission et une évaluation externe postérieure à l'émission sont prévues. L'évaluation externe antérieure a été publiée en juillet 2022 et est valable pour les émissions ultérieures d'obligations vertes souveraines tant que le cadre pour l'émission d'emprunts obligataires verts ne subit aucune modification importante [119]. Elle comprend également une évaluation de la cohérence de la stratégie de l'émetteur avec l'obligation verte [120, p. 15ff.].

Bien que le cadre pour l'émission d'emprunts obligataires verts ne soit pas directement applicable au secteur privé, il fournit des orientations aux entreprises émettrices. Selon l'approche de la Confédération, les obligations vertes devraient (1) voir leurs produits alloués à des projets verts éligibles qui devraient contribuer à la réalisation d'un objectif environnemental [118, p. 8f.], (2) faire l'objet d'évaluations externes antérieures à l'émission qui vérifient l'alignement par rapport à la norme choisie pour les obligations vertes [118, p. 14], (3) faire l'objet d'évaluations externes postérieures à l'émission qui surveillent comment l'utilisation du produit a été allouée [118, p. 14]; et (4) être cohérentes avec la stratégie de durabilité de l'émetteur.

Des réglementations pourraient bientôt encourager les investissements à impact sociale. Le Département fédéral des finances (DFF) examine actuellement la possibilité de modifier la réglementation relative aux marchés financiers afin d'y inclure une nouvelle catégorie de placements collectifs, ou fonds, qui

[66] Les obligations vertes souveraines constituent une classe d'actifs durables supplémentaire pour les investisseurs et encouragent l'émission d'obligations vertes par d'autres acteurs publics et privés. Elles ne génèrent pas directement une augmentation des dépenses publiques dans des projets environnementaux, puisque les décisions d'investissement politique sont prises indépendamment de l'émission d'obligations. En revanche, elles constituent des investissements indirects dans des projets plus bénéfiques pour l'environnement [118, p. 7].

[67] À savoir (1) les transports propres, (2) l'agriculture, la sylviculture, les paysages naturels et la biodiversité, (3) les bâtiments écologiques et l'efficacité énergétique, (4) les énergies renouvelables, (5) la coopération internationale, (6) la recherche, l'innovation et la sensibilisation.

[68] A savoir l'exploration, la fabrication et le transport de combustibles fossiles ainsi que l'énergie nucléaire (fission) [118, p. 11f.].

permettrait également d'ouvrir les investissements à impact *sociale* au plus grand nombre d'investisseurs possible. Cela signifierait qu'un investisseur privé pourrait investir dans des fonds regroupant spécifiquement des entreprises ou projets à impact sociale.

3.2.5 Recommandations pour la Suisse

Les cadres analysés dans ce rapport présentent des avantages et inconvénients. Les Green Bond Principles (GBP) facultatifs sont largement acceptés par le secteur mais peuvent induire les investisseurs en erreur, car ils ne fournissent aucune garantie quant à la qualité de l'obligation verte (Section 3.2.1.1). Le Climate Bond Standard (CBS) va un pas plus loin dans la clarté et la crédibilité : il garantit que l'utilisation du produit respecte les exigences fixées par le CBS grâce à la certification des obligations vertes (Section 3.2.1.2). Le catalogue chinois des obligations vertes prévoit une liste d'activités éligibles au financement par obligations vertes mais laisse une marge d'appréciation afin d'établir si certaines activités économiques entrent dans cette liste. Aucune exigence générale en matière de reporting ou d'évaluations externes n'existe, ce qui nuit à la crédibilité (Section 3.2.2). Dans l'hypothèse où elle est adoptée, la norme européenne en matière d'obligations vertes (EUGBS) constituerait le cadre le plus exigeant pour l'émission d'obligations vertes. En plus de devoir contribuer à un objectif environnemental, les activités économiques éligibles doivent respecter le principe de ne pas causer de préjudice important (Do Not Significant Harm ou DNSH), les critères d'examen techniques et des garanties minimales. L'EUGBS constitue cependant un cadre complexe et difficile à appliquer (Section 3.2.3). Dans ce contexte, la Suisse ne devrait pas nécessairement élaborer de nouveaux critères suisses destinés aux activités éligibles aux obligations vertes des entreprises, mais plutôt encourager à suivre l'approche fondée sur le marché appliquée dans l'émission du premier emprunt vert fédéral suisse et promouvoir les certifications d'obligations vertes. La Suisse devrait également suivre de près les tentatives d'harmonisation international autour de la Common Ground Taxonomy. Ces recommandations et les approches suggérées ci-dessous seront complétées par la position des principaux acteurs industriels et gouvernementaux dans une prochaine analyse.

La Suisse ne devrait pas nécessairement élaborer des critères suisses pour les activités éligibles. Les cadres étrangers et normes internationales déjà mis en œuvre et que l'industrie utilise fournissent suffisamment d'indications et de flexibilité quant aux projets qui pourraient être éligibles au financement par obligations vertes. Étant donné que le marché helvétique des obligations vertes est relativement petit,[69] l'avantage résultant de l'élaboration et de l'adoption d'une taxonomie suisse étendue des obligations vertes serait probablement faible au regard des coûts y afférents [122, p. 89 ff and 93]. Dans l'hypothèse où la Suisse devait définir une telle taxonomie, elle devrait toutefois se fonder sur la définition de « produit et service d'investissement durable » que le Conseil fédéral élabore actuellement afin d'en assurer l'harmonisation et la cohérence.

Les régulateurs suisses devraient plutôt encourager à suivre l'approche fondée sur le marché appliquée dans l'émission des obligations souveraines vertes suisses. Les obligations souveraines vertes suisses suivent les GBP et, à ce titre, (1) leurs produits sont alloués à des projets verts éligibles qui devraient contribuer à la réalisation d'un objectif environnemental, (2) elles font l'objet d'une évaluation externe antérieure à l'émission évaluant l'alignement par rapport à la norme choisie pour

[69] La taille du marché suisse des obligations vertes est de 12,1 milliards d'USD, contre 380 milliards d'USD aux États-Unis [121].

les obligations vertes et (3) elles font l'objet d'évaluations externes postérieures à l'émission vérifiant comment l'utilisation du produit a été allouée. Son évaluation externe antérieure à l'émission fournit également une indication (4) quant à la cohérence de l'obligation verte avec la stratégie de durabilité de l'émetteur. [70] Ce quatrième aspect revêt une importance particulière afin de réduire le risque d'écoblanchiment et d'accroître la confiance dans le marché des obligations vertes. À défaut, une entreprise émettrice pourrait, par exemple, utiliser le produit de son obligation verte afin de financer la rénovation d'un bâtiment commercial afin d'en améliorer l'efficacité énergétique, tout en offrant des services de ski en salle dans ce même bâtiment.

Les régulateurs suisses devraient également promouvoir les certifications d'obligations vertes. Les certifications d'obligations vertes établissent des garanties quant à la qualité de l'obligation verte. Une certification supplémentaire ciblant l'émetteur et non l'affectation du produit des obligations vertes, comme celle que la Climate Bond Initiative (CBS Entity Certification) propose, pourrait fournir une indication de la cohérence entre la stratégie de l'émetteur et l'obligation verte. Cela impose toutefois une charge administrative supplémentaire.

[70] Cela pourrait inclure, par exemple, l'évaluation de la crédibilité des plans de transition vers le zéro net des secteurs verticaux de l'émetteur.

4 INTEGRATION DES PREFERENCES DE DURABILITE DES CLIENTS AUX SERVICES CONSULTATIFS

Une fois que les produits financiers seront nommés en fonction des caractéristiques de durabilité qu'ils promeuvent, les investisseurs auront accès à des investissements correspondant à leurs préférences de durabilité. Les investisseurs finaux font appel à des conseillers financiers afin de gérer leur capital.[71] Dans cette relation, les conseillers sont soumis à une obligation fiduciaire à l'égard de leur client :[72] ils doivent agir avec prudence, dans l'intérêt de leur client et conformément à l'objectif pour lequel les pouvoirs d'investissement sont conférés. La prise en compte des facteurs de durabilité dans l'exercice de l'obligation fiduciaire suit une courbe croissante. À ce jour, les réglementations sur la finance durable ne prévoient aucune obligation générale d'investir le capital d'un client dans des instruments financiers durables ou de gérer le capital des clients d'une façon durable. La réglementation sur la finance durable contribue plutôt à garantir que les investisseurs finaux soient informés et conseillés quant aux risques et opportunités de durabilité liés à leur investissement et que leur argent soit géré en conséquence.

Les conseillers financiers peuvent être tenus de rechercher, de comprendre et d'intégrer les préférences ESG de leurs clients à leurs conseils en investissement. Dans l'UE, les réglementations contraignantes existantes, axées sur l'intégration des risques ESG et les préférences ESG, exigent explicitement des conseillers qu'ils tiennent compte de la durabilité dans leurs activités (Section 4.1). En Suisse, la législation contraignante n'introduit encore aucune obligation spécifique liée à la durabilité à l'heure actuelle, mais les autoréglementations tentent d'atteindre un résultat semblable (Section 4.2). La Section 4 est consacrée aux conseillers financiers, c'est-à-dire aux personnes qui offrent à leurs clients des conseils financiers en matière d'investissement. De nombreux types de conseillers existent. Les fonds de pension jouent un rôle clé dans l'investissement et une partie de leurs activités consiste à conseiller les clients. La Box 6 aborde brièvement les évolutions réglementaires relatives aux fonds de pension et à la durabilité dans leurs services de conseil.

4.1 L'UE, PREMIERE A EXIGER L'INTEGRATION DES PREFERENCES ESG DES CLIENTS

Au sein de l'UE, les conseillers financiers sont tenus de tenir compte de la durabilité dans le processus d'investissement de leurs clients. En 2021, l'UE a modifié la directive concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID II) [125], [126] par le biais du règlement délégué (UE) 2021/1253 (règlement délégué MiFID II) afin de préciser que les conseillers financiers doivent tenir compte des facteurs de durabilité dans le processus d'investissement.[73] Elle exige notamment des conseillers financiers qu'ils adaptent leur organisation interne afin d'intégrer la durabilité au reporting, aux processus et aux politiques internes. La directive MiFID II ne s'applique pas aux fonds de pension, qui sont spécifiquement réglementés (Section

[71] Par "conseillers financiers", nous entendons les personnes qui offrent des conseils financiers aux clients en matière d'investissement.

[72] La notion d'"obligation fiduciaire" découle de la common law. Le contenu exact de l'obligation fiduciaire diffère d'une juridiction à l'autre. Les juridictions de droit civil, comme la Suisse, ne reconnaissent pas le concept d'obligation fiduciaire en tant que tel, mais prévoient des obligations équivalentes appelées devoir de loyauté, de prudence ou de diligence [123, p. 202 ff.]; [124, p. 442].

[73] Des modifications similaires ont été apportées à la directive sur la répartition de l'assurance (angl. Insurance Distribution Directive – IDD) [127], [128], et Solvency II [129], [130], soumettre les distributeurs d'assurance et de réassurance à des obligations similaires lorsqu'ils fournissent des services financiers.

4.2.1) [125, Art. 2 para. 1i)]. Les autorités des États membres sont compétentes afin d'assurer le respect des exigences de la directive MiFID II. Elles peuvent imposer des sanctions et mesures administratives.

Les conseillers financiers sont en particulier tenus d'interroger explicitement leurs clients quant à leurs préférences de durabilité conformément à la directive MiFID II. Avant la fourniture d'un service financier, le conseiller doit procéder à une évaluation de l'adéquation et du caractère approprié avec chaque client [125, Art. 25]. Outre le profil de risque et les préférences financières du client, cette évaluation examine ses préférences de durabilité. Les préférences de durabilité font référence à la décision du client quant à savoir si et dans quelle mesure il souhaite que son investissement (1) comprenne les parts minimales d'investissements durables au sens (a) du règlement sur la taxonomie (RT) ainsi que (b) du SFDR et (2) tienne compte des principaux effets négatifs sur les facteurs de durabilité au sens du SFDR [131, Art. 1 paragr.1 n°7]. Cette approche garantit la cohérence et l'uniformité avec les autres réglementations de l'UE.

Par exemple, Mary ouvre un compte d'investissement avec un capital initial de 100 000 euros auprès de la société de conseil en investissement de Laura. Mary ignore tout des possibilités d'investissement durable. La directive MiFID II impose à Laura de demander explicitement à Mary si elle a des préférences ESG parallèles à ses objectifs financiers. Ce test permet à Laura d'apprendre que Mary a deux enfants et veut s'assurer d'être en mesure de payer leurs études universitaires dans 15 ans (150 000 euros) mais est également très réticente face au risque. Biologiste, Mary tient aussi à ce que ses investissements soutiennent la protection de la biodiversité. Elle souhaite que son investissement comprenne 60 % d'investissements durables au sens du RT et 50 % d'investissements durables au sens du SFDR.

Dans le cadre du processus de sélection des investissements, les préférences de durabilité exprimées dans le questionnaire sont néanmoins accessoires et secondaires par rapport aux objectifs d'investissement financier. L'évaluation de la satisfaction des préférences de durabilité intervient uniquement après avoir trouvé un instrument financier répondant aux autres objectifs financiers du client. Compte tenu de ce caractère accessoire, dans certains cas et sous certaines conditions, les conseillers financiers peuvent proposer à un client un service ou un produit conforme à ses objectifs financiers mais pas à ses préférences de durabilité.[74] Dans ce cas, le conseiller doit consigner la décision du client en indiquant les raisons pour lesquelles il a décidé de s'écarter de ses préférences de durabilité initiales [126, Art. 54 paragr. 10].

Pour reprendre l'exemple évoqué ci-dessus, Laura doit d'abord évaluer si des opportunités d'investissement correspondant au profil de risque de Mary (réticente au risque) et à ses objectifs financiers (+50 000 en 15 ans) existent. Une fois les instruments financiers permettant d'atteindre ces objectifs identifiés, Laura évaluera si certains d'entre eux soutiennent la protection de la biodiversité. Dans l'hypothèse où tel est le cas, Laura proposera ces produits financiers à Mary. À défaut, Laura pourrait être autorisée à proposer à Mary des produits financiers qui ne soutiennent pas la protection de la biodiversité. Si Mary décide d'investir dans ces produits, Laura doit conserver une trace de la décision prise par Mary.

Les conseillers financiers sont également tenus d'expliquer à leurs clients comment ils tiennent compte des facteurs de durabilité et de les en informer. Ils doivent être en mesure de démontrer l'établissement de politiques et procédures ad hoc afin de veiller à ce que les clients comprennent ces facteurs. Les conseillers doivent en particulier fournir (1) une description des facteurs de durabilité pris en compte dans le processus de sélection d'instruments

[74] Pour plus de détails [132, p. 120ff. and 125].

financiers et (2) un rapport destiné au client de détail et intégrant en particulier ses préférences de durabilité [131, Art. 1 paragr. 6].

Dans l'exemple évoqué ci-dessus, Laura fournira à Mary une description des facteurs de durabilité qu'elle a pris en compte lorsqu'elle a sélectionné l'instrument financier. Ces facteurs permettent de déterminer si (1) les entreprises bénéficiaires ont connu des controverses liées à des marées noires ou rejets toxiques dans l'eau ou le sol et (2) si les entreprises bénéficiaires possèdent des programmes de protection des écosystèmes naturels.

L'AEMF a publié des lignes directrices sur les exigences d'adéquation (lignes directrices de l'AEMF) [133][75] qui visent à établir des pratiques de surveillance cohérentes et convergentes ainsi qu'à garantir l'application commune et uniforme des exigences d'adéquation de la directive MiFID II au sein de l'UE.[76]

4.2 En Suisse

4.2.1 Aucune obligation légale de demander et d'intégrer les préférences ESG des clients

En Suisse, les conseillers ne sont soumis à aucune exigence explicite de s'enquérir des préférences de durabilité de leurs clients. La loi fédérale sur les services financiers (LSFin) impose un devoir général de diligence et de loyauté à l'ensemble des prestataires de services financiers mais ne prévoit aucune obligation spécifique en ce qui concerne les préférences de durabilité. Lors de l'établissement d'une relation d'affaires, la LSFin soumet les conseillers financiers à un test du caractère approprié ou de l'adéquation, dont le contenu concret dépend de l'étendue des conseils fournis. [77] Des préférences de durabilité du client doivent, en théorie, déjà être prises en compte en vertu de la loi actuelle [137, p. 266].[78] Si la LSFin impose cependant de prendre en compte les risques climatiques, au même titre que d'autres risques financiers [8, p. 177ff.], elle n'impose pas de demander explicitement les préférences ESG du client.[79]

[75] Les lignes directrices de l'ESMA précisent : (1) les informations à fournir aux clients lors de l'évaluation de l'adéquation ; (2) les politiques et procédures à mettre en place pour comprendre les caractéristiques des clients, y compris les informations nécessaires à collecter, les mesures à prendre pour assurer la cohérence des informations données et les politiques et procédures pour comprendre les produits d'investissement ; (3) les politiques et procédures à mettre en place pour assurer l'adéquation d'un produit d'investissement, y compris l'évaluation des alternatives possibles ; (4) les qualifications du personnel de l'entreprise et la tenue des dossiers.

[76] Les lignes directrices de l'AEMF ne sont pas juridiquement contraignantes mais ont de facto un caractère presque obligatoire : les États membres de l'UE doivent "s'efforcer de se conformer à ces lignes directrices" [134, Art. 16] [133, Paragr. 7]. Les États membres indiquent s'ils ont l'intention de s'y conformer ou non. La non-conformité est rendue publique et mentionnée dans le rapport annuel sur les activités de l'Autorité. Les conséquences potentielles sur la réputation ont donc un fort caractère dissuasif [135].

[77] Dans le cas d'un service financier complet, le conseiller financier vérifie la situation financière, les objectifs d'investissement ainsi que les connaissances et l'expérience du client (évaluation de l'adéquation). Dans le cas d'une activité de conseil limitée, le conseiller s'enquiert des connaissances et de l'expérience du client et vérifie l'adéquation des instruments financiers avant de les recommander (évaluation du caractère approprié) [136, Art. 11 and 12].

[78] Même dans le cas où un conseiller demande volontairement les préférences ESG d'un client, la FinSA ne réglemente pas spécifiquement la manière dont les préférences de durabilité d'un client doivent être déterminées ou la manière dont ces préférences doivent être prises en compte. Par conséquent, les conseillers financiers ne sont pas spécifiquement au courant des procédures à suivre pour s'enquérir des préférences ESG des clients et cette partie du processus de conseil est souvent ignorée dans la pratique [132, p. 129f.].

[79] En 2017, le Parlement suisse a débattu de l'introduction de l'obligation de prendre en compte les préférences ESG dans la FinSA, qui a été clairement rejetée. En particulier, les parlementaires ont considéré que cette obligation ne devait pas être réglementée dans la loi : la prise en compte des préférences ESG constituant un avantage concurrentiel, les institutions financières devraient rester libres de l'appliquer - ou non [124, p. 451], [132, p. 129 footnote 76].

4.2.2 Or, les autoréglementations établissent une telle obligation

Des associations faîtières telles que l'Association suisse des banquiers (ASB) ont mis au point une autoréglementation concernant l'intégration de l'ESG au processus consultatif. L'Association suisse des banquiers (ASB) a en particulier publié des lignes directrices destinées aux prestataires de services financiers et concernant l'intégration des préférences et risques ESG au conseil en investissement et à la gestion de portefeuille (lignes directrices pour les prestataires de services financiers) [80,81], lesquelles établissent une norme uniforme pour l'intégration des préférences et risques ESG par les prestataires financiers à leurs activités de conseil en investissement et de gestion d'actifs. [82] Ces lignes directrices visent à empêcher l'écoblanchiment dans ces activités et à améliorer la réputation de la place financière suisse [132], [141, p. 126].

Les lignes directrices pour les prestataires de services financiers de l'ASB sont uniquement contraignantes envers les membres de l'ASB,[83] à moins qu'ils se conforment aux réglementations européennes équivalentes, [84] étant donné que la FINMA ne reconnaît pas actuellement les lignes directrices comme normes minimales.[85] Les membres de l'ASB sont des prestataires de services financiers domiciliés en Suisse.[86] Les prestataires de services financiers domiciliés en Suisse qui ne sont pas membres de l'ASB ou les prestataires de services financiers étrangers ne sont pas soumis à ces lignes directrices, hormis dans l'hypothèse où ils sont des succursales étrangères de membres de l'ASB [132, p. 127]. Les entités non membres de l'ASB peuvent volontairement adopter les lignes directrices [139, Art. 2 paragr. 2], ce qui est susceptible de conférer un avantage concurrentiel important.[87]

Le respect des lignes directrices doit être vérifié par l'audit interne des prestataires de services financiers dans le cadre de l'audit de surveillance [139, p. 17f.]**.** La fréquence des contrôles de conformité internes est laissée à l'appréciation de l'institution concernée. Les membres de l'ASB qui violent de façon répétée leurs obligations découlant des lignes directrices, y compris l'obligation de s'enquérir des préférences ESG, peuvent être exclus de l'ASB, ce qui porte atteinte à leur réputation.[88]

[80] Remplacement du guide 2020 de l'ASB sur l'intégration des facteurs ESG dans le processus de conseil aux clients privés [138].

[81] Les lignes directrices sont entrées en vigueur le 1er janvier 2023. Elles s'appliquent à partir du 1er janvier 2024 pour les nouvelles relations avec les clients et à partir du 1er janvier 2025 pour les relations avec les clients existants. Elles sont disponibles en ligne :[139].

[82] La SBA a également publié une ligne directrice visant spécifiquement les fournisseurs de prêts hypothécaires pour la promotion de l'efficacité énergétique [140]. Ces lignes directrices visent à intégrer la question de la préservation de la valeur à long terme du bâtiment, et donc de l'efficacité énergétique, dans le contexte du financement immobilier.[140, Art. 2]. Il s'applique exclusivement aux conseils fournis dans le cadre de l'octroi de prêts hypothécaires. Elles sont entrées en vigueur le 1er janvier 2023.

[83] Le troisième groupe bancaire suisse, Raiffeisen, s'est retiré de l'ASB en mars 2021 en raison de désaccords politiques, et n'est donc plus un membre de l'association lié par l'autorégulation [142].

[84] En effet, tout prestataire de services financiers appliquant la MiFID II est réputé satisfaire aux exigences des lignes directrices de la SBA [139, Art. 4 paragr.3].

[85] "Dans l'environnement réglementaire actuel, la FINMA ne peut pas reconnaître les lignes directrices ESG de l'ASB et de l'AMAS comme une norme minimale en raison d'un manque de base juridique. Il reste à voir si ces initiatives deviendront finalement une norme minimale pour l'industrie, reconnue par la FINMA, ou si les autorités suisses choisiront la voie légale. Les récentes déclarations du directeur général de la FINMA, Urban Angehrn, suggèrent cette dernière option, puisqu'il a indiqué qu'il fallait un cadre juridique applicable à tous les secteurs de l'industrie financière et pouvant être appliqué en vertu du droit de la surveillance" [143].

[86] Il s'agit des banques agréées, des maisons de titres, des infrastructures des marchés financiers, des sociétés d'audit qui contrôlent les banques, les maisons de titres et les infrastructures des marchés financiers, ainsi que d'autres institutions et prestataires de services financiers soumis à l'approbation du comité du conseil d'administration [141, Art. 4 paragr. 2].

[87] À l'avenir, ces lignes directrices pourraient également être utilisées comme norme sectorielle dans l'interprétation par les tribunaux de la norme de diligence requise par les conseillers [132, p. 126 f.].

[88] Art. 5 para. 3 des statuts de l'ASB. Les non-membres de l'ASB qui adhèrent volontairement aux lignes directrices peuvent être retirés de la liste des non-membres de l'ASB

Selon les lignes directrices de l'ASB, les prestataires de services financiers doivent en premier lieu établir les préférences ESG de leurs clients [139, Art. 11]**.** Les préférences ESG liées aux conseils d'investissement doivent être intégrées dans le cadre du test du caractère approprié ou de l'adéquation, au même titre que les autres préférences financières [139, Art. 11 paragr.1]. Comme dans la réglementation de l'UE en vertu de la directive MIFID II, les préférences ESG ne prévalent cependant pas sur les objectifs personnels d'investissement du client [141, Art. 11 paragr. 5]. De plus, dans l'hypothèse où le client n'indique aucune préférence ESG spécifique ou ne répond pas à la question concernant les préférences ESG, la prise en compte des critères ESG n'est pas nécessaire ou est uniquement nécessaire si le prestataire de services financiers lui-même la juge appropriée.

En développant l'exemple fourni ci-dessus, supposons que Mary déménage en Suisse et ouvre un compte d'investissement avec un capital initial de 100 000 CHF auprès de la société de conseil de Mirjam.

Scénario 1 : la société de conseil de Mirjam n'est pas affiliée à l'ASB et n'a pas volontairement adopté les lignes directrices de l'ASB. Même si Mary ignore tout des possibilités d'investissement durable, Mirjam n'est pas tenue de lui demander ses préférences en matière d'ESG.

Scénario 2 : la société de conseil de Mirjam est affiliée à l'ASB. Dans ce cas, Mirjam doit demander les préférences ESG de Mary. Mary explique qu'elle veut payer les études de ses enfants tout en veillant à ce que ses investissements soutiennent la protection de la biodiversité. Mirjam doit inclure cette préférence au processus de sélection, parallèlement au profil d'aversion au risque de Mary et à l'objectif d'obtenir un rendement de CHF 50 000 en 15 ans afin de couvrir les frais d'université.

En second lieu, les prestataires de services financiers sont tenus de tenir compte des préférences ESG. Les solutions d'investissement peuvent toutefois ne pas correspondre aux préférences ESG exprimées par le client, par ex. en l'absence d'alternative liée à l'ESG pour la classe d'actifs requise, comme dans le cas du régime MiFID II. Cet élément doit toutefois être clairement mis en évidence et communiqué aux clients avant que de telles transactions puissent être exécutées.

Scénario 1 : Mirjam n'est pas tenue de tenir compte des critères ESG dans le processus de sélection. Elle est toutefois tenue de prendre en compte les risques ESG généraux dans le processus de sélection (LSFin). Cela signifie que si un produit contient des biens immobiliers situés dans une zone susceptible d'être inondée au cours des prochaines années, en raison des changements du régime des précipitations, ce risque environnemental est considéré financièrement pertinent.

Scénario 2 : Mirjam doit d'abord évaluer si des opportunités d'investissement correspondant au profil de risque de Mary (réticente au risque) et à ses objectifs financiers (+50 000 en 15 ans) existent. En l'absence d'alternative correspondant au souhait de Mary que ses investissements soutiennent la protection de la biodiversité, Mirjam doit clairement en aviser Mary avant d'exécuter la transaction.

4.2.3 Impact de la directive MiFID II sur les acteurs suisses

La directive MiFID II prévoit le principe d'équivalence : les pays non membres de l'UE peuvent bénéficier d'un accès facilité au marché intérieur européen et/ou d'un allègement de la surveillance, à condition que leur législation pertinente soit considérée fonctionnellement équivalente aux exigences européennes correspondantes [55, Paragr. 56], [144, p. 416]. Cette approche permettrait aux acteurs

s'ils ne respectent pas les lignes directrices de manière répétée [132, p. 131].

économiques suisses d'opérer sur le marché financier de l'UE tout en respectant la législation suisse [123, p. 43], [144, p. 466], [145, p. 417].. Au vu de l'importance des relations économiques entre la Suisse et l'UE, la Suisse a tout intérêt à adopter des normes suffisamment équivalentes aux normes européennes dans ce domaine [146, p. 5].[89] L'UE a durci sa politique d'accès au marché intérieur après le Brexit, ce qui, pour la Suisse, s'est trouvé renforcé par l'échec de l'accord-cadre UE-Suisse. Le principe d'équivalence dans ce contexte pourrait dès lors perdre de son importance [144, p. 471]. Il demeure néanmoins intéressant d'observer ce que le principe d'équivalence exigerait dans le cas d'un nouvel accord bilatéral entre l'UE et la Suisse. La LSFin semble actuellement incompatible avec la législation européenne, car cette dernière exige que l'ensemble des prestataires de services financiers demandent les préférences ESG de leurs clients et en tiennent compte, même si l'autoréglementation de l'ASB complète cet aspect.

L'UE n'a toutefois pas renouvelé la reconnaissance de l'équivalence accordée à la Suisse, **en raison du gel des négociations sur l'accord-cadre**. En l'absence de décision d'équivalence, la législation européenne oblige les acteurs des marchés financiers à créer une société dans un pays de l'UE et à développer leurs activités par l'intermédiaire de succursales ou à obtenir une reconnaissance préalable de l'autorité compétente de l'État membre de l'UE [147, Art. 32], ce qui entraîne des coûts importants [148, p. 28 paragr.59].

Box 6 : Fonds de pension : les futurs retraites du monde entier aimeraient vivre heureux jusqu'a la fin de leurs jours

Étant donné qu'une partie de l'activité des fonds de pension consiste à conseiller les clients, ils représentent un important canal d'épargne pour l'investissement.[90] Ils fournissent une quantité d'investissements essentielle pour combler l'écart en vue de la transition vers une économie plus durable. En outre, la valeur des fonds de pension peut également être exposée à des risques importants liés à un développement économique non durable.

Dans l'UE, la législation contraignante pourrait bientôt introduire des exigences relatives à la prise en compte des préférences des bénéficiaires en matière de durabilité. Actuellement, la directive IRP II [150] exige que les institutions de retraite professionnelle (IRP)[91] tiennent uniquement compte des facteurs et risques de durabilité dans leurs activités de gestion d'actifs. Actuellement en cours de révision, elle pourrait exiger que les décisions d'investissement des IRP reflètent les préférences de durabilité des membres et bénéficiaires, lorsque les IRP peuvent évaluer ces préférences et dans la mesure où elles sont cohérentes avec les autres principes d'investissement auxquels les IRP sont soumises [152, p. 181ff.].

Aux États-Unis, la législation fédérale précise que l'intégration des préférences ESG aux régimes de retraite peut faire partie de l'obligation fiduciaire. Le ministère du travail (Department of Labour ou DoL) a publié en décembre 2022 une nouvelle règle (DoL Rule) [153] précisant que les conseillers des régimes de retraite du

[89] C'est pourquoi la Suisse adopte systématiquement une stratégie d'équivalence en matière financière [144, p. 467].

[90] Alors que dans certains pays européens, les cotisations de retraite sont directement redistribuées aux retraités actuels, en plus des véhicules d'épargne privés, les cotisations de retraite sont redistribuées aux retraités actuels [149], aux États-Unis et en Suisse, les fonds de pension classiques sont particulièrement répandus, et la réglementation de ces fonds mérite donc une attention particulière.

[91] Les IRP sont des institutions financières qui gèrent des régimes de retraite collectifs pour le compte d'employeurs afin de fournir des prestations de retraite à leurs employés (c'est-à-dire les affiliés et les bénéficiaires du régime de retraite). Ce sont des investisseurs à long terme qui visent à offrir les meilleurs rendements à leurs affiliés et bénéficiaires tout en conservant leurs investissements [151].

secteur privé peuvent tenir compte des facteurs ESG lorsqu'ils prennent des décisions d'investissement et exercent leurs droits d'actionnaires [154, p. 70]. Elle précise en particulier que les fiduciaires ne violent pas leur obligation fiduciaire en tenant compte des préférences des participants lors de l'élaboration des plans de comptes individuels des participants, à condition que la sélection des options d'investissement soit fondée sur une analyse prudente du rapport risque/rendement.

En Suisse, la législation nationale ne prévoit pas d'obligations spécifiques en matière de durabilité pour les fonds de pension en ce qui concerne l'intégration de l'ESG aux services. Les recommandations non contraignantes émises par le secteur visent à promouvoir la prise en compte de l'ESG dans les décisions d'investissement et les publications liées à l'ESG par les fonds de pension. À cet égard, l'Association Suisse des Institutions de Prévoyance (ASIP) a publié deux autoréglementations non contraignantes, un guide ESG pour les institutions de prévoyance suisses en juillet 2022 (guide ESG de l'ASIP) [155],et une norme de reporting ESG pour les institutions de prévoyance en décembre 2022 (norme de reporting ESG de l'ASIP) [156]. Elles n'abordent cependant pas la question de l'intégration des préférences ESG des bénéficiaires.

4.3 Recommandations pour la Suisse

Les investisseurs auront accès à des investissements correspondant à leurs préférences de durabilité. La réglementation peut contribuer à garantir que les conseillers demandent les préférences de durabilité des clients et les intègrent au processus consultatif. Compte tenu du statu quo en Suisse, les recommandations aux régulateurs suisses comprennent (1) l'introduction d'exigences communes applicables à l'ensemble des conseillers financiers pour la demande explicite et l'intégration des préférences ESG des clients au processus consultatif et (2) l'information des investisseurs quant aux possibilités d'investissement en matière de durabilité.
Dans une prochaine analyse, nous compléterons les recommandations et approches suggérées ci-dessous par la position des principaux acteurs industriels et gouvernementaux.

Introduire des exigences communes applicables à l'ensemble des conseillers financiers pour la demande explicite et l'intégration des préférences ESG des clients au processus consultatif. Au sein de l'UE, les conseillers financiers doivent s'enquérir explicitement des préférences ESG de leurs clients et en tenir compte dans leurs activités (Section 4.1). La législation nationale suisse n'exige pas des conseillers qu'ils tiennent compte de la durabilité (Section 4.2.1). Des associations faîtières ont toutefois publié des autoréglementations sectorielles exigeant explicitement des conseillers qu'ils demandent les préférences des clients et les intègrent au processus consultatif (Section 4.2.2). L'autoréglementation de l'ASB ne s'applique cependant pas à tous les conseillers financiers actifs en Suisse. L'inclusion d'une telle exigence à la LSFin accroîtrait également la probabilité d'une décision d'équivalence de l'UE concernant MiFID II et faciliterait les activités des conseillers financiers suisses dans l'UE.

Fournir aux investisseurs des informations quant aux possibilités d'investissement en matière de durabilité. Les conseillers financiers ont pour mission de fournir aux investisseurs les conseils et services financiers dont ils ont besoin. À cet égard, ils peuvent fournir des informations et, dans une certaine mesure, initier les investisseurs aux possibilités d'investissement ESG. D'autres canaux devraient cependant être utilisés afin d'expliquer aux investisseurs quelles sont les possibilités d'investissement durable dont ils disposent et comment fonctionne le système financier afin qu'ils puissent appréhender les mécanismes. Un soutien

supplémentaire devrait donc être accordé à la durabilité générale et à l'éducation financière du grand public. Les cours dispensés dans les écoles et les médias publics pourraient contribuer à faire comprendre aux citoyens ordinaires ce qu'est la finance durable.

5 ANNEXES

ANNEXE 1 : CRITERES, EXIGENCES DE PUBLICATION ET EXEMPLES CONFORMES AUX ART. 9, 8 ET 6 DU SFDR

	Critères	Exemple de fonds	
Art. 9	Produits financiers composés à 100 % d'investissements durables, tels que définis par l'art. 2 du SFDR, à l'exclusion des investissements qui doivent répondre à des règles prudentielles, liées au produit ou spécifiques, par ex. en matière de couverture, de liquidités, d'assurance [14, p. 5] [92]	Publier au sujet de l'intégration des risques de durabilité selon le principe « comply-or-explain »	Produit financier investissant uniquement dans des projets d'énergie renouvelable qui n'exercent aucune influence négative direct et sont développés par des entreprises ayant des pratiques de bonne gouvernance
		Publier comment les investissements sous-jacents contribuent à l'objectif environnemental ou social déclaré du produit	
		Choisir un indice de référence en phase avec cet objectif ou expliquer comment il sera atteint	
Art. 8	Produits financiers qui promeuvent[93] des caractéristiques environnementales ou sociales en plus des objectifs financiers, à condition que les entreprises bénéficiaires suivent des pratiques de bonne gouvernance	Publier au sujet de l'intégration des risques de durabilité selon le principe « comply-or-explain »	Produit financier investissant dans une entreprise fabriquant des cigarettes et offrant de bonnes conditions de travail et des soins de santé à ses travailleurs ou dans une centrale à charbon offrant de bonnes conditions de travail.
		Fournir une description des caractéristiques environnementales ou sociales promues ainsi qu'une liste des indicateurs de durabilité utilisés afin de mesurer l'atteinte de ces caractéristiques	
		Si un indice a été désigné comme indice de référence, publier des informations quant à la question de savoir si et comment cet indice est cohérent par rapport aux caractéristiques environnementales ou sociales du produit	
Art. 6	Produits financiers qui ne promeuvent aucune caractéristique environnementale ou sociale et tiennent uniquement compte des risques liés au développement durable.	Publier au sujet de l'intégration des risques de durabilité selon le principe « comply-or-explain »	Compte d'épargne en espèces

Source : SFDR [2], auteurs

[92] Le SFDR prévoit des exigences spécifiques pour les produits financiers relevant de l'art. 9 qui poursuivent un objectif de réduction du carbone en vue d'atteindre les objectifs à long terme de l'Accord de Paris en matière de réchauffement climatique. Ces produits financiers doivent utiliser les indices de référence de la transition climatique ou de l'Accord de Paris comme indices de référence.
[93] Le terme « promotion » est très vaste. Il comprend les informations, le reporting ainsi que *l'impression que* l'investissement tient également compte des caractéristiques environnementales et sociales en termes de cible, d'objectifs ou d'ambition générale dans un document produit par l'acteur financier (publicité, fiches d'information, communications marketing, etc.)

ANNEXE 2 : EXIGENCES DE PUBLICATION POUR LES PRODUITS FINANCIERS EN VERTU DU REGLEMENT EUROPEEN SUR LA TAXONOMIE ET DU SFDR

Le règlement européen sur la taxonomie complète le SFDR pour la classification des produits financiers poursuivant un objectif environnemental, en exigeant des acteurs du marché financier qu'ils publient des informations quant à la façon dont leurs produits relevant des art. 8 et 9 sont en phase avec le règlement sur la taxonomie (RT) [25]. Dans la pratique, l'existence de deux cadres de définition de la durabilité complique l'application uniforme et la comparabilité entre les acteurs du marché financier : en théorie, un produit financier pourrait se composer exclusivement d'investissements durables selon les termes du SFDR, tout en n'investissant dans aucune activité économique écologiquement durable conforme au RT [74]. L'obligation de publication du RT concernant l'alignement sur la taxonomie fournit cependant aux investisseurs une indication claire de la contribution du produit financier aux objectifs environnementaux par le biais d'indicateurs et de seuils scientifiques et alignés sur l'Accord de Paris, tels que les critères d'examen techniques les définissent.

<table>
<tr><th></th><th>Publication conformément au RT</th><th>Publication conformément au SFDR</th></tr>
<tr><td colspan="3">Niveau de l'entreprise</td></tr>
<tr><td></td><td></td><td>- Comment les principales impacts négatives sur les facteurs de durabilité sont-elles traitées ?
- Comment les risques de durabilité sont-ils intégrés au processus décisionnel ?
- Comment les politiques de rémunération sont-elles adaptées à l'intégration des risques de durabilité ?</td></tr>
<tr><td colspan="3">Niveau du produit</td></tr>
<tr><td>Art. 6</td><td></td><td>- Intégration des risques de durabilité</td></tr>
<tr><td>Art. 8</td><td rowspan="3">- Comment les investissements contribuent-ils aux objectifs environnementaux ?
- La mesure dans laquelle les investissements sont réalisés dans des activités économiques alignées sur la taxonomie (exprimée en pourcentage du chiffre d'affaires, des dépenses en capital et des dépenses d'exploitation et séparée selon les activités de transition et les activités qui soutiennent cette transition).</td><td>- Intégration des risques de durabilité
- Description des caractéristiques environnementales et sociales promues par chaque produit financier
- Indicateurs utilisés afin de mesurer l'atteinte des caractéristiques promues par le produit
- Dans l'hypothèse où un indice est désigné, sa cohérence par rapport aux caractéristiques ESG</td></tr>
<tr><td>Art. 9</td><td>- Intégration des risques de durabilité
- Comment l'investissement contribue-t-il à l'objectif environnemental (au sens du SFDR) ?
- Dans l'hypothèse où un indice est désigné, pourquoi et en quoi cet indice diffère-t-il de l'indice général du marché ?</td></tr>
<tr><td>Art. 9 (3)</td><td>- Intégration des risques de durabilité
- En l'absence d'un indice de référence de l'UE concernant la transition climatique (EU Climate Transition Benchmarks ou EU CTB) ou d'un indice de référence de l'UE aligné sur l'Accord de Paris (EU Paris-aligned Benchmarks ou EU PAB) (Section 4.3.2.1), explication de la façon dont l'effort déployé pour atteindre l'objectif de réduction des émissions est assuré en vue d'atteindre les objectifs à long terme de l'Accord de Paris.
- Lorsqu'un indice de référence de l'UE concernant la transition climatique (EU Climate Transition Benchmarks ou EU CTB) ou un indice de référence de l'UE aligné sur l'Accord de Paris (EU Paris-aligned Benchmarks ou EU PAB) existe, un produit financier doit les suivre.</td></tr>
</table>

ANNEXE 3 : INITIATIVES DU SECTEUR EN MATIERE DE PUBLICATION D'INFORMATIONS LIEES A LA DURABILITE

	Titre	Type	Description	Caractère
FINMA	Communication FINMA sur la surveillance 05/2021 – Prévention et lutte contre l'écoblanchiment [157]	Communication	En 2021, la FINMA a précisé ses attentes concernant la gestion des produits financiers durables (investissements collectifs), à savoir les publications au niveau du produit et la structure organisationnelle au niveau de l'acteur du marché financier.[94] Lors de l'approbation et de la surveillance de produits utilisant des attributs faisant référence à la durabilité, la FINMA accorde une attention particulière aux explications de durabilité annoncées sur la base de cette communication.	Aucune impact juridique
AMAS	Autorégulation relative à la transparence et à la publication d'informations par les fortunes collectives se référant à la durabilité	Autoréglementation	L'autoréglementation de l'AMAS, qui entrera en vigueur en septembre 2023, vise à renforcer les normes de transparence en matière de durabilité et la qualité des actifs. De même que la communication FINMA sur la surveillance 05/2021, elle introduit des exigences de publication contraignantes concernant les informations de durabilité au niveau des produits financiers durables et de l'organisation de la gestion des produits au niveau de l'acteur du marché financier [158].[95]	Contraignant envers les membres de l'AMAS et les adhérents non membres
ASIP	Reporting ESG : Norme pour les caisses de pension	Recommandations	L'ASIP a publié, en juillet 2022, un guide pratique à l'intention des fonds de pension quant à la façon de tenir compte des critères ESG dans leurs décisions d'investissement [155], suivi de recommandations qualitatives et quantitatives non contraignantes quant à la prise en compte et aux publications de l'ESG par les fonds de pension [156]. Ces dernières définissent deux niveaux de publications quantitatives : les indicateurs de base représentant les normes minimales et les indicateurs avancés. Toutes deux couvrent des éléments ayant trait aux publications de l'engagement des actionnaires et à l'allocation du portefeuille. Recommandations entrées en vigueur le 1er janvier 2023.	Non contraignant

[94] La communication FINMA sur la surveillance 05/2021 [71] introduit également des clarifications concernant les points de vente, qui sont abordées à la Section 4.

[95] En vertu de cette autoréglementation, la prise en compte individuelle de la durabilité, par ex. la seule exclusion ou intégration ESG, ne suffit pas afin de faire partie du champ d'application de cette autoréglementation car de tels investissements « ne sont pas considérés suffisants pour constituer une référence à la durabilité » [159]. Cela permet de définir ce qui peut être considéré comme un investissement durable et ce qui ne peut l'être.

SSF et AMAS	Asset Management durable : les messages essentiels et les recommandations	Recommandations	Publiées en juin 2020, ces recommandations indiquent comment intégrer la durabilité au processus d'investissement au niveau de l'entreprise et du produit. Les recommandations concernent l'obligation fiduciaire, la gouvernance, la politique et la stratégie d'investissement ainsi que la gestion des risques, la transparence et le reporting [160].	Non contraignant
	Recommandations sur la transparence et les critères minimaux applicables aux approches d'Investissement durable et aux produits	Recommandations	SSF et l'AMAS ont publié des exigences minimales et considérations de transparence pour les stratégies et produits d'investissement durable en 2021 [161]. Pour chaque approche d'investissement durable, telle que l'exclusion, l'intégration ESG, ces entités recommandent la publication d'informations spécifiques et indiquent les exigences minimales.	Non contraignant

Remarques : les *orientations* renvoient à des documents publiés par des organes de contrôle qui fournissent des informations permettant aux institutions contrôlées de se conformer aux règles de la pratique. Dans ce contexte, l'*autoréglementation* fait référence à l'autoréglementation libre, c'est-à-dire à l'autoréglementation sur une base privée et autonome qui n'inclut pas l'implication étatique, qui peut être contraignante envers les membres des associations faîtières qui la mettent en place et contrôlée par des mécanismes de conformité internes. Les *recommandations* font référence à des règles qui reflètent des pratiques d'excellence et sont appliquées sur une base volontaire [71], [155], [156], [160], [161]..

ANNEXE 4 : LES DIFFERENTS TYPES D'AUTOREGLEMENTATION SECTORIELLE EN SUISSE

Compte tenu du fait que les régulateurs suisses suivent une tradition de subsidiarité, laquelle signifie une intervention minimale sur le marché financier, différents types d'autoréglementation jouent un rôle particulier.

Tout d'abord, trois types d'autoréglementation existent du point de vue de l'autorité des marchés financiers, la FINMA [162]:

- L'autoréglementation volontaire sur une base privée et autonome n'inclut pas l'implication étatique. Une telle « **autoréglementation libre** » peut être contraignante en interne (mais pas juridiquement) envers les membres des associations faîtières et contrôlée par des mécanismes de conformité internes. Elle n'est toutefois pas reconnue comme norme minimale par la FINMA, qui ne la surveille donc pas (par ex. les autoréglementations climatiques actuelles de l'ASB/AMAS [163], [164, Art. 17], [165, Art. 7][96]) ;
- **L'autoréglementation reconnue comme norme minimale par la FINMA**, laquelle s'applique non seulement aux membres des organismes d'autoréglementation mais aussi à l'ensemble du secteur ;
- Pour terminer, **l'autoréglementation obligatoire,** qui nécessite l'approbation de la FINMA.

La FINMA est elle-même mandatée par la Confédération afin de fournir des règles et orientations contraignantes par le biais de circulaires et lignes directrices, comme le fait d'imposer les recommandations de la TCFD pour les banques et assurances suisses [69], [166]–[168]. [97]

En outre, les accords sectoriels constituent un type particulier d'autoréglementation au niveau du secteur, où l'État est impliqué et où une supervision externe est nécessaire. La conclusion de tels accords s'opère généralement avec des secteurs constitués de sorte que les objectifs sont contraignants pour leurs membres sans nécessité de les transposer en droit national suisse [48, N° 157], [49, Art. 41a al. 3]. Le DFF recherche actuellement de tels accords sectoriels afin d'empêcher l'écoblanchiment et de fixer des objectifs de durabilité plus stricts pour le marché financier suisse.

[96] Cf. l'art. 17 des lignes directrices relatives aux prestataires de services financiers et l'art. 7 des lignes directrices sur les hypothèques.

[97] Onze Organismes d'autorégulation (OAR) sont reconnus par la FINMA, dont l'Association Romande des Intermédiaires Financiers (ARIF).

ANNEXE 5 : TESTS PACTA

Les tests PACTA contribuent à la transparence de l'alignement du secteur financier suisse sur les objectifs climatiques de la Confédération. Les tests PACTA sont un outil permettant d'évaluer l'alignement d'un portefeuille sur l'Accord de Paris.[98] Ils fournissent une évaluation anonyme et régulière ainsi que des pratiques d'excellence aux acteurs et informent le public quant à l'évolution du marché vers le zéro émission nette [5, p. 13], [56]. Depuis 2017, l'Office fédéral de l'environnement (OFEV) et le Secrétariat d'État aux questions financières internationales (SFI) ont introduit les tests PACTA pour le secteur suisse. Le premier PACTA, en 2017, était réservé aux compagnies d'assurance et fonds de pension suisses. Un deuxième test, réalisé en 2020 et ouvert à l'ensemble de la place financière suisse, a analysé la compatibilité climatique d'environ 80 % du marché financier suisse en termes d'actifs sous gestion [56, p. 14], [171, p. 4]. Une participation cohérente aux tests PACTA pour l'ensemble du secteur financier aiderait le régulateur à évaluer les progrès du secteur et à prendre les mesures nécessaires afin d'assurer la conformité nationale à l'Accord de Paris.

Les tests les plus récents, réalisés en 2022, indiquent que des améliorations sont encore nécessaires afin de parvenir à une réduction effective des émissions dans l'économie réelle [5, p. 13]. Une baisse du nombre de participants aux tests PACTA a également été observée. Selon le rapport 2022, « *la participation des fonds de pension a diminué de façon significative par rapport à 2020, ce qui pourrait indiquer les limites des initiatives volontaires* » [5, p. 13], [172, p. 85]. Le prochain test PACTA est prévu pour 2024 et comprendra des analyses plus détaillées qui pourront être soumises au gouvernement suisse dans le cadre du respect des obligations de reporting des entreprises en matière de durabilité que l'ordonnance sur les questions climatiques et les art. 964a et suivants CO prévoient [56, p. 32]. Les développements pourraient inclure des changements dans l'indice de référence, l'extension aux marchés émergents ou l'intégration de scénarios prospectifs pour l'engagement. En outre, PACTA n'est pas une invention suisse mais est coordonnée au niveau international par la 2° Investing Initiative, qui cède désormais la gestion au Rocky Mountain Institute (RMI), qui se concentrera sur l'amélioration des exigences de reporting [169], [170].

[98] Les tests PACTA utilisent les données de production des entreprises bénéficiaires, qui sont ensuite consolidées afin d'évaluer leur profil de transition vers le zéro émission nette et celui de leurs produits financiers, par ex. les actions ou obligations de sociétés. Ces informations sont ensuite agrégées au niveau du portefeuille dans le but d'en déduire l'alignement du portefeuille [169], [170]. L'évaluation du profil zéro émission nette des entreprises constitue un moyen de classer les entreprises respectueuses du climat et peut faire office de taxonomie pour le zéro émission nette [56]

6 ABREVIATIONS

ABE - l'Autorité bancaire européenne (ABE)

AEMF – Autorité européenne des marchés financiers

AMAS – Asset Manager Association Switzerland

AMF – Autorité française des Marchés Financiers

AMLA – Swiss Anti-Money Laundering Act (loi fédérale sur le blanchiment d'argent)

ARIF - Association Romande des Intermédiaires Financiers (ARIF)

ASB - Association suisse des bankiers

ASIP – Association suisse des institutions de prévoyance

AuM – Actifs sous gestion

BCE – Banque centrale européenne

BNS – Banque nationale suisse (Schweizer Nationalbank)

CDSC – Climate Data Steering Committee

CF – Conseil fédéral

CSRC – Chinese Securities Regulatory Commission (Commission chinoise de réglementation des valeurs mobilières)

CSF – Conseil de stabilité financière

DEFR - Département fédéral de l'économie, de la formation et de la recherche

DETEC - Département de l'énergie et de la communication

DFF – Département fédéral des finances

DNSH – Principe consistant à « ne pas causer de préjudice important » (Do Not Significant Harm Principle) de la taxonomie de l'UE

DoL – Department of Labour

EFRAG – Groupe consultatif pour l'information financière en Europe (European Financial Reporting Advisory Group)

ESAP - European Single Access Point

ESG – Facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance pour une entreprise responsable

ESMA – European Securities and Market Authority

EuGB – European Green Bond Label (label des obligations vertes européennes)

EU CTB –Indices de transition climatique (Climate Transition Benchmark) de l'UE

EU PAB – Indices alignés sur l'Accord de Paris (Paris Aligned Benchmark) de l'UE

FCA – Financial Conduct Authority du Royaume-Uni

FED – Federal Reserve System (banque centrale des États-Unis)

FINMA – Autorité fédérale suisse de surveillance des marchés financiers

GBP – Green Bond Principles

GFANZ – Glasgow Financial Alliance for Net Zero

GHG - Émissions de gaz à effet de serre (Greenhouse Gas Emissions)

ICMA – International Capital Market Association

IDD – Directive de l'Union européenne sur la distribution d'assurances (Insurance Distribution Directive) (2016/97 UE)

LPE – Loi sur la protection de l'environnement

LSFin – Loi fédérale sur les services financiers

MiFID II – Directive de l'Union européenne concernant les marchés d'instruments financiers (2014/65/UE)

NDRC – Chinese National Development and Reform Commission (Commission nationale chnoise) du développement et de la réforme

NGFS – Network for Greening the Financial System (coopération de 114 banques centrales)

NZPDU - Net-Zero Public Data Utility

OAR – Organisme d'autoréglementation (dont la fonction de surveillance est contrôlée par la FINMA)

ODD – Objectifs de développement durable des Nations Unies

OFEV – Office fédéral de l'environnement

ONG – Organisation non gouvernementale

OPCVM – Organismes de placement collectif en valeurs mobilières

PACTA – Paris Agreement Capital Transition Assessments administré par l'OFEV et le SFI

PCAF – Partnership for Carbon Accounting Financials

PCOB – Autorité bancaire centrale chinoise

PIN – Principales impacts négatives pour la mesure et le reporting de la double importance relative.

PME – Petites et moyennes entreprises

PRI – Principes pour l'investissement responsable (Principles of Responsible Investment)

PSF – Plateforme sur la finance durable (Platform on Sustainable Finance) de l'Union européenne

RTS – Normes techniques de réglementation (Regulatory Technical Standards) de l'Union européenne clarifiant les exigences du SFDR

RT – Règlement de l'Union européenne sur la taxonomie

SBA – Swiss Banking Association

SDR – Exigences relatives à la publication de durabilité (Sustainability Disclosure Requirements) du R-U

SEC – Securities and Exchange Commission des États-Unis

SFDR – Règlement de l'Union européenne sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (Sustainable Finance Disclosure Regulation)

SFI – Secrétariat d'État suisse aux questions financières internationales

SIX – Swiss Infrastructure and Exchange – bourse suisse, troisième plus grande bourse d'Europe

SSF – Swiss Sustainable Finance

SSPA – Swiss Structured Product Association

TCFD – Task Force on Climate-related Financial Disclosures

TSC – Critères d'examen techniques (Technical Screening Criteria)

7 GLOSSAIRE

Les **acteurs et conseillers du marché financier** possèdent, créent et vendent des produits ou services financiers.

Directive européenne : acte législatif qui impose un objectif à tous les pays de l'UE. Cependant, chaque État membre doit adapter sa propre législation afin d'atteindre ces objectifs (elle doit être transposée dans le droit national).

Émissions des catégories 1, 2 et 3 : la catégorie 1 fait référence aux émissions directes au sein des installations d'une entreprise, la catégorie 2 renvoie à l'énergie utilisée de façon indirecte et la catégorie 3 couvre l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement. Dans le cadre des récents développements réglementaires et des appels à la double importance relative, l'impact sur les émissions globales de GES liées à la catégorie 3 attire l'attention mais a également suscité des difficultés en raison du manque de données provenant des partenaires de la chaîne d'approvisionnement et du problème de double comptabilisation.

En outre, les indicateurs ne sont pas normalisés. Les acteurs financiers suisses peuvent suivre le modèle PCAF afin de mesurer leurs émissions et, dès lors, se concentrer sur les « émissions financées » de catégorie 6 qui font partie intégrante des investissements, étant donné que l'ordonnance sur les questions climatiques, qui impose le cadre de la TCFD pour les publications d'informations par les entreprises, n'exige pas de couvrir davantage les émissions de catégorie 1. D'autres efforts pourraient par ex. consister à mesurer correctement lesdites « émissions facilitées » pour les émissions de catégorie 3. La proposition de la SEC américaine exige également des publications de catégorie 3 pour les « émissions financées » mais cette publication est uniquement nécessaire si des objectifs ont été fixés et le gouvernement prévoit des sphères de sécurité afin d'inciter à une analyse approfondie et de réduire les craintes de responsabilité. Malgré l'existence théorique de différences dans la réglementation concernant les mesures de catégorie 3 requises pour la publication, en particulier par rapport à l'UE, les indicateurs et la qualité des données doivent s'améliorer partout.

Importance relative : dans le contexte financier, une information qui, dans l'hypothèse où elle est omise, entachée d'inexactitudes ou occultée, pourrait raisonnablement influencer les décisions que les principaux utilisateurs des informations communiquées prennent en se fondant sur celle-ci (IFRS, 2010).

Investissements durables ou liés à la durabilité : «Toute approche d'investissement intégrant des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans la sélection et la gestion des investissements». (SSF, 2022) De tels investissements peuvent adopter différentes approches d'investissement, y compris l'exclusion des meilleurs de leur catégorie, l'engagement ESG, l'intégration ESG, les thématiques d'investissement durable, le vote ESG, etc.

Les **investisseurs finaux** sont des investisseurs institutionnels ou de détail qui investissent dans des produits financiers.

Norme technique de réglementation (Regulatory Technical Standard ou RTS) : acte technique délégué, qui élabore, précise et établit les conditions d'une harmonisation cohérente des règles figurant dans l'acte législatif de base. Dans l'hypothèse où la mise en œuvre nécessite une expertise particulière, le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne peuvent déléguer à la Commission européenne le pouvoir d'adopter des normes techniques de réglementation (Regulatory Technical Standards ou RTS), élaborées par une autorité européenne de surveillance (AES).

Les **produits financiers durables** sont des portefeuilles/fonds présentés comme ayant des caractéristiques de durabilité. Ils peuvent se composer d'investissements durables et (parfois) d'investissements non durables.

Protocole des GES : protocole international établissant un cadre pour mesurer, comptabiliser et déclarer les émissions de GES, en particulier pour les entreprises et, de plus en plus, pour le secteur public. Il prévoit le reporting sur les émissions des catégories 1 et 2, tout en laissant à l'utilisateur le choix de déclarer ou non les émissions de catégorie 3.

Règlement européen : acte législatif contraignant que toutes les juridictions de l'UE doivent appliquer. Dès que le règlement est adopté, il devient automatiquement exécutoire dans chaque État membre.

Les **services financiers durables** peuvent revêtir la forme d'une expertise sur les possibilités d'investissement financier planétaires ou de capacités d'analyse pour la mesure des performances ESG, etc.

8 REFERENCES

[1] European Union, « Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth », 3 août 2018. https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en (consulté le 7 juin 2023).

[2] European Union, *Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector*, vol. 317. 2019. Consulté le: 7 juin 2023. [En ligne]. Disponible sur: http://data.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj/eng

[3] J.-L. Chenaux, E. Chiarotti, J.-P. Danthine, A. Gessler, F. Hugard, et M. Schläpfer, « La tradition de la subsidiarité suisse à la lumière des approches à l'étranger », Lausanne, Juillet 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://e4s.center/resources/reports/sustainable-finance-regulationswiss-subsidiary-tradition-in-light-of-foreign-approaches/

[4] Conseil fédéral, « Le Conseil fédéral entend faire de la Suisse un leader mondial en matière de placements durables grâce à la transparence climatique », 17 novembre 2021. https://www.sif.admin.ch/sif/fr/home/documentation/communiques-presse/medienmitteilungen.msg-id-85925.html (consulté le 27 juin 2023).

[5] Conseil fédéral, « Finance durable en Suisse Champs d'action 2022-2025 en vue d'assurer à la place financière une position de leader en matière de développement durable », Bern, déc. 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/74561.pdf

[6] Conseil fédéral, « Position du Conseil fédéral en matière de prévention de l'écoblanchiment dans le secteur financier », déc. 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/74573.pdf

[7] M. Eckert, T. Teves, et R. Lauper, « Nachhaltigkeit und Finanzmarktrecht », *GesKR*, vol. 3, nº 2020, p. 411-424.

[8] D. Ivanovic et Y. Wohlhauser, « Sustainable Finance in der Schweiz », *GesKR*, nº 2022, p. pp.160-182.

[9] European Union, *Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288*. 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022R1288&qid=1687168742112

[10] European Securities and Market Authority, « Joint Consultation Paper on Review of SFDR Delegated Regulation ». 12 avril 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/JC_2023_09_Joint_consultation_paper_on_review_of_SFDR_Delegated_Regulation.pdf

[11] Morningstar, « SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q1 2023 in Review - Article 9 fund downgrades dwindle to a trickle and are likely over ». 4 mai 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt2394ad71118903da/SFDR_Article_8_and_Article_9_Funds_Q1_2023_FINAL_(002).pdf?utm_source=eloqua&utm_medium=email&utm_campaign=&utm_content=32731

[12] M. Eggen, « Grüne Finanzprodukte - Eine finanzmarktrechtliche Standortbestimmung », *Schweiz. Z. Für Wirtsch.- Finanz.*, p. 698-715, 2021.

[13] E. European Union, *Commission Delegated Regulation (EU) 2023/363 of 31 October 2022 amending and correcting the regulatory technical standards laid down in Delegated Regulation (EU) 2022/1288 as regards the content and presentation of information in relation to disclosures in pre-contractual documents and periodic reports for financial products investing in environmentally sustainable economic activities*. 2022. Consulté le: 7 juin 2023. [En ligne]. Disponible sur: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2023/363/oj

[14] European Securities and Market Authority, « Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088) ». 14 juillet 2021. [En ligne]. Disponible sur: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/sfdr_ec_qa_1313978.pdf

[15] European Securities and Market Authority, « Questions and answers (Q&A) on the SFDR Delegated Regulation (Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288) ». 17 novembre 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2022_62_jc_sfdr_qas.pdf

[16] P. Verney, « EU regulators: Article 9 funds cannot be benchmarked to 'broad market' indices », *Responsible Investor*, 18 novembre 2022. https://www.responsible-investor.com/eu-regulators-article-9-funds-cannot-be-benchmarked-to-broad-market-indices/ (consulté le 20 juillet 2023).

[17] European Securities and Market Authority, « Joint Consultation Paper Review of SFDR Delegated Regulation regarding PAI and financial product disclosures ». 12 avril 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-04/Joint%20Consultation%20Paper%20on%20the%20Review%20of%20SFDR%20Delegated%20Regulation%20regarding%20PAI%20and%20financial%20product%20disclosures.pdf

[18] J. Gard, « ESG Fund Downgrade Accelerates », *Morningstar UK*, 2 février 2023. https://www.morningstar.co.uk/uk/news/231438/esg-fund-downgrade-accelerates.aspx (consulté le 28 juin 2023).

[19] J.-L. Chenaux, E. Chiarotti, J.-P. Danthine, A. Gessler, F. Hugard, et M. Schläpfer, « Entreprises : analyse comparative pour la Suisse ». Lausanne, Juillet 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://e4s.center/resources/reports/sustainable-finance-regulation-corporates-comparative-analysis-for-switzerland/

[20] M. Jaccard et A.-T. Thai, « Venture Capital, ESG and Sustainable Investments - Where do we stand? What needs to be done? », SZQ/RSDA, 2023, p. 272-285. [En ligne]. Disponible sur: https://www.szw.ch/de/artikel/2504-0685-2023-0021/venture-capital-esg-and-sustainable-investments

[21] Deloitte, « SFDR is changing the dynamics in Private Equity », *Deloitte Deutschland*. https://www2.deloitte.com/de/de/pages/sustainability1/articles/sfdr-changing-dynamics-in-private-equity.html (consulté le 28 juin 2023).

[22] J. Banzaca, « Greater acceptance of SFDR », *Private Funds CFO*, 14 novembre 2022. https://www.privatefund-scfo.com/greater-acceptance-of-sfdr/ (consulté le 28 juin 2023).

[23] The Liechtenstein Global Trust (LGT), « ESG Report 2022 », 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://www.lgtcp.com/shared/.content/publikationen/cp/esg_download/220603-ESG-Report-2022_en.pdf

[24] M. Kirakosian, « Only 3% of PE funds are Article 9 funds, LGT study shows », *Selector*, 27 septembre 2022. https://citywire.com/selector/news/only-3-of-pe-funds-are-article-9-funds-lgt-study-shows/a2398294 (consulté le 28 juin 2023).

[25] European Union, *Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088*, vol. 198. 2020. Consulté le: 27 juin 2023. [En ligne]. Disponible sur: http://data.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj/eng

[26] K. Siklosi, « Nachhaltigkeit auf dem Vormarsch – neue Offenlegungspflichten für Finanzakteure in der EU », *Z. Für Eur. EuZ*, p. pp.196-205.

[27] N. Vischer, N. M. Cingöz, et A. Stünzi, « The EU: a leader in sustainable finance? – Foraus », 25 juin 2021. https://www.foraus.ch/posts/the-eu-a-leader-in-sustainable-finance/ (consulté le 28 juin 2023).

[28] Authorité des marchés financiers, « Proposition de critères minimaux environnementaux pour les produits financiers des catégories Art.9 et Art.8 de SFDR ». 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2023-02/AMF%20SFDR%20minimum%20standards%20FR_0.pdf

[29] Securities and Exchange Commission, *Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices*. 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/ia-6034.pdf

[30] International Accounting Standards Board, « Conceptual Framework for Financial Reporting », 2018, [En ligne]. Disponible sur: https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2021/issued/part-a/conceptual-framework-for-financial-reporting.pdf

[31] Climate Disclosures Standards Board, « Decision-useful climate-related information for investors - What, Why, How? », mai 2021. [En ligne]. Disponible sur: https://www.cdsb.net/sites/default/files/cdsb_decision-useful-information_2021-05-26.pdf

[32] Securities and Exchange Commission, « Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices », 2022. https://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaViewRule?pubId=202210&RIN=3235-AM96 (consulté le 28 juin 2023).

[33] A. Brisson-Félix, « SEC's new proposed ESG disclosures for funds and advisers », *Natixis*, 5 août 2022. https://gsh.cib.natixis.com/our-center-of-expertise/articles/sec-s-new-proposed-esg-disclosures-for-funds-and-advisers (consulté le 28 juin 2023).

[34] Securities and Exchange Commission, *Proposed Rule: Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices*.

[35] United Nations Principles for Responsible Investment, « Consultation Response Securities and Exchange Commission File No. S7-17-22: Enhanced Disclosures by Certain Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices ». 16 août 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.sec.gov/comments/s7-17-22/s71722-20136241-307272.pdf

[36] European Union, *Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement (Text*

with EEA relevance), vol. 132. 2017. Consulté le: 24 juillet 2023. [En ligne]. Disponible sur: http://data.europa.eu/eli/dir/2017/828/oj/eng

[37] V. A. Countryman, « Enhanced Disclosure by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices, Release No. IA-6034; IC-34594; File No. S7-17-22, and Investment Company Names, Release No. IC-34593; File No. S7-16-22 », déc. 2022, [En ligne]. Disponible sur: https://www.sec.gov/comments/s7-16-22/s71622-20152320-320248.pdf

[38] Oberson Abels, « Swiss Federal Council Reports on Sustainable Finance - Sustainable Finance Geneva », *Sustainable Finance Geneva*, 11 janvier 2023. https://sfgeneva.org/the-swiss-federal-council-takes-a-stand-on-combating-greenwashing-and-defines-fifteen-measures-to-foster-further-and-promote-sustainable-finance/ (consulté le 28 juin 2023).

[39] Confédération Suisse, « Swiss Climate Scores - Bonnes pratiques de transparence pour la compatibilité climatique des investissements », 2022, [En ligne]. Disponible sur: https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/72239.pdf

[40] Département fédéral des finances, « Swiss Climate Scores - Questions et réponses ». 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.sif.admin.ch/dam/sif/fr/bilder/dossier/swiss-climate-scores/swiss-climate-scores-q-a.pdf.download.pdf/q-a-swiss-climate-score-fr.pdf

[41] Asset Management Association Switzerland, « AMAS and SSF present template for calculating Swiss Climate Scores », *Asset Management Association Switzerland*, 5 octobre 2022. https://www.am-switzerland.ch/en/amas-and-ssf-present-template-for-calculating-swiss-climate-scores (consulté le 28 juin 2023).

[42] Conseil fédéral, « Le Conseil fédéral met en place les «Swiss Climate Scores» pour accroître la transparence climatique des placements financiers », 29 juin 2022. https://www.sif.admin.ch/sif/fr/home/documentation/communiques-presse/medienmitteilungen.msg-id-89524.html (consulté le 20 juillet 2023).

[43] Swiss Sustainable Finance, « Swiss Sustainable Investment Market Study 2023 », juin 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://marketstudy2023.sustainablefinance.ch/wp-content/uploads/2023/06/SSF_2023_MarketStudy.pdf

[44] Globalance, « Swiss Climate Scores », *Globalance Bank*, 2023. https://www.globalance.com/swiss-climate-scores/ (consulté le 28 juin 2023).

[45] Confédération suisse, « RS 101 - Constitution fédérale de la Confédération suisse du 18 avril 1999 », 18 avril 1999. https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/1999/404/fr (consulté le 12 juillet 2023).

[46] Office fédéral de la justice, « Guide de législation - Guide pour l'élaboration de la législation fédérale ». 2019. [En ligne]. Disponible sur: https://www.bj.admin.ch/dam/bj/fr/data/staat/legistik/hauptinstrumente/gleitf-f.pdf

[47] Parliament Suisse, « Élaboration de la législation ». https://www.parlament.ch/fr/%C3%BCber-das-parlament/portrait-du-parlement/attributions-assemblee-federale/legislation/elaboration-de-la-l%C3%A9gislation (consulté le 28 juin 2023).

[48] B. Wagner Pfeifer, *Umweltrecht - Allgemeine Grundlagen*. Zürich: Schulthess, 2017.

[49] Confédération suisse, « RS 814.01 - Loi fédérale du 7 octobre 1983 sur la protection de l'environnement (Loi sur la protection de l'environnement,

LPE) », 10 juillet 1983. https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/1984/1122_1122_1122/fr (consulté le 21 juillet 2023).
[50] Conseil fédéral, « Loi sur le CO2 », 13 juin 2021. https://www.admin.ch/gov/fr/start/dokumentation/abstimmungen/20210613/legge-sul-co2.html (consulté le 20 juillet 2023).
[51] Conseil fédéral, « Loi sur le climat et l'innovation », 18 juin 2023. https://www.admin.ch/gov/fr/start/dokumentation/abstimmungen/20230618/legge-sul-clima.html (consulté le 20 juillet 2023).
[52] A. Lienhard, « Einbezug von Privaten bei der Gewährleistung des Umweltschutzes. Kooperations- und Auslagerungsvereinbarungen als Vollzugsinstrumente? », in *Umweltrecht in der Praxis*, Zürich: Vereinigung für Umweltrecht VUR, 2006, p. 1-25.
[53] S. De La Fuente, « Finance durable : Accords sectoriels volontaires et transparence accrue », *CDBF*, 4 janvier 2022. https://cdbf.ch/1219/ (consulté le 28 juin 2023).
[54] Pricewaterhouse Coopers, Asset Management Association Switzerland, Swiss Banking Association, Swiss Sustainable Finance, et Swiss Insurance Association, « Setting sail for a carbon-neutral future: Net Zero Insights 2022 Progress update at the start of a long and joint effort to achieve a net zero Swiss financial centre », *PwC*, 2022. https://www.pwc.ch/en/insights/fs/net-zero-insights-2022.html (consulté le 20 janvier 2023).
[55] F. Piller et J.-L. Chenaux, « Does the EU Action Plan on Sustainable Finance Impact Swiss Banks? », *Jusletter*, mai 2020.
[56] Conseil fédéral, « Comment la Suisse peut-elle rendre les flux financiers compatibles avec les objectifs climatiques ? Rapport du Conseil fédéral en réponse au postulat 19.3966 du 16 août 2019 de la Commission de l'environnement, de l'aménagement du territoire et de l'énergie du Conseil des États », Bern, nov. 2021. [En ligne]. Disponible sur: https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/69024.pdf
[57] European Union, « Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth », 3 août 2018. https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en (consulté le 7 juin 2023).
[58] Financial Conduct Authority, « Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels », London, oct. 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp22-20.pdf
[59] F. McNally, « ESG round-up: Singapore launches final green taxonomy consultation », *Responsible Investor*, 21 février 2023. https://www.responsible-investor.com/esg-round-up-singapore-launches-final-green-taxonomy-consultation/ (consulté le 28 juin 2023).
[60] Legal Innovation for Sustainable Investments Foundation (Lisi), « Impact Term Sheet », novembre 2022. https://www.lisi-law.eu/impact-term-sheet (consulté le 28 juin 2023).
[61] LEVO, « Levo Framework », 2023. https://levoframework.com (consulté le 28 juin 2023).
[62] State Secretariat for International Finance, « Swiss Financial Centre actors unite to help develop Net Zero Data Public Utility », 26 juin 2023. https://www.sif.admin.ch/sif/en/home/dokumentation/fachinformationen/nzdpu.html (consulté le 19 juillet 2023).
[63] European Union, « European Single Access Point | Legislative Train Schedule », *European Parliament*, juin 2023.

https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-an-economy-that-works-for-people/file-european-single-access-point (consulté le 19 juillet 2023).
[64] M. Breier, « Key Considerations for Swiss Climate Scores Reporting », *ESG Investor*, 24 mars 2023. https://www.esginvestor.net/key-considerations-for-swiss-climate-scores-reporting/ (consulté le 28 juin 2023).
[65] State Secretariat for International Finance, « Indicators », 2022. https://www.sif.admin.ch/sif/en/home/swiss-climate-scores/bewertungsparameter.html (consulté le 28 juin 2023).
[66] S. Brennan, I. Gupta, et D. Strachan, « Sustainability Disclosure Requirements: FCA package of proposals on fund labels and disclosures raises new challenges for fund managers », *Passle*, 2 décembre 2022. https://emearegulatorystrategy.deloitte.com//post/102i2t9/sustainability-disclosure-requirements-fca-package-of-proposals-on-fund-labels-a (consulté le 28 juin 2023).
[67] Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers, « Bases légales de la FINMA », *Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA*. https://www.finma.ch/fr/documentation/bases-legales/lois-et-ordonnances/finma/ (consulté le 28 juin 2023).
[68] Confédération suisse, « RS 956.1 - Loi du 22 juin 2007 sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (Loi sur la surveillance des marchés financiers, LFINMA) », 22 juin 2007. https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2008/736/fr (consulté le 25 juillet 2023).
[69] Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers, « Autorégulations », *Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA*. https://www.finma.ch/fr/documentation/autoregulation/anerkannte-selbstregulierung/ (consulté le 25 juillet 2023).
[70] P. Zysset, *Selbstregulierung im Finanzmarktrecht: Grundlagen, verwaltungsrechtliche Qualifikationen und rechtsstaatlicher Rahmen*. in Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht, no. Band 124. Zürich Basel Genf: Schulthess, 2017.
[71] Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers, « Communication FINMA sur la surveillance 05/2021 Prévention et lutte contre l'écoblanchiment ». 3 novembre 2021. [En ligne]. Disponible sur: https://www.finma.ch/fr/~/media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/4dokumentation/finma-aufsichtsmitteilungen/20211103-finma-aufsichtsmitteilung-05-2021.pdf?sc_lang=fr&hash=BF4141A742B26EA50BB28F89476F7775
[72] Securities and Exchange Commission, « Federal Register Proposed Rules Investment Company Names / Vol. 87, 36594 No. 11717 CFR Parts 230, 232, 239, 270 and 274 », juin 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2022-06-17/pdf/2022-11742.pdf#page=1
[73] Securities and Exchange Commission, « Investment Company Names », 2022. https://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaViewRule?pubId=202210&RIN=3235-AM72 (consulté le 28 juin 2023).
[74] A.-P. Lambillon et M. Chesney, « How Green is 'Dark Green'? An Analysis of SFDR Article 9 Funds ». Rochester, NY, 22 février 2023. doi: 10.2139/ssrn.4366889.
[75] Authorité des marchés financiers, « The Sustainable Finance Disclosure Regulation: the AMF proposes a targeted review to include minimum environmental criteria », *AMF*, 13 février 2023. https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-releases/amf-news-releases/sustainable-finance-disclosure-regulation-amf-proposes-targeted-review-include-minimum-

environmental (consulté le 28 juin 2023).
[76] European Securities and Markets Authority, « ESMA launches a consultation on guidelines for the use of ESG or sustainability-related terms in funds' names », 18 novembre 2022. https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-consultation-guidelines-use-esg-or-sustainability-related-terms (consulté le 28 juin 2023).
[77] European Securities and Markets Authority, « Consultation Paper on Guidelines on Funds' names using ESG or sustainability-related terms », Brussels, nov. 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-472-373_guidelines_on_funds_names.pdf
[78] D. Webb, « ESMA naming proposals poorly timed and possibly unnecessary, say investors », *Responsible Investor*, 21 février 2023. https://www.responsible-investor.com/esma-naming-proposals-poorly-timed-and-possibly-unnecessary-say-investors/ (consulté le 28 juin 2023).
[79] Securities and Markets Stakeholder Group, « Advice to ESMA ». 21 février 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA22-106-4511_SMSG_Advice_to_ESMA_on_Funds%27_Names.pdf
[80] Blackrock, « Consultation on Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms », 20 février 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/esma-consultation-on-guidelines-for-the-use-of-esg-in-fund-names-022023.pdf
[81] European Union, « Report on Benchmarks - TEG Final Report on Climate Benchmarks and Benchmarks' ESG disclosures », sept. 2019. [En ligne]. Disponible sur: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-09/190930-sustainable-finance-teg-final-report-climate-benchmarks-and-disclosures_en.pdf
[82] European Union, *Commission Delegated Regulation (EU) 2020/1818 of 17 July 2020 supplementing Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council as regards minimum standards for EU Climate Transition Benchmarks and EU Paris-aligned Benchmarks*. 2020. [En ligne]. Disponible sur: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R1818&from=EN
[83] United Nations Global Compact, « UN Global Compact », 2023. https://unglobalcompact.org/ (consulté le 20 juillet 2023).
[84] Slaughter and May, « FCA CP22/20: Raising the bar to build trust », 9 novembre 2022. https://my.slaughterandmay.com/insights/client-publications/fca-cp-22-20-raising-the-bar-to-build-trust (consulté le 28 juin 2023).
[85] United Nations Development Group, « Theory of Change - UNDAF Companion Guidance », 2017. [En ligne]. Disponible sur: https://unsdg.un.org/sites/default/files/UNDG-UNDAF-Companion-Pieces-7-Theory-of-Change.pdf
[86] Green Technical Advisory Group et Green Finance Institute, « GTAG: Advice on the development of a UK Green Taxonomy », oct. 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.greenfinanceinstitute.co.uk/wp-content/uploads/2022/10/GTAG-Advice-on-the-development-of-a-UK-Green-Taxonomy.pdf
[87] N. Ogilvie, « The UK FCA's Sustainability Disclosure Requirements (SDR) », *Net Purpose*, 14 décembre 2022.

https://www.netpurpose.com/blog/UK-FCA-Sustainability-Disclosure-Requirements-SDR (consulté le 20 juillet 2023).

[88] Simmons & Simmons, « Response to FCA CP22/20 from Simmons & Simmons LLP », 24 janvier 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt3de4d56151f717f2/bltdef08a15c73239ae/63d155ec0cf395166a6e0cb9/FCA_CP22-20_Simmons_&_Simmons_LLP_response_(24_January_2023).PDF

[89] The Law Society, « FCA Consultation on sustainability disclosure requirements and investment labels – Law Society response », 17 février 2023. https://www.lawsociety.org.uk/campaigns/consultation-responses/fca-consultation-on-sustainability-disclosure-requirements-and-investment-labels (consulté le 28 juin 2023).

[90] Clarity AI, « A Study of EU, UK, and US Sustainable Investment Fund Frameworks », 17 mai 2023. https://clarity.ai/research-and-insights/overcoming-regulatory-confusion-a-study-of-eu-uk-and-us-sustainable-investment-fund-frameworks/ (consulté le 28 juin 2023).

[91] Conseil fédéral, « Le Conseil fédéral entend prévenir l'écoblanchiment sur le marché financier », 16 décembre 2022. https://www.admin.ch/gov/fr/accueil/documentation/communiques.msg-id-92279.html (consulté le 2 juillet 2023).

[92] Asset Management Association Switzerland, « Fonds immobiliers », *Asset Management Association Switzerland*. https://www.am-switzerland.ch/fr/regulierung/selbstregulierung-standard/immobilienfonds (consulté le 24 juillet 2023).

[93] Qperior, Asset Management Association Switzerland, State Secretariat for International Finance, et Swiss Bankers Association, « Webinar-Aufzeichnung: Vermeidung von Greenwashing – alles in trockenen Tüchern? », *Q_PERIOR AG*, 8 février 2023. https://www.q-perior.com/webinar/webinar-aufzeichnung-vermeidung-von-greenwashing-alles-in-trockenen-tuechern/ (consulté le 31 mars 2023).

[94] N. Lai, « Investors face technical difficulties with DNSH SFDR requirement | Trackinsight », 14 mars 2023. https://www.trackinsight.com/fr/esg-investing/etf-news/investors-face-technical-difficulties-with-dnsh-sfdr-requirement (consulté le 28 juin 2023).

[95] D. Webb, « Industry calls for more clarity on FCA sustainability disclosure proposals », *Responsible Investor*, 26 janvier 2023. https://www.responsible-investor.com/industry-calls-for-more-clarity-on-fca-sustainability-disclosure-proposals/ (consulté le 19 juillet 2023).

[96] Züricher Kantonalbank, « Bond issues », 2023. https://www.zkb.ch/en/home/investor-relations/bond-issues.html (consulté le 18 juillet 2023).

[97] Office fédéral de l'énergie, « Minergie », 25 septembre 2018. https://www.bfe.admin.ch/bfe/fr/home/versorgung/statistik-und-geodaten/geoinformation/geodaten/gebaeude/minergie.html (consulté le 30 juillet 2023).

[98] P. Temple-West, « Green bonds face new questions over authenticity », *Financial Times*, 29 novembre 2021. Consulté le: 18 juillet 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://www.ft.com/content/d797800b-fb07-40c7-8386-a22de312cd35

[99] B. Foster, M. Godemer, et E. Neves Martin, « The niche, not-so-niche sustainable debt market », *Bloomberg Professional Services*, 5 novembre 2021. Consulté le: 18 juillet 2023. [En ligne]. Disponible sur:

https://www.bloomberg.com/professional/blog/the-niche-not-so-niche-sustainable-debt-market/
[100] International Capital Market Association, « The Green Bond Priniples June 2021 with June 2022 Appendix ». juin 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles-June-2022-060623.pdf
[101] Climate Bonds Initiative, « Green Bond Principles & Climate Bonds Standard », *Climate Bonds Initiative*, 10 décembre 2014. https://www.climatebonds.net/market/best-practice-guidelines (consulté le 18 juillet 2023).
[102] International Capital Market Association, « Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability Linked Bonds External Reviews », juin 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/External-Review-Guidelines_June-2022-280622.pdf
[103] Climate Bonds Standard, « Climate Bonds Standard - Globally recognised, Paris-aligned Certification of Debt Instruments, Entities and Assets using robust, science-based methodologies Version 4 », avr. 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://www.climate-bonds.net/files/files/CBI_Standard_V4.pdf
[104] Climate Bonds Initiative, « Sector Criteria Available for Certification », *Climate Bonds Initiative*, 27 juin 2015. https://www.climate-bonds.net/standard/available (consulté le 18 juillet 2023).
[105] Climate Bonds Initiative, « Solar Energy », *Climate Bonds Initiative*, 29 juin 2015. https://www.climate-bonds.net/standard/solar (consulté le 18 juillet 2023).
[106] Climate Bonds Initiative, « Climate Bonds Taxonomy », *Climate Bonds Initiative*, 30 juin 2015. https://www.climate-bonds.net/standard/taxonomy (consulté le 18 juillet 2023).
[107] D. Escalante, J. Choi, N. Chin, Y. Cui, et M. L. Larsen, « MRV System Design: Recommendations for Chinese Green Bonds », 2020, [En ligne]. Disponible sur: https://climatepolicyinitiative.org/wp-content/uploads/2020/06/MRV-System-Design-Recommendations-for-Green-Bonds-in-China.pdf
[108] L. Lin et Y. Hong, « Developing a Green Bonds Market: Lessons from China », *Eur. Bus. Organ. Law Rev.*, vol. 23, nº 1, p. 143-185, 2022, doi: 10.1007/s40804-021-00231-1.
[109] PBOC, NDRC, et CSRC, « Green Bond Endorsed Projects Catalogue (2021 Edition) ». [En ligne]. Disponible sur: http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4342400/20210901617180089879.pdf
[110] PBOC et al., « 绿色产业指导目录（2023年版） ». 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://yyglxxbs.ndrc.gov.cn/file-submission/20230316152852506122.pdf
[111] European Union, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European green bonds*. 2021. Consulté le: 28 juillet 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52021PC0391
[112] European Union, « Sustainable finance: Provisional agreement reached on European green bonds », 28 février 2023. https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/02/28/sustainable-finance-provisional-agreement-reached-on-european-green-bonds/ (consulté le 27 juillet 2023).
[113] European Union, « EUGBS Commission Proposal ». 2021. [En ligne]. Disponible sur: https://eur-lex.europa.eu/legal-

content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0391
[114] European Union, « Taxonomy Regulation Delegated Act Annex 2 ». 6 avril 2021. [En ligne]. Disponible sur: https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/taxonomy-regulation-delegated-act-2021-2800-annex-2_en.pdf
[115] International Platform on Sustainable Finance, « Common Ground Taxonomy – Climate Change Mitigation Instruction report », juin 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://commission.europa.eu/system/files/2022-06/220603-international-platform-sustainable-finance-common-ground-taxonomy-instruction-report_en.pdf
[116] SIX, « Sustainable Bonds », *SIX*, 2023. https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/market-data/bonds/sustainable-bonds.html (consulté le 25 juillet 2023).
[117] Swiss Exchange SIX, « The Leading International Listing Location for Bonds », 2023. https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/bonds.html (consulté le 27 juillet 2023).
[118] Confédération suisse, « Document - cadre pour l'émission d'emprunt obligataires vert », Juilliet 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.efv.admin.ch/dam/efv/fr/dokumente/brennpunkte/rahmenwerk.pdf.download.pdf/Beilage%2001%20Rahmenwerk%20f%C3%BCr%20gr%C3%BCne%20Eidg.%20Anleihen%20FR%20zu%20BRA%20EFD.pdf
[119] Federal Financial Administration, « Greenbonds ». https://www.efv.admin.ch/efv/en/home/aktuell/a/greenbonds/
[120] Administration fédérale des finances, « La Confédération a émis avec succès son premier emprunt fédéral vert », 10 décembre 2022. https://www.efv.admin.ch/efv/fr/home/aktuell/a/greenbonds.html (consulté le 30 juillet 2023).
[121] Climate Bond Initiative, « Market Data », *Climate Bonds Initiative*, 2023. https://www.climatebonds.net/market/data/https%3A/www.climatebonds.net/market/data (consulté le 27 juillet 2023).
[122] T. Ehlers et F. Packer, « The pricing of carbon risk in syndicated loans: which risks are priced and why? », p. 29, 2021.
[123] X. Karametaxas, « Sustainable Finance : Aktuelle Entwicklungen in der Gesetzgebung der EU und der Schweiz », *Ex Ante*, vol. 2021, n° 1, p. pp.33-44.
[124] L. Mehmetaj et K. Brunner, « ESG and Fiduciary Duties of Investment Managers », in *Schweizerische Zeitschrift für Gesellschaft- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierung (GesKR)*, 2021.
[125] European Union, *Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (recast) Text with EEA relevance*, vol. 173. 2014. Consulté le: 27 juillet 2023. [En ligne]. Disponible sur: http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj/eng
[126] European Union, *Consolidated Text: Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (recast) (Text with EEA relevance)*. 2023. Consulté le: 27 juillet 2023. [En ligne]. Disponible sur: http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/2023-03-23/eng

[127] European Union, *Directive (EU) 2016/97 of the European Parliament and of the Council of 20 January 2016 on insurance distribution (recast)Text with EEA relevance*, vol. 026. 2016. Consulté le: 27 juillet 2023. [En ligne]. Disponible sur: http://data.europa.eu/eli/dir/2016/97/oj/eng

[128] European Union, *Consolidated text: Directive (EU) 2016/97 of the European Parliament and of the Council of 20 January 2016 on insurance distribution (recast) (Text with EEA relevance)Text with EEA relevance*. 2020. Consulté le: 27 juillet 2023. [En ligne]. Disponible sur: http://data.europa.eu/eli/dir/2016/97/2020-06-12/eng

[129] European Union, *Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II) (recast) (Text with EEA relevance)*, vol. 335. 2009. Consulté le: 27 juillet 2023. [En ligne]. Disponible sur: http://data.europa.eu/eli/dir/2009/138/oj/eng

[130] European Union, *Consolidated text: Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II) (recast) (Text with EEA relevance)*. 2021. Consulté le: 27 juillet 2023. [En ligne]. Disponible sur: http://data.europa.eu/eli/dir/2009/138/2021-06-30/eng

[131] European Union, *Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1253 of 21 April 2021 amending Delegated Regulation (EU) 2017/565 as regards the integration of sustainability factors, risks and preferences into certain organisational requirements and operating conditions for investment firms (Text with EEA relevance)*, vol. 277. 2021. Consulté le: 27 juillet 2023. [En ligne]. Disponible sur: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2021/1253/oj/eng

[132] L. Fahrländer et D. Jost, « Berücksichtigung von ESG-Präferenzen im Finanzdienstleistungsgeschäft », vol. 2023, nº 2, 2023, Consulté le: 27 juillet 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://www.szw.ch/de/artikel/2504-0685-2023-0012/berucksichtigung-von-esg-praferenzen-im-finanzdienstleistungsgeschaft

[133] European Securities and Market Authority, « Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements », mars 2023. [En ligne]. Disponible sur: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements.pdf

[134] European Union, « Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC ». https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32010R1095 (consulté le 27 juillet 2023).

[135] T. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, 5ème. 2020.

[136] Swiss Confederation, « 950 Financial Services Act ». 6 mai 2018. [En ligne]. Disponible sur: https://fedlex.data.admin.ch/filestore/fedlex.data.admin.ch/eli/cc/2019/758/20210801/en/pdf-a/fedlex-data-admin-ch-eli-cc-2019-758-20210801-en-pdf-a.pdf

[137] D. A. Fischer, « Greenwashing-Bekämpfung am Point of Sale », in *Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierung (GesKR)*, 2022.

[138] Swiss Bankers Association, « Guide pour l'intégration des facteurs ESG dans le processus de conseil auprès des clients privés », juin 2020. [En ligne]. Disponible sur:

https://www.abti.ch/sito/wp-content/uploads/SBVg_Sustainable-Leitfaden_FR.pdf
[139] Swiss Bankers Association, « Guidelines for the financial service providers on the integration of ESG-preferences and ESG risks into investment advice and portfolio management », juin 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.swissbanking.ch/_Resources/Persistent/a/5/e/0/a5e0845f065a60699df88910ae675b7082e69411/SBA_Guidelines_investment_advice_and_portfolio_management_EN.pdf
[140] Swiss Bankers Association, « Guidelines for mortgage providers on the promotion of energy efficiency », juin 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.swissbanking.ch/_Resources/Persistent/c/b/b/3/cbb3619179bd238dca41328b2464af560a2c0f3a/SBA_Guidelines_mortgage_providers_on_the_promotion_of_energy_efficiency_EN.pdf
[141] Swiss Bankers Association, « Articles of Association ». septembre 2021. [En ligne]. Disponible sur: https://www.swissbanking.ch/_Resources/Persistent/4/6/7/3/46735ab9aaa4eaeb644546458ef2202a9cf309d6/Statuten_EN_2021.pdf
[142] Swissinfo, « Raiffeisen pulls out of Swiss Bankers Association », *SWI swissinfo.ch*, 10 novembre 2020. https://www.swissinfo.ch/eng/business/raiffeisen-pulls-out-of-swiss-bankers-association/46152328 (consulté le 27 juillet 2023).
[143] J. Frick et A. Cochardt, « Swiss ESG regulation for funds », *IFLR*, 12 mai 2022. https://www.iflr.com/article/2az4f5t2t6monbhqxxedc/sponsored/swiss-esg-regulation-for-funds (consulté le 27 juillet 2023).
[144] Jutzi et Schären, « Schweizer Finanzmarktrecht im europäischen Kontext – Aufbruch in eine neue Ära », *GesKR*, nº 2021, p. pp.466-471.
[145] T. Jutzi et S. Schären, « Europäisches Finanzmarktrecht im Umbruch », *GesKR*, vol. 2019, nº 3, 2019, [En ligne]. Disponible sur: https://boris.unibe.ch/133790/1/2019_Jutzi_Schren_GesKR_03.pdf
[146] Swiss Sustainable Finance, « Focus: EU Action Plan on Sustainable Finance », 2019. [En ligne]. Disponible sur: https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/20191218_SSF_Focus_EU_Regulation_FINAL.pdf
[147] European Union, *Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Consolidated text: Council of 8 June 2016 on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds and amending Directives 2008/48/EC and 2014/17/EU and Regulation (EU) No 596/2014 (Text with EEA relevance)*. 2022. Consulté le: 27 juillet 2023. [En ligne]. Disponible sur: http://data.europa.eu/eli/reg/2016/1011/2022-01-01/eng
[148] C. Lombardini, *Gestion de fortune : réglementation, contrats et instruments : droit bancaire suisse*. Zürich, 2021.
[149] Bafin, « Institutions for Occupational Retirement Provision (IORPs) », *BaFin*, 7 mars 2018. https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/VersichererPensionsfonds/Einrichtungen_bAV/betriebliche_altersversorgung_artikel_en.html (consulté le 27 juillet 2023).
[150] European Union, *Directive (EU) 2016/2341 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2016 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision (IORPs) (recast) (Text with EEA relevance)*, vol. 354. 2016. Consulté le: 27 juillet 2023. [En ligne]. Disponible sur: http://data.europa.eu/eli/dir/2016/2341/oj/eng
[151] European Insurance and Occupational Pension Authority, « Occupational pensions (IORP II) », 10 février 2023.

https://www.eiopa.europa.eu/browse/regulation-and-policy/occupational-pensions-iorp-ii_en (consulté le 27 juillet 2023).
[152] European Insurance and Occupational Pension Authority, « Consultation Paper on technical advice for the review of the IORP II Directive », mars 2023, [En ligne]. Disponible sur: https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-03/EIOPA-BoS-23-071_CP-advice-IORP-II-review.pdf
[153] United States, « Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights », *Federal Register*, 1 décembre 2022. https://www.federalregister.gov/documents/2022/12/01/2022-25783/prudence-and-loyalty-in-selecting-plan-investments-and-exercising-shareholder-rights (consulté le 27 juillet 2023).
[154] University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership (CISL), « Future of Boards Legal and Regulatory Frameworks for Sustainability (Phase 1, Part 2) ». [En ligne]. Disponible sur: https://www.cisl.cam.ac.uk/sites/www.cisl.cam.ac.uk/files/dla_report_2_140423a.pdf
[155] Association Suisse des Institutions de Prévoyance, « Guide des ESG pour les caisses de pension suisses », Juillet 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.asip.ch/media/filer_public/17/be/17be532d-85e0-4420-96e2-027683e711e8/asip_guide_des_esg.pdf
[156] Association Suisse des Institutions de Prévoyance, « Reporting ESG Norme pour les caisses de pension », 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.asip.ch/media/filer_public/a2/f7/a2f75876-7a92-43b4-83d8-7a65fa186cec/13122022_reporting_esg_norme_pour_les_caisses_de_pension.pdf
[157] Financial Market Supervisory Authority, « FINMA Guidance 05/2021 Preventing and Combating Greenwashing ». 3 novembre 2021. [En ligne]. Disponible sur: https://www.finma.ch/fr/~/media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/4dokumentation/finma-aufsichtsmitteilungen/20211103-finma-aufsichtsmitteilung-05-2021.pdf?sc_lang=en&hash=BF4141A742B26EA50BB28F89476F7775
[158] Asset Management Association Switzerland, « Sustainable Finance Self-regulation », *Asset Management Association Switzerland*, 2022. https://www.am-switzerland.ch/en/regulierung/selbstregulierung-standard/sustainable-finance (consulté le 29 juin 2023).
[159] Asset Management Association Switzerland, « Sustainable Finance Self-regulation - Self-regulation on transparency and disclosure for sustainability-related collective assets », *Asset Management Association Switzerland*, 2022. https://www.am-switzerland.ch/en/regulierung/selbstregulierung-standard/sustainable-finance (consulté le 18 juillet 2023).
[160] Swiss Funds and Asset Managemen Association et Swiss Sustainable Finance, « Sustainable Asset Management: Key Messages and Recommendations of SFAMA and SSF », juin 2020. [En ligne]. Disponible sur: https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/EN_2020_06_16_SFAMA_SSF_key_messages_and_recommendations_final.pdf
[161] Asset Management Association Switzerland et Swiss Sustainable Finance, « How to Avoid the Greenwashing Trap: Recommendations on Transparency and Minimum Requirements for Sustainable Investment Approaches and Products », déc. 2021. [En ligne]. Disponible sur:

https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/Recommendations_AMAS_SSF_Greenwashing.pdf
[162] Authorité des marchés financiers Suisse, « L'autorégulation dans le droit suisse des marchés financiers », *Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA*. https://www.finma.ch/fr/documentation/autoregulation/ (consulté le 29 juin 2023).
[163] Asset Management Association Switzerland, « Autorégulation Sustainable Finance », *Asset Management Association Switzerland*, 2022. https://www.am-switzerland.ch/fr/regulierung/selbstregulierung-standard/sustainable-finance (consulté le 29 juin 2023).
[164] Association suisse des bankiers (ASB), « Directives pour les prestataires de services financiers relatives à l'intégration des préférences ESG et des risques ESG dans le conseil en placement et la gestion de fortune », juin 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.swissbanking.ch/_Resources/Persistent/d/4/0/7/d4078e55a59638a54bb4a9d885ba5bcd035e0a28/ASB_Directives_conseil_en_placement_et_la_gestion_de_fortune_FR.pdf
[165] Association suisse des bankiers (ASB), « Directives pour les fournisseurs d'hypothèques relatives à l'amélioration de l'efficacité énergétique des bâtiments », juin 2022. [En ligne]. Disponible sur: https://www.swissbanking.ch/_Resources/Persistent/5/1/4/e/514ec876599db2b0245fb8d4d95e1fd2eb36780c/ASB_Directives_fournisseurs_dhypoth%C3%A8ques_relatives_%C3%A0_lam%C3%A9lioration_de_l%E2%80%99efficacit%C3%A9_%C3%A9nerg%C3%A9tique_des_b%C3%A2timents_FR.pdf
[166] Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers, « Etablissements surveillés ou reconnus - Autorité de contrôle en matière de lutte contre le blanchiment d'argent », 15 novembre 2007. https://www.finma.ch/FinmaArchiv/gwg/f/themen/institute/index.php (consulté le 29 juillet 2023).
[167] Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers, « Contenu materiel - Autorité de contrôle en matière de lutte contre le blanchiment d'argent », 5 octobre 2007. https://www.finma.ch/FinmaArchiv/gwg/f/themen/aufsichtssystem/materiel/index.php (consulté le 29 juin 2023).
[168] Eidgenössische Finanzmarktaufsicht, « Organismes d'autorégulation (OAR) », *Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA*, 29 juillet 2023. https://www.finma.ch/fr/autorisation/organisme-d-autoregulation-oar/ (consulté le 29 juillet 2023).
[169] Paris Agreement Capital Transition Assessment et Federal Office for the Environment, « Test Climatique Pacta Suisse 2022 », 2022. https://www.transitionmonitor.com/pacta-cop/pacta-ch-2022-fr/
[170] Rocky Mountain Institute, « 2° Investing Initiative Transfers Stewardship of PACTA to RMI », *Paris Agreement Capital Transition Assessment*, 11 février 2022. https://www.transitionmonitor.com/pacta-cop/pacta-ch-2022-fr/ (consulté le 29 juin 2023).
[171] Paris Agreement Capital Transition Assessment, Wüestpartner, et 2investing initiative, « Bridging the Gap - Measuring Progress on the Climate Goal Alignment and Climate Actions of Swiss Financial Institutions November 2020 », nov. 2020. [En ligne]. Disponible sur: https://2degrees-investing.org/wp-content/uploads/2020/11/Bridging-the-Gap-Swiss-PACTA-Report.pdf
[172] Paris Agreement Capital Transition Assessment et Wüestpartner, « Aiming Higher - Measuring progress on the climate goal alignment & climate actions of Swiss financial institutions », nov. 2022. [En ligne].

Disponible sur: https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/74099.pdf