



Université  
de Limoges



## MASTER II - Droit international et comparé de l'environnement

2020/2021

**La responsabilité climatique des gérants de fonds**  
Étude comparée (France, Luxembourg, Royaume-Uni)

**Geoffroy DEDIEU**

Mémoire dirigé par

**Jessica Makowiak**

Professeur des Universités

Directrice du CRIDEAU - Equipe thématique de l'OMIJ



## Remerciements

---

Je remercie vivement l'équipe dévouée du Master II Droit international et comparé de l'environnement de la Faculté de droit & des sciences économiques de l'Université de Limoges pour m'avoir permis de traiter ce sujet qui me tient à cœur ainsi que Madame la Professeure Jessica Makowiak qui a accepté de diriger ce travail.

## Droits d'auteurs

---

Cette création est mise à disposition selon le Contrat :

« **Attribution-Pas d'Utilisation Commerciale-Pas de modification 3.0 France** »

disponible en ligne : <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/fr/>



## Liste des termes et abréviations

---

°C

Degré Celsius, 94

2DII

*2 Degrees Investing Initiative*, 110

AEMF

Autorité européenne des marchés financiers, 46

AIE - IEA

Agence Internationale de l'Energie, *International Energy Agency*, 117

AIFM

Gérants de Fonds d'Investissement Alternatifs, *Alternative Investment Fund Managers*, 11

AMF

Autorité des Marchés Financiers, France, 34, 35, 36, 45, 47, 54, 79, 116, 129

ARPP

Autorité de régulation professionnelle de la publicité, 111

AUM

Actifs sous gestion, *Assets Under Management*, 30

*benchmark*

Indice financier de référence, 55

Bloomberg

Système d'information financière par terminaux dédiés, 10, 53, 114

BRI - *BIS*

Banque des règlements internationaux, *Bank of International Settlements*, 108

C. cass.

Cour de cassation française, 100

C. civ.

Code civil, 11

C. envir.

Code de l'environnement, 79

C. mon.

Code monétaire et financier, 36

C. pr. civ.

Code de procédure civile, 78

CAPM

*Capital Asset Pricing Model*, Théorie du modèle de détermination du prix du capital, 24

CC

Conseil constitutionnel français, 101

CCL

Procès climatiques, *Climate Change Litigation*, 11

CDN

Contributions Déterminées au niveau National, 53

CE

Conseil d'Etat français, 45

cf.

confère, 44

CJCE  
Cour de justice de la Communauté européenne, 84

CJUE  
Cour de justice de l'Union européenne, 48

CMA  
*Competition and Markets Authority*, 110

CNUCC  
Convention-cadre des Nations unies sur les changements climatiques, 10

*comply or explain*  
Mécanisme de conformation ou d'explication des codes de bonne conduite, 97

CPR.  
*Civil Procedure Rules*, règles de procédure civile anglaises, 80

CSSF  
Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg, 36

CTB  
*Climate Transition Benchmark*, 55, 56, 57, 69, 101

CTH  
Climate Transparency Hub, plateforme internet française de ressources du reporting climat créée pour accompagner la transparence climatique des institutions financières, 116

D.I. pr.  
Droit international privé, 82

DICI - *KIID*  
Document d'information clé pour l'investisseur, *Key Investor Information Document*, 40, 41

DIE  
Droit international de l'environnement, 12

DIP  
Droit international public, 12

DNSH  
Ne pas causer de préjudice significatif, *Do No Significant Harm*, 59

*end game*  
Horizon stratégique, fin de partie., 119

*Equity*  
Ensemble de règles de droit définies par la Court of Chancery du XVe siècle à 1875, 32

ESAP  
Point d'accès unique européen pour les données financières et non-financières, *European single access point*, 116

ESG  
Environnement, Social et Gouvernance, 69

ESMA  
Association des marchés boursiers européens, *European Securities Markets Association*, 28

FCA  
*Financial Conduct Authority*, autorité des marchés financiers du Royaume-Uni, 36

*feeder*  
Fonds dits "à ombrelle", ou fonds-de-fonds. Ce sont des fonds qui investissent dans des fonds sous-jacents., 48, 49

FIA  
Fonds d'investissement alternatifs, 11

GAJC  
Les grands arrêts de la jurisprudence civile (T1 ou T2), 37

GBP  
*Green Bond Principles*, Principes applicables aux obligations vertes, 69

GES  
Gaz à Effet de Serre, aussi appelés *Greenhouse Gases (GHG)*, 10, 12

GFI  
Gérant de fonds d'investissement, 11

*GHG Protocol*  
*Green House Gas Protocol*, 14

GIEC  
Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat, 16

GIPS  
Normes mondiales de performance des investissements, *Global Investment Performance Standards*, 64

*Greenwashing*  
Ecoblanchiment. Politique de marketing utilisée dans le but de se donner une image de responsabilité environnementale trompeuse., 69

*haircuts*  
Rabais sous-jacents dans les fonds structurés, 32

*Hedge fund*  
Fonds alternatif qui utilise des stratégies complexes à terme ou à découvert., 20

*HM Treasury*  
Ministère britannique des finances, 110

ICI  
*Investment Company Institute*, 29

ICMA  
*International Capital Markets Association*, l'Association internationale des marchés de capitaux., 55

ICPE  
Installations classées pour la protection de l'environnement, 50

IFRS  
Normes internationales de reporting financier, *International Financial Reporting Standards*, 64

IPS  
*Investment policy statement*, déclaration de politique d'investissement, 42

ISR  
Investissement socialement responsable, 54

ISS  
*Institutional Shareholder Services*, fournisseur de services de gouvernance sociale., 55

JOUE  
Journal officiel de l'Union européenne, 28

LEE  
Loi n° 2019-1147 du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat, 59

LTECV

Loi sur la Transition Énergétique pour la Croissance Verte du 17 août 2015, 97

MDEC  
*Multi-Stakeholder Dialogue on Environmental Claims*, 50, 51

MiFID  
*Market in Financial Instruments Directive*, 28

MTD  
Meilleures techniques disponibles, 16

NFRD  
Directive sur la publication d'informations non financières relatives à la diversité, *Non-Financial Reporting Directive*, 64

NGFS  
Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier, *Network for Greening the Financial System*, 53

ONGE  
Organisation non gouvernementale environnementale, 69

OPC  
Organisme de placement collectif, OPCVM ou FIA., 10, 74

PAB  
*Paris Aligned Benchmark*, 69

PAFD  
Plan d'action sur la finance durable de la Commission européenne (2018), 53

PAI  
Incidences négatives principales, *Principal Adverse Impact*, 61

Pricing  
Détermination du prix d'un instrument financier, 15

Private Equity  
Investissement en titres non-négociables, 38

RCL  
Règle de conflit de lois, 82

RCP  
Trajectoires de concentrations représentatives, *Representative Concentration Pathways*, définies par le GIEC, 16

SAA  
Allocation stratégique d'actifs, 20

Sabin Center  
Columbia Law School, Sabin Center for Climate Change Law, 16

Scope 1  
Emissions de GES directement issues de l'exploitation de l'entreprise., 99

Scope 2  
Emissions de GES issues de l'énergie achetée pour l'exploitation directe., 99

Scope 3  
Etendue de niveau 3. L'empreinte la plus large, elle inclut celles des fournisseurs de l'entreprise et des utilisateurs du produit ou service, 14

SESF  
Système européen de surveillance financière, 46

SFDR

Règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur financier, *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, 36, 55, 58, 59, 60, 61, 74, 95

#### SICAV

Société d'Investissement à Capital Variable, 36, 37, 47, 48, 74

#### SR1

Rapport spécial 1 du GIEC, 2018, sur les conséquences d'un réchauffement planétaire de 1,5 °C par rapport aux niveaux préindustriels et les trajectoires associées d'émissions mondiales de gaz à effet de serre, dans le contexte du renforcement de la parade mondiale au changement climatique, du développement durable et de la lutte contre la pauvreté, 70

#### Stewardship

Engagement des actionnaires dans la gouvernance, ou l'intendance des entreprises., 10

#### TAA

Allocation tactique d'actifs, 20

#### taxinomie

Classification d'éléments, système de classement, 26

#### TCFD

Task Force on Climate-related Financial Disclosures, groupe de travail sur les informations financières liées au climat, 10

#### TER

Ratio total des dépenses, *Total Expense Ratio*, 32

#### TR

Règlement (UE) 2020/852 visant à favoriser les investissements durables, *Taxonomy Regulation*, 59

#### UE

Union Européenne, 17

#### UK Stewardship Code

Code d'intendance sociale (gouvernance) du Royaume-Uni, élaboré par le *Financial Reporting Council*, 2020, 96

#### UNEP FI

Initiative financière du Programme des nations-unies pour le développement, 52

#### UN-PRI

Groupe des Nations-Unis pour l'investissement responsable, *United Nations Principles for Responsible Investing*, 13

#### VAN

Valeur d'actif net, 32



## Table des matières

---

|   |            |
|---|------------|
| <b>Introduction</b> .....   | <b>10</b>  |
| <b>Chapitre 1 - Une responsabilité limitée des gérants de fonds</b> .....                   | <b>18</b>  |
| Section 1 - Une chaîne de valeur mal appréhendée en droit .....                             | 20         |
| § 1 - La théorie des portefeuilles et le couple risque / rendement.....                     | 20         |
| § 2 - La production et la distribution des fonds .....                                      | 26         |
| Section 2 - Des régimes de responsabilité peu effectifs.....                                | 35         |
| § 1 - Une réglementation spécifique pour une responsabilité distincte .....                 | 36         |
| § 2 - Les régimes comparés de responsabilité des GFI .....                                  | 39         |
| § 3 - Une effectivité historiquement limitée des régimes de responsabilité .....            | 47         |
| <b>Chapitre 2 - L'émergence d'une responsabilité climatique en gestion collective</b> ..... | <b>52</b>  |
| Section 1 - Les nouvelles obligations climatiques des gérants de fonds .....                | 52         |
| § 1 - La soft law de l'investissement durable .....   | 54         |
| § 2 - Le droit climatique contraignant .....  | 58         |
| Section 2 - La reconnaissance d'un dommage et d'une action climatique .....                 | 65         |
| § 1 - Le pricing climatique des fonds d'investissement.....                                 | 66         |
| § 2 - La détermination du dommage climatique.....   | 72         |
| § 3 - Les parties et leur intérêt à agir.....   | 78         |
| <b>Chapitre 3 - Une difficile mise en œuvre de la responsabilité climatique</b> .....       | <b>82</b>  |
| Section 1 - Le droit international privé de l'action climatique contre les GFI.....         | 82         |
| § 1 - La juridiction compétente .....   | 83         |
| § 2 - La loi applicable .....   | 86         |
| Section 2 - Les tests de l'action en réparation .....                                       | 92         |
| § 1 - Les critères comparés requis pour la réparation du dommage climatique. ....           | 93         |
| § 2 - La consolidation de l'action climatique contre les GFI .....                          | 106        |
| <b>Conclusion</b> .....   | <b>118</b> |
| <b>Table des illustrations</b> .....  | <b>122</b> |
| <b>Table des matières détaillée</b> .....   | <b>123</b> |
| <b>Références bibliographiques</b> .....  | <b>126</b> |
| <b>Références de sites internet</b> .....   | <b>129</b> |
| <b>Références de jurisprudence</b> .....  | <b>130</b> |
| <b>Annexes</b> .....  | <b>132</b> |

## Introduction

---

*« Le risque que le changement climatique représente pour les entreprises et les marchés financiers est réel et déjà présent. Il est plus important que jamais que les entreprises mènent l'effort pour comprendre et répondre à ces risques et saisir les occasions de construire une économie mondiale plus forte, plus résiliente et durable. »*  
*Michael Bloomberg<sup>1</sup>, président de la Task Force on Climate-related Financial Disclosures<sup>2</sup>*

Après la signature de l'accord de Paris en 2015<sup>3</sup>, et peut-être davantage depuis le début de la pandémie COVID-19, l'urgence climatique est devenue un leitmotiv omniprésent dans les médias, le débat politique et sur les fils d'information financière<sup>4</sup>. Plusieurs initiatives sectorielles et des changements réglementaires majeurs vont avoir une incidence notable sur les activités quotidiennes des gérants de fonds d'investissement. L'industrie de la gestion d'actifs financiers n'est pas passive face à ces enjeux. Le groupe Climate Action 100+, qui regroupe plus de 540 gérants dont l'actif sous gestion s'élève à plus de 51 trilliards de dollars, est une initiative qui vise à s'assurer que les plus grands émetteurs de gaz à effet de serre au monde prennent les mesures nécessaires contre le changement climatique. Les 160 sociétés visées représentent 80 % des émissions industrielles de Gaz à Effet de Serre (GES). Ce groupement utilise des leviers que nous étudierons : engagement dans l'intendance actionnariale (« *Stewardship* »), amélioration de la gouvernance du changement climatique, amélioration de l'information non financière liée au climat.

Alors qu'à ce jour près de 75% des procès climatiques ont été intentés contre des gouvernements, généralement par des ONG ou des particuliers<sup>5</sup>, ce mémoire a pour objet d'étudier la responsabilité juridique des gérants de fonds pour leur incidence climatique, de manière comparée en France, au Luxembourg et au Royaume-Uni.

Dans ce mémoire, nous adopterons une définition large des fonds de placement ou fonds d'investissement, ou (en France) organismes de placement collectif (OPC) en tant qu'organismes de détention collective d'actifs financiers. Depuis l'entrée en vigueur de la

---

<sup>1</sup> Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, juin 2017

<sup>2</sup> Créé à la suite de la COP21 en 2015, le TCFD a remis ses conclusions dans un rapport en 2017

<sup>3</sup> Signé lors de la COP21 à Paris, le 12 décembre 2015 dans le cadre de la CNUCC, Convention-cadre des Nations unies sur les changements climatiques de 1992

<sup>4</sup> Tels que les systèmes Bloomberg et Reuters qui seront décrits en détail plus loin.

<sup>5</sup> Setzer J and Byrnes R (2020) Global trends in climate change litigation: 2020 snapshot. London: Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment and Centre for Climate Change Economics and Policy, London School of Economics and Political Science. Page 9.

Directive AIFM<sup>6</sup>, on distingue les OPCVM<sup>7</sup> des AIFM<sup>8</sup> ; nous ne ferons pas cette distinction sauf à le mentionner expressément. Par souci pratique, nous utiliserons le vocable générique de gérant de fonds d'investissement (GFI) qui correspond au terme le plus répandu dans le secteur, celui d'*Investment Fund Manger, IFM*. Nous ne considérerons donc pas la gestion institutionnelle sous mandat, car celle-ci se caractérise par un équilibre théorique des forces et des connaissances entre les participants. En effet, les investisseurs institutionnels ont un pouvoir de négociation et une capacité à s'informer au moins égale à celle des GFI. Comme nous le verrons plus loin, les contrats d'adhésion (C. civ. art. 1110) et l'asymétrie d'information sont des caractéristiques fondamentales de la gestion collective, les investisseurs étant des individus non-professionnels. Paradoxalement, nous verrons aussi que cette asymétrie peut justifier une translation de responsabilité en vertu du théorème libéral énoncé en 1960 par de R. Coase, professeur de l'école de droit de l'Université de Chicago<sup>9</sup>.

Il nous faudra aussi adopter une définition large et souple de la responsabilité, tout en limitant le champ à la problématique climatique. La problématique de ce mémoire est celle du régime de responsabilité des GFI, par comparaison avec les cas de procès climatiques (CCL) intentés contre les multinationales et les Etats, ainsi que celle de la mise en œuvre d'une telle responsabilité. En raison de l'envergure de leurs organisations et opérations, les GFI ne sont pas nécessairement des acteurs conséquents et directs des changements climatiques ; mais ils investissent dans des acteurs qui peuvent avoir une incidence<sup>10</sup> significative. Quelle est leur part de responsabilité dans les changements climatiques auxquels le monde est confronté ? Peut-on engager juridiquement cette responsabilité ? Dans quel but engagerait-on cette responsabilité ? Serait-ce en vue de renforcer la prévention des dommages, l'adaptation aux changements ou de financer les réparations ?

Les régimes de responsabilité envisageables sont variés : responsabilité civile, pénale, administrative. Selon la définition du Lexique de termes juridiques<sup>11</sup>, la responsabilité civile

---

<sup>6</sup> Directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs. La directive GFIA ou AIFM.

<sup>7</sup> Organismes de placements collectifs de valeurs mobilières

<sup>8</sup> Alternative Investment Funds. Aussi appelés FIA, Fonds d'investissement alternatifs.

<sup>9</sup> COASE R. H., « The Problem of Social Cost » [en ligne], *J. Law Econ.*, 3, [University of Chicago Press, Booth School of Business, University of Chicago, University of Chicago Law School], 1960.

<sup>10</sup> Nous préférons le terme d'« incidence » à celui d'« impact ».

<sup>11</sup> DEBARD Thierry et GUINCHARD Serge, *Lexique des termes juridiques 2020-2021 - 28e ed.*, Dalloz, 2020.

est la « responsabilité dont l'objet est la réparation du dommage causé à autrui, soit en nature, soit par équivalent. Elle s'oppose à la responsabilité pénale qui, elle, a une fonction punitive. » A cette approche de droit commun s'ajouteront des notions de droit de l'environnement telle que la responsabilité pour dommage écologique pur, les principes de précaution et de prévention ainsi que le devoir de vigilance. Néanmoins, nous ne disposons pas d'un domaine du droit spécifique à la responsabilité climatique des gérants de fonds. En effet, comme nous le verrons au Chapitre 1 -Section 2 - « Des régimes de responsabilité peu effectifs », les « produits » financiers ne bénéficient pas d'un régime de responsabilité propre, tel que celui des « produits » défectueux<sup>12</sup>. Les fonds ne sont pas non plus soumis au régime de responsabilité objective du droit de l'environnement comme les installations classées. Et pourtant les gérants de fonds vendent des produits et peuvent financer des pollueurs<sup>13</sup>.

Le droit international de l'environnement (DIE), branche du droit international public (DIP), s'est considérablement développé depuis les années 1970. De quelques 170 traités relatifs à l'environnement en 1972, nous sommes passés à plus de 2280 traités environnementaux en 2019<sup>14</sup>. Néanmoins, les résultats obtenus en matière de lutte contre les changements climatiques durant les cinquante dernières années peuvent paraître en retrait par rapport au nombre de réunions, conférences, conventions et organisations qui relèvent du DIE. En effet, les moindres augmentations d'émissions de gaz à effet de serre (GES) depuis l'entrée en vigueur du protocole de Kyoto (2005) ont été attribuées à la crise financière mondiale (2008-2012) ainsi qu'à la pandémie COVID-19 (2020-2021). De même, les contributions nationales annoncées par les états parties à l'Accord de Paris du 12 décembre 2015 placent le climat sur une trajectoire de réchauffement de +2,7° à +3,1° à la fin de ce siècle. Pour limiter le réchauffement à 1,5 °C ou rester en dessous de 2 °C, comme l'exige l'Accord de Paris, le monde doit réduire la production de combustibles fossiles. Mais au 31 décembre 2020 les Contributions Déterminées au niveau National des pays d'ici 2030

---

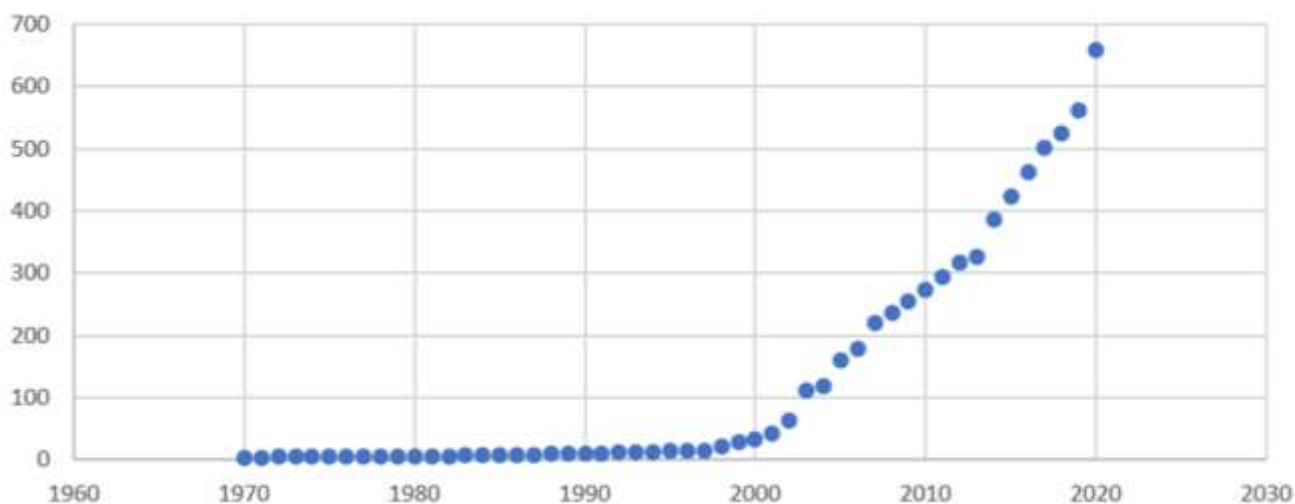
<sup>12</sup> Au sens de la Directive 85/374/CEE du Conseil du 25 juillet 1985 relative au rapprochement des dispositions législatives, réglementaires et administratives des États membres en matière de responsabilité du fait des produits défectueux. JOCE L 210 du 7.8.1985, p. 29–33. Article 2 « Pour l'application de la présente directive, le terme « produit » désigne tout meuble, à l'exception des matières premières agricoles et des produits de la chasse, même s'il est incorporé dans un autre meuble ou dans un immeuble. »

<sup>13</sup> Au sens de la Directive 2004/35/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 sur la responsabilité environnementale en ce qui concerne la prévention et la réparation des dommages environnementaux. JOUE L 143 du 30.4.2004, p. 56-75.

<sup>14</sup> Morin, JF., Blouin, C. How environmental treaties contribute to global health governance. *Global Health* 15, 47 (2019).

visent plutôt à produire 120 % de combustibles fossiles en plus de ce qui serait conforme à cet objectif<sup>15</sup>.

Le bilan historique du droit climatique n'est pas satisfaisant. Mais qu'en est-il du bilan du droit de l'investissement responsable ? La base de données de l'UN-PRI, le groupement des Nations-Unis pour l'investissement responsable, répertorie les politiques mondiales d'investissement durable et compte plus de 650 outils législatifs et réglementaires qui soutiennent, encouragent ou exigent des gérants de fonds qu'ils implémentent des mesures de respect des principes environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Plus de 95 % des instruments juridiques existants ont été élaborés depuis l'an 2000, dont 124 instruments nouveaux ou révisés en 2020, le chiffre annuel le plus élevé à ce jour. Voir Figure 1 Nombre global d'interventions réglementaires annuelles liées aux principes ESG.



**Figure 1 Nombre global d'interventions réglementaires annuelles liées aux principes ESG.**

**Source : PRI responsible investment regulation database**

En ce qui concerne le droit du Royaume-Uni, nous traiterons des règles applicables après le 1<sup>er</sup> janvier 2021, date d'entrée en vigueur du Brexit, telles qu'elles ressortent du processus de rapatriement ou « *onshoring* ». La période de transition s'est terminée le 31 décembre 2020 et la législation de l'UE rapatriée au Royaume-Uni s'applique désormais. L'*onshoring* est le processus de modification de la législation de l'UE et des exigences réglementaires afin qu'elles fonctionnent au Royaume-Uni. Ceci inclut la législation de l'UE directement applicable comme les règlements et décisions de l'UE qui font partie du droit

<sup>15</sup> SEI, IISD, ODI, E3G, and UNEP. (2020). The Production Gap Report: 2020 Special Report. <http://productiongap.org/2020report>

britannique en vertu de la loi de 2018 sur l'Union européenne (Brexit Law) maintenant que la période de transition du Brexit est terminée. Le Gouvernement Britannique et la Financial Conduct Authority (FCA) ont procédé au rapatriement de la réglementation applicable et une période de transition reste ouverte jusqu'au 31 mars 2022 pour certaines règles que nous signalerons le cas échéant<sup>16</sup>.

Qu'en est-il des actions en responsabilité intentées contre les GFI ? Celles qui nous intéressent ici sont principalement les actions en responsabilité visant à la réparation de pertes financières ou du préjudice écologique. Nous laisserons de côté la majeure partie des développements qui ont attiré au droit de la concurrence et à la réglementation de la conformité (lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme, thèmes liés à la « compliance ») en ce qu'ils ne concernent pas directement la prévention ou la réparation d'un dommage lié aux fonctions d'allocation d'actifs et de gestion de portefeuille. En effet, la question de la responsabilité climatique des GFI se pose principalement dans le cadre des décisions de gestion qu'ils prennent au quotidien. Or le rôle principal d'un gérant de fonds est d'allouer ces fonds à des investissements. C'est dans ce rôle que leurs décisions ont une incidence sur l'environnement et le climat.

Nous n'étudierons pas en détail la responsabilité des sociétés émettrices de titres dans lesquelles les GFI investissent l'argent de leurs clients. Cette responsabilité évolue rapidement en Europe et dans le Monde ; citons simplement la décision du Tribunal de La Haye (Pays-Bas) du 26 mai 2021, saisi par les Amis de la Terre Pays-Bas (Milieudefensie)<sup>17</sup>, obligeant le groupe Shell à réduire ses émissions de CO2 de 45 % avant 2030 par rapport à 2019. Cette décision notable inclut les émissions de Scope 3 (GHG Protocol)<sup>18</sup>. La responsabilité climatique qui nous intéresse ici n'est pas directement celle des entreprises mais celle des gérants qui prennent quotidiennement les décisions d'acheter, de conserver ou de vendre les titres en question. Ce sont les décisions d'allocation d'actifs au sein de leurs portefeuilles. Les entreprises émettrices sont dites « sous-jacentes » au fonds d'investissement. Leurs titres sont les éléments constitutifs du fonds et ils en constituent le

---

<sup>16</sup> FCA, Onshoring and the Temporary Transitional Power 31/12/2020, <https://www.fca.org.uk/brexit/onshoring-temporary-transitional-power-ttp>

<sup>17</sup> Corequérants : ActionAid Pays-Bas, Both Ends, Fossil Free Pays-Bas, Greenpeace Pays-Bas, les Jeunes Amis de la Terre Pays-Bas, Waddenvereniging et plus de 17 000 citoyens néerlandais.

<sup>18</sup> *GHG Protocol, Green House Gas Protocol*, protocole de gaz à effet de serre lancé en 1991 par deux ONG, le World Resources Institute (WRI) et le World Business Council for Sustainable Development (WBCSD). LE GHG Protocol permet de calculer l'empreinte climatique d'un service, un produit, une entre[prise, un état. Le Scope 3 (ou étendue de niveau 3) est l'empreinte la plus large, elle inclut celles des fournisseurs de l'entreprise et des utilisateurs du produit ou service.

portefeuille. Se poseront alors des questions cruciales quant à la responsabilité du GFI pour les actes des entreprises sous-jacentes qui ont une incidence négative sur le changement climatique. Il nous faudra pour cela nous référer aux mécanismes financiers de l'investissement. Les gérants de fonds interviennent principalement sur le marché secondaire de titres. En ce sens, ils ne financent directement aucune activité ou projet des entreprises (sauf dans les cas de souscription à une augmentation de capital ou à un emprunt obligataire). Le financement des actions des entreprises est assuré par le marché primaire lors de l'émission de titres obligataires ou de capital social. Après cette émission primaire, les marchés de capitaux recyclent les titres sur les marchés secondaires<sup>19</sup>. Les GFI ne financent donc aucune action, omission et aucun comportement des entreprises qui causeraient des dommages climatiques. Nous devons donc justifier du rôle causal de l'investissement secondaire sur les marchés de capitaux.

Nous n'évoquerons que très rapidement l'impact climatique des GFI pour leurs propres opérations, qui sont en tout état de cause ténues en comparaison de celles des sociétés qu'elles/ils ont en portefeuille.

Nous verrons aussi que le droit appréhende mal la responsabilité de droit commun des gérants pour leurs décisions d'investissement dans les trois pays étudiés. Comme en matière de responsabilité climatique, là non plus le bilan n'est pas très satisfaisant. En France par exemple, seules une dizaine de décisions au cours de ce siècle concernent la réparation du préjudice financier de souscripteurs de fonds. Nous verrons aussi que les juges ne sont pas en mesure d'analyser les mécanismes de calcul de valorisation, et donc de détermination des prix (pricing), et qu'ils se limitent à indemniser les victimes de pertes nominales à défaut de pouvoir calculer la répartition *ab initio* des éléments de valeur d'un produit financier. Le rapport risque / rendement<sup>20</sup> n'est que peu souvent évoqué en justice ; encore plus rarement calculé. La première conséquence est que nombre de décisions d'allocation d'actifs dommageables pour l'investisseur, contraires à son profil de risque, contraires à l'information qui lui a été fournie et profitables dès la souscription pour le distributeur ou le gérant ne sont pas sanctionnées par les juges. La seconde conséquence est que le principe de réparation intégrale du préjudice n'est pas respecté. Nous décrirons

---

<sup>19</sup> BREALEY Richard A. et MYERS Stewart C., *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill, 1996. Chap. 4-1, page 58.

<sup>20</sup> Nous nous référerons à la théorie du modèle de détermination du prix du capital (CAPM) de W.F. Sharpe, in « Capital Asset Prices : A theory of market equilibrium under conditions of risk », *Journal of Finance*, 19 :425-442 (September 1964).

donc plus loin le schéma d'ensemble de la chaîne de valeur des GFI, en incluant les notions de valorisation, de pricing, de frais et de primes. Nous nous référerons à la théorie classique du portefeuille de H.M. Markowitz pour décrire le couple risque / rendement<sup>21</sup>.

Cette étude de la réparation du dommage financier causé à l'investisseur est pertinente pour notre recherche en ce qu'elle concerne les choix d'allocation des gérants ; choix qui impactent la rentabilité, le risque encouru mais aussi le climat. Quel est la part de responsabilité des gérants dans les dommages liés aux CC ? Qu'est-ce qui guide ces choix ? Ces choix sont-ils à même d'engager la responsabilité du GFI ? Nous décrivons comment le juge devra intégrer à sa réflexion un calcul complet de la chaîne de valeur environnementale pour dégager le préjudice intégral subi. La détermination de ce préjudice devra inclure les externalités négatives pigouviennes, caractéristiques des atteintes à l'environnement, ainsi que les meilleures techniques disponibles (MTD) pour le calcul des incidences futures de décisions passées, telles que les trajectoires de concentrations représentatives (RCP) définies<sup>22</sup> par le GIEC. Pour éclairer notre étude, il n'existe que très peu de cas de jurisprudence dans le domaine de la responsabilité des gérants de portefeuilles ou de fonds sur les plus de 1800 procès climatiques référencés par le Sabin Center.

Enfin, cette étude est comparative, en premier lieu par ce qu'« *il est difficile de comprendre l'univers si l'on étudie qu'une planète* » (Miyamoto Musashi, *Le livre des cinq anneaux*, vers 1645). L'approche comparatiste n'est cependant pas seulement intellectuelle ; elle permettra, ici comme ailleurs, de dégager des perspectives nouvelles<sup>23</sup>. Nous nous efforcerons, par cette approche comparatiste, de créer de la valeur et de dégager des propositions et solutions innovantes<sup>24</sup>. Nous verrons que dans les systèmes de Common Law<sup>25</sup>, tel que le Royaume-Uni, la responsabilité des GFI est principalement gouvernée par la théorie des devoirs fiduciaires, « *fiduciary duties* », ainsi que par les dispositions contractuelles spécifiques à chaque fonds et par les obligations réglementaires émergentes. Le Luxembourg, petit pays qui souhaite ménager son importante industrie de

---

<sup>21</sup> MARKOWITZ Harry, « Portfolio Selection » [en ligne], *J. Finance*, 7, 1952, [consulté le 9 mai 2021].

<sup>22</sup> [https://sedac.ciesin.columbia.edu/ddc/ar5\\_scenario\\_process/RCPs.html](https://sedac.ciesin.columbia.edu/ddc/ar5_scenario_process/RCPs.html)

<sup>23</sup> DAVID René, JAUFFRET-SPINOSI Camille et GORÉ Marie, *Les grands systèmes de droit contemporains - 12e ed.*, Dalloz, 2016.

<sup>24</sup> HUSA Jaakko, *A New Introduction to Comparative Law*, Hart Publishing, 2015. Pages 59 et 66.

<sup>25</sup> « Droit commun des pays anglo-saxons », qui résulte non de textes législatifs mais de la pratique des juridictions ». DEBARD Thierry et GUINCHARD Serge, *Lexique des termes juridiques 2020-2021 - 28e ed.*, Dalloz, 2020.



la gestion collective, dont dépend un vaste écosystème (gérants, administrateur, avocats, auditeurs ...), tient une place à part dans cette mouvance européenne. Le Luxembourg est le 2ème plus grand centre de fonds d'investissement dans le monde avec plus de 5 trilliards de dollars d'actifs sous gestion (AUM)<sup>26</sup>. Le pays est leader sur le marché des fonds en Europe, avec 36% de part de marché, ainsi que sur les stratégies d'investissement climatiques. En France et au Luxembourg, nous comparerons les régimes de responsabilité contractuelle ainsi que quasi-délictuelle et spéciale (environnementale). La théorie moderne des portefeuilles nous servira de guide dans l'évaluation des responsabilités liées aux décisions d'investissement. L'Union Européenne (UE) a aussi profondément modifié sa réglementation en matière d'investissement durable. Ces règles européennes s'appliqueront en France et au Luxembourg et certaines resteront valables au Royaume-Uni.

Nous étudierons successivement dans les trois parties de ce mémoire la responsabilité historiquement limitée des gérants d'actifs financiers (Chapitre 1 -), puis l'émergence d'un régime de responsabilité climatique des gérants (Chapitre 2 -) et enfin la mise en œuvre de cette responsabilité (Chapitre 3 -).

---

<sup>26</sup> <https://www.luxembourgforfinance.com/en/financial-centre/asset-management/> consulté le 20 mai 2021.

## Chapitre 1 - Une responsabilité limitée des gérants de fonds

---

Trois aspects de la chaîne de valeur de la gestion collective sont essentiels à la compréhension du secteur par les juristes :

- L'utilité économique et financière, et donc la valeur, des services de gestion collective n'est pas dans un « partage » des investissements ainsi que suggéré dans certains ouvrages juridiques. Une division du risque de chaque investisseur qui partage un portefeuille ne présente aucun intérêt économique car le risque reste le même à proportion de l'investissement. Cette analyse simplement arithmétique est une erreur de conception. L'intérêt des portefeuilles est probabilistique, non arithmétique.

Nous verrons que la diminution du risque ne réside pas dans le « partage » évoqué plus haut mais, d'une part dans la possibilité offerte à chaque investisseur de segmenter son propre portefeuille et en améliorer ainsi le couple risque / rendement, et d'autre part, c'est là l'intérêt majeur de la gestion collective, l'investissement en portefeuille permet de diminuer les déviations standards de performance en associant des covariances distinctes, selon la théorie des portefeuilles de Markowitz. Pour le dire simplement, les performances des sous-jacents dans un portefeuille fluctuent différemment et se compensent partiellement. Un seul investisseur pourrait donc posséder toutes les parts d'un fonds (sans « partager ») et conserver néanmoins tout l'intérêt de ce fonds.

- Il est aussi utile de comprendre comment l'industrie cible les investisseurs avec des produits aussi profitables pour elle qu'inadaptés aux besoins et aux choix des investisseurs. Ces choix sont d'ailleurs orientés et recadrés. De tels écarts sont rarement sanctionnés en justice. Ces aspects sont vitaux pour appréhender les scénarios de comportements possibles du secteur face à l'émergence de nouvelles obligations climatiques. Ils seront essentiels à la détermination des options stratégiques d'action en justice et l'élaboration d'un plaidoyer climatique à l'encontre de la gestion collective.
- Enfin, il faut éviter de sanctifier une partie ou l'autre. Les données de marché depuis un quart de siècle ont démontré que les investisseurs individuels ne sont pas rationnels, qu'ils prennent en principe de mauvaises décisions

d'investissement. Les données plus récentes permettant de comparer les fonds actifs et les fonds passifs tendent à démontrer que les investisseurs professionnels, les gérants de fonds, prennent aussi sur le long terme des décisions de médiocre qualité. Qu'en sera-t'il des décisions d'investissement durable ? Comment les investisseurs choisiront-ils les fonds aux meilleures performances climatiques. Comment les gérants de fonds satisferont-ils à leurs nouvelles obligations climatiques ?

La compréhension de la chaîne de valeur de la gestion d'actif permet d'appréhender les incentives des divers opérateurs qui interviennent dans la gestion de fonds. Il est important de saisir le fonctionnement de la théorie des portefeuilles en ce qu'elle détermine les risques encourus par le GFI et leur adéquation aux profils des investisseurs (Section 1 - ). Ceci permet d'analyser les corrélations entre prix élevés, risques élevés et profilage des investisseurs qui engendrent des préjudices financiers supérieurs à ceux pris en considération par la jurisprudence dans les trois pays étudiés. Nous pourrions alors tenter de saisir la nature financière du préjudice climatique au sein d'un portefeuille de titres.

Comme mentionné en introduction, les GFI ne sont pas soumis à un régime propre de responsabilité. Leurs produits ne sont pas couverts par la Directive sur les produits défectueux<sup>27</sup>, appliquée dans les 3 pays étudiés. Leurs activités ne sont pas non plus couvertes par le droit de l'environnement telles celles des établissements classés<sup>28</sup>. Il nous faudra étudier séparément le régime de régulation, le droit commun de la responsabilité civile ou de « *liability* » (Section 2 -) avant de pouvoir étudier le droit climatique émergent.

Chapitre 1 -Section 1 - Une chaîne de valeur mal appréhendée en droit.

Chapitre 1 -Section 2 - Des régimes de responsabilité peu effectifs.

---

<sup>27</sup> Au sens de la Directive 85/374/CEE du Conseil du 25 juillet 1985 relative au rapprochement des dispositions législatives, réglementaires et administratives des États membres en matière de responsabilité du fait des produits défectueux. JOCE L 210 du 7.8.1985, p. 29–33. Article 2 « Pour l'application de la présente directive, le terme « produit » désigne tout meuble, à l'exception des matières premières agricoles et des produits de la chasse, même s'il est incorporé dans un autre meuble ou dans un immeuble. »

<sup>28</sup> Au sens de la Directive 2004/35/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 sur la responsabilité environnementale en ce qui concerne la prévention et la réparation des dommages environnementaux (JO L 143 du 30.4.2004, p. 56-75).

## **Section 1 - Une chaîne de valeur mal appréhendée en droit**

Nous décrirons dans cette section la théorie des portefeuilles et le couple risque / rendement (§ 1 -) avant d'analyser certains aspects pertinents des processus de production et de distribution des fonds (§ 2 -)

### **§ 1 - La théorie des portefeuilles et le couple risque / rendement**

La répartition de l'actif d'un fonds d'investissement entre diverses classes d'actifs que sont les obligations, les actions, les placements alternatifs (hedge, immobilier, matières premières...) et la trésorerie permet de gérer la volatilité et les pertes du portefeuille. La répartition de l'actif est le pourcentage de l'actif total investi dans différentes catégories d'actifs. On distingue principalement trois niveaux de décision en gestion de portefeuille : l'allocation stratégique, l'allocation tactique et le stock-picking. Répartir ou diversifier le risque en investissant dans différents types de placements permet d'améliorer et d'homogénéiser les performances du fonds. Lorsqu'une classe d'actifs performe négativement, une autre peut compenser cette piètre performance. Chaque grande classe d'actifs possède différentes sous-catégories avec des profils de risque et de rendement différents. Pour obtenir des rendements potentiels plus élevés, il est nécessaire de prendre plus de risques ; c'est en affirmant le contraire ou en induisant les investisseurs à le penser que les banques et les gérants de fonds engagent (mais rarement, nous le verrons) leur responsabilité. Il faut aussi noter que différentes classes d'actifs ont des coûts de fonctionnement différents. Certaines classes sont bon marché, d'autres engendrent des coûts de transaction et de garde plus élevés, ce qui influe sur leur attrait pour les banques, qui perçoivent des frais à divers stades de la production et de la distribution de ces produits.

#### **A - La théorie de Markowitz**

La théorie des portefeuilles est issue d'un article de Harry Markowitz écrit en 1952, « la sélection de portefeuille »<sup>29</sup>. Markowitz a démontré comment un GFI peut réduire la déviation standard des performances de ses portefeuilles en choisissant des titres dont les prix ne fluctuent pas de la même façon.

---

<sup>29</sup> MARKOWITZ Harry, « Portfolio Selection » [en ligne], *J. Finance*, 7, 1952, [consulté le 9 mai 2021].

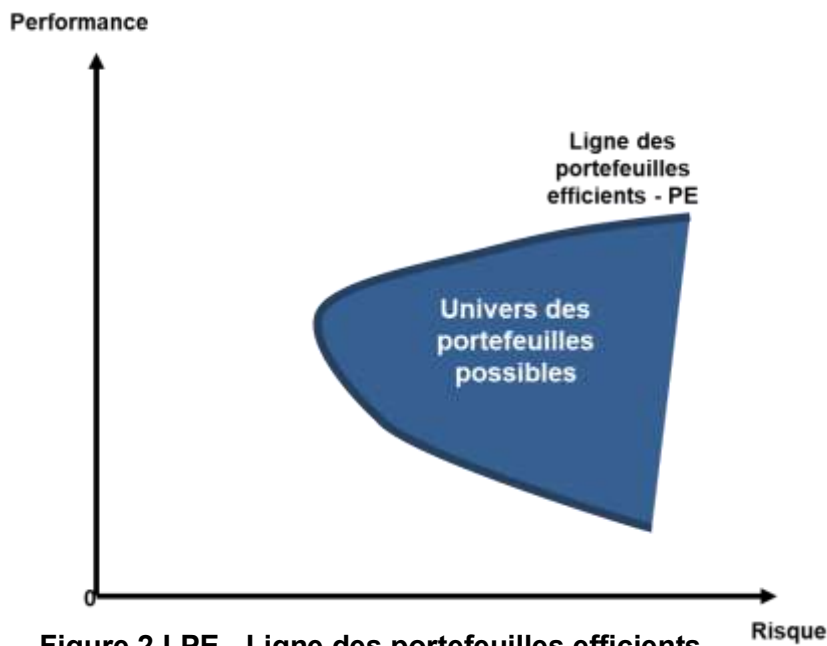


Figure 2 LPE - Ligne des portefeuilles efficients

En combinant divers titres on obtient un univers de performances possibles qui ressemble à un œuf cassé et dont la ligne périphérique constitue l'ensemble des meilleures solutions atteignables, dit « portefeuilles efficients » (Figure 2).

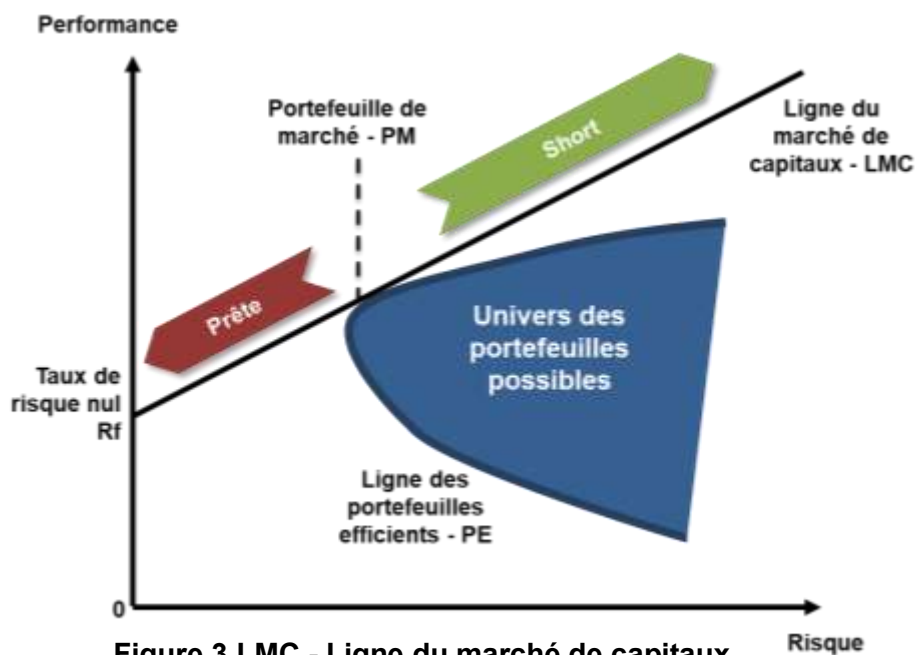
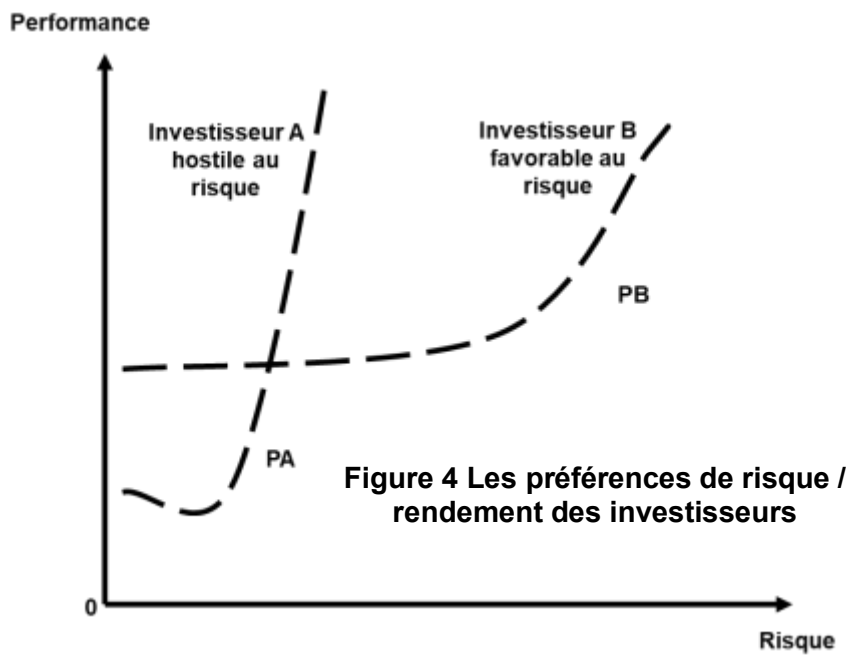
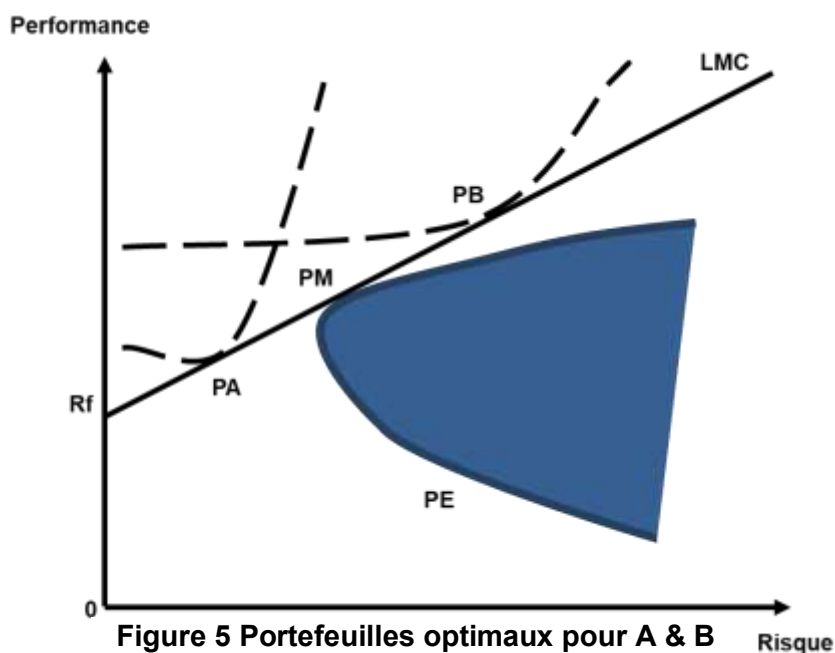


Figure 3 LMC - Ligne du marché de capitaux

En prêtant (investisseur en obligataire) ou en empruntant (investisseur à terme ou short), il est possible d'augmenter l'univers des performances possibles pour un portefeuille à partir d'un portefeuille de marché et le long d'une ligne du marché de capitaux (PM et LMC dans la Figure 3 LMC - Ligne du marché de capitaux).

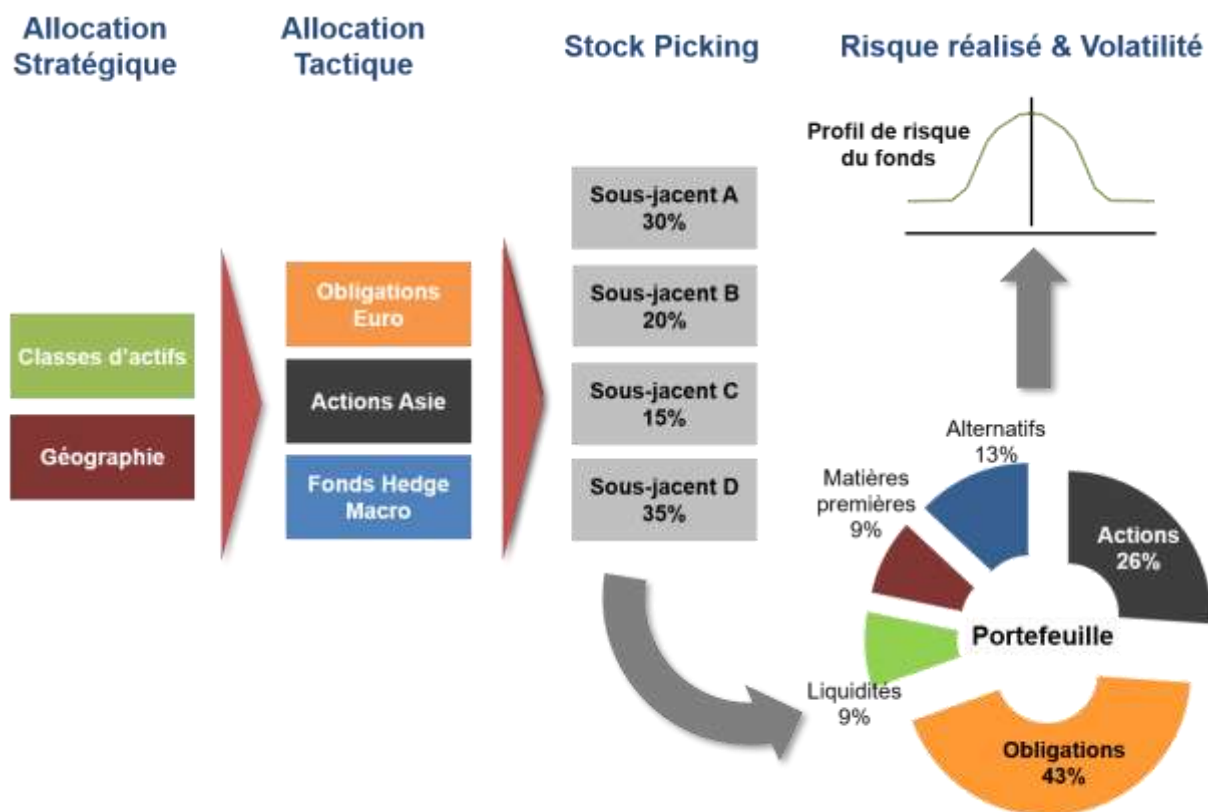


PM est le portefeuille de marché objectif sans prêt ni emprunt. Les portefeuilles représentés en PA et PB, Figure 4, sont des portefeuilles d'investisseurs qui tiennent compte des préférences en matière de risque et de rendement des investisseurs A & B. L'investisseur « A » a moins d'appétence au risque ; par conséquent, plus le risque augmente, plus la pente de la performance qu'il attendrait d'un tel niveau de risque devient abrupte, et même rapidement exponentielle. Passé un niveau de risque, au-delà de sa tolérance raisonnable, il devient impossible pour A de trouver un portefeuille acceptable.



L'investisseur B a davantage d'appétence au risque. Ces courbes représentent les profils de risque de A et B.

PA & PB doivent être le long de la ligne du marché des capitaux (LMC). Tel que représenté dans la Figure 5. Les portefeuilles PA & PB sont à l'intersection de la LMC et des courbes d'indifférence de chaque investisseur (A et B). L'adéquation du profil de risque client avec le portefeuille est représentée de manière graphique sur cette Figure 5. Les deux lignes en pointillés touchent la ligne de marché (LMC) respectivement aux points **PA et PB** ; **hors de ces deux points, la responsabilité du gérant de fonds est engagée**. Cette figure est essentielle au reste de notre étude. PA & PB contiennent différents niveaux de prêt/emprunt. PA & PB doivent ensuite être traduits en classes d'actifs stratégiques, catégories d'actifs tactiques et actions individuelles tel que décrit dans la Figure 6 L'allocation d'actifs et la volatilité des portefeuilles. A l'issue de ce processus, un portefeuille est construit de multiples titres qui ensemble produisent un profil de risque représenté par un graphique de distribution statistique.



**Figure 6 L'allocation d'actifs et la volatilité des portefeuilles**

Il est essentiel de comprendre ce mécanisme de construction de portefeuille pour déterminer l'adéquation des processus et résultats obtenus par les GFI dans la mise en

œuvre de leurs nouvelles obligations climatiques, notamment les obligations de reporting taxinomique, que nous étudierons dans le Chapitre 2 -.

## **B - L'implémentation pratique**

Comme tout modèle économique, celui de Markowitz, dit CAPM – Capital Asset Pricing Model – contient une représentation schématique de la réalité<sup>30</sup>. On ne peut prédire l'avenir et on ne peut penser qu'il existe des investisseurs A et B constants. Les investisseurs changent, ils changent aussi d'opinion avec le temps ou bien ils expriment avec difficulté leurs idées et leurs préférences (voir Annexe 2 « Modèle de questionnaire de détermination du profil d'investisseur d'un client particulier », page 135).

Il ne faut pas confondre le profil de risque du portefeuille de celui de l'investisseur. Les distributeurs de fonds, ou le GFI s'il distribue son fonds directement à des investisseurs particuliers, doivent, en vertu de la réglementation financière européenne et nationale dans les trois pays étudiés, mettre en adéquation les portefeuilles ou produits gérés ou vendus avec les profils de risque des clients. Il ne faut pas non plus déduire de la théorie des portefeuilles de Markowitz que le processus décrit plus haut permet de prévoir la performance future. Nous devons cette fallacie encore très répandue dans le public au déterminisme causal de P.S. de Laplace et à sa description du « Démon de Laplace », un être tout-puissant capable de calculs immenses fondés sur toutes les données du passé, qui lui permettraient de prédire l'avenir,

*« Nous devons donc envisager l'état présent de l'Univers comme l'effet de son état antérieur et comme la cause de celui qui va suivre. Une intelligence qui, pour un instant donné, connaîtrait toutes les forces dont la nature est animée, et la situation respective des êtres qui la composent, si d'ailleurs elle était assez vaste pour soumettre ces données à l'Analyse, embrasserait dans la même formule les mouvements des plus grands corps de l'univers et ceux du plus léger atome : rien ne serait incertain pour elle et l'avenir, comme le passé serait présent à ses yeux. »<sup>31</sup>*

Suivant cette fallacie, l'investisseur peut être trompé s'il est placé dans un processus de vente mal intentionné dans lequel le professionnel auquel il fait face lui « vend » une promesse de performance future, sans lui expliquer clairement ni les risques, ni le coût réel du produit en question. Cette fallacie du Démon de Laplace a été réfutée de plusieurs façons :

---

<sup>30</sup> BREALEY Richard A. et MYERS Stewart C., *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill, 1996. Page 183.

<sup>31</sup> LAPLACE Pierre-Simon, *Essai philosophique sur les probabilités* [en ligne], Bachelier, 1840.



- a) Par la seconde loi de la thermodynamique de Lord Kelvin (1852). L'entropie des systèmes est inévitable. Aucun système ne peut donc perdurer sans éléments nouveaux et imprévisibles.
- b) La théorie du chaos et son équivalent moderne, dite du « signe noir », vulgarisé N.N. Taleb<sup>32</sup>.
- c) Les recherches mathématiques contemporaines sur la croissance des données dans un univers lui-même croissant. La capacité du démon de Laplace à traiter une quantité infinie d'informations nécessiterait une quantité infinie de stockage de données et une vitesse infinie de calcul, qui elles-mêmes nécessiteraient alors la création d'un autre nombre infini d'événements à calculer ... et ainsi de suite.

La clause de non-responsabilité type au bas de la plupart des documents d'information remis aux investisseurs précise généralement que le rendement passé n'est pas un indicateur des résultats futurs. De plus, l'hypothèse financière raisonnable est qu'un produit potentiellement plus performant sera toujours plus risqué et plus coûteux pour l'investisseur. Ce produit présentera aussi un plus grand risque que ses coûts et risques soient cachés ou tout du moins opaques pour l'investisseur. Mais comme nous le verrons dans plusieurs décisions de justice, les réseaux de distribution des produits d'investissement collectif tendent à minimiser les avertissements faits aux investisseurs (petits caractères en bas de page), contrairement à la réglementation en vigueur. L'ensemble de la communication, la publicité, les diverses plaquettes disponibles en agence et bien entendu la communication verbale lors des rendez-vous de vente sont orientés vers une accentuation des rendements escomptés ou passés et une atténuation des informations concernant les coûts et les risques encourus.

La classification du niveau de sophistication et du profil de risque des clients investisseurs est largement fondée sur des hypothèses qui ont été traduites en questions posées par la banque et qui tendent souvent à classer le client comme « sophistiqué » ou à lui attribuer une plus forte appétence pour le risque. Par la formulation de leur questionnaire de profilage, les banques orientent les profils de leurs clients vers des classifications plus agressives, qui leur permettront d'augmenter globalement la proportion de portefeuilles risqués ou tout du moins d'augmenter l'agressivité moyenne pondérée des

---

<sup>32</sup> TALEB Nassim Nicholas et TALEB Nassim Nicholas, *The Black Swan*, Penguin Books, 2010.

fonds et portefeuille qu'elles gèrent. Ce mécanisme de classification est une méthode de taxinomie<sup>33</sup>, c'est-à-dire la même méthode que celle utilisée en matière d'investissement durable (voir Chapitre 2 -Section 1 -§ 2 -B - « Les règles européennes NFRD, SFDR, TR », ci-dessous, page 59).

## **§ 2 - La production et la distribution des fonds**

Les responsabilités juridiques de chaque intervenant dans la chaîne de valeur de la gestion de fonds doivent être distinguées. Cette étude concerne uniquement la responsabilité des gérants de fonds d'investissement.

### **A - L'écosystème de la gestion de fonds**

#### **1. Une chaîne de valeur complexe**

En considérant la Figure 7 Ecosystème d'un fonds d'actifs liquides ou cotés, on comprend que lorsqu'un même opérateur financier assure au sein de son groupe (bancaire) les fonctions de conseiller, mandataire, gérant de fonds, courtier, dépositaire et administrateur, cet opérateur est alors dans une situation de multiples conflits d'intérêts qui peuvent susciter des abus vis-à-vis des clients, ou une distorsion (asymétrie) d'information, ou une captation excessive de valeur. On n'évoquera pas dans cette étude les aspects concurrentiels.

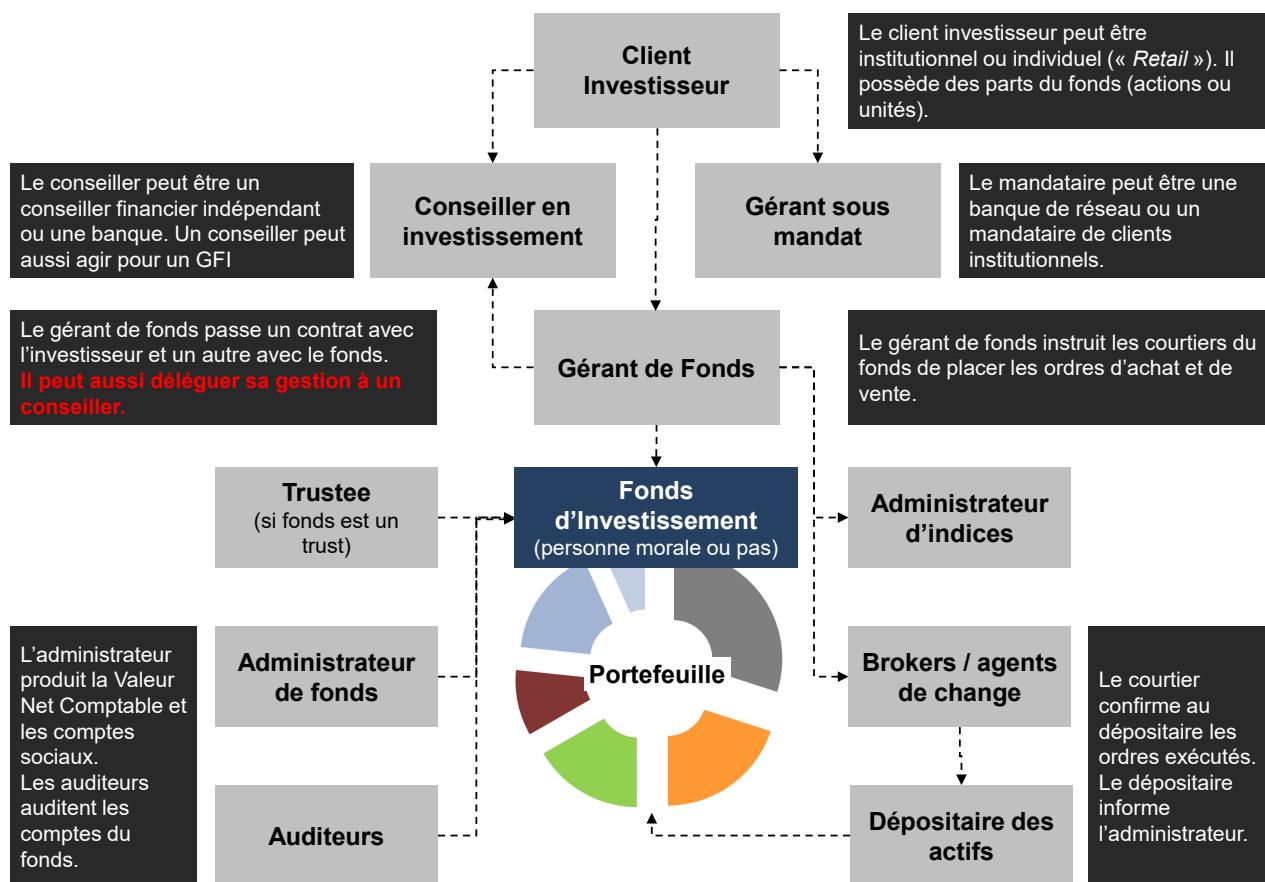
Il est aussi important de comprendre comment cet écosystème influe sur l'allocation des actifs des fonds. Ces décisions d'investissement constituent le principal rôle des GFI, leur raison d'être. Ces décisions affecteront directement l'incidence climatique des portefeuilles, qui sont la somme des titres d'entreprises sous-jacentes, et donc la responsabilité climatique des GFI. Il faut aussi noter que certains gérants délèguent tout ou partie des choix d'investissements à des conseiller externes, ce qui rendra la recherche des responsabilités climatiques plus complexe. L'écosystème décrit à titre d'exemple dans la Figure 7 Ecosystème d'un fonds d'actifs liquides ou cotés, montre de multiples relations contractuelles.

Un investisseur entre en relation contractuelle lorsqu'il achète des parts, ou souscrit à un fonds. Cette relation peut être directe ou intermédiée par une banque ou un réseau de conseillers en gestion de patrimoine. Le gérant peut avoir passé un contrat de conseil avec un consultant en investissement. Il peut avoir souscrit à un contrat de fourniture de données

---

<sup>33</sup> Définition du Petit Robert : Classification d'éléments.

d'un administrateur d'indices. Le gérant ou le fonds (personne morale) passera des accords avec un administrateur, des auditeurs, des avocats, des dépositaires (banques).



**Figure 7 Ecosystème d'un fonds d'actifs liquides ou cotés**

Toutes ces conventions seront potentiellement soumises aux nouvelles obligations climatiques des opérateurs financiers. Compte tenu de la complexité de cet écosystème, il est nécessaire de bien comprendre les modes de calcul et de facturation des divers frais que doit supporter l'investisseur afin de comprendre les incitations des gérants de fonds et de cerner leurs motivations. Ces motivations engagent leur responsabilité juridique.

## 2. L'allocation des plus forts risques aux investisseurs les plus faibles.

La complexité financière de certains fonds d'investissement vendus en réseau résulte de politiques des banques consistant à pousser des produits moins transparents afin de générer des bénéfices cachés aux investisseurs particuliers. Nous nous référons à l'étude essentielle de Claire Célerier et Boris Vallée "What Drives Financial Complexity?" (2013)<sup>34</sup>.

<sup>34</sup> CELERIER Claire et VALLEE Boris, « What Drives Financial Complexity? » [en ligne], *SSRN Electron. J.*, 2013, [consulté le 27 octobre 2020]. Extrait traduit : « Cette recherche examine la relation entre la complexité et la concurrence dans la finance domestique. Nous montrons théoriquement comment les

Cette complication n'est pas nécessairement un signe de sophistication du marché ou d'innovation productive. L'étude couvre la période 2002-2010, elle inclut donc la crise financière de 2008, et 15 pays européens. Il en ressort que plus le produit structuré est complexe, plus il est rentable pour la banque et moins il est performant pour l'investisseur. Ces produits sont profitables pour les banques principalement en raison d'asymétries d'information. Les majorations de coûts cachés sont en moyenne de 2,5 % - en plus des frais d'entrée et de gestion - et elles augmentent avec la complexité / l'opacité du produit. Certains produits ont subi des majorations de 14 %. Les produits structurés sont vendus aux investisseurs, pas achetés par eux - poussés, pas tirés. Moins l'investisseur est sophistiqué, plus les banques vendent des structures complexes. Plus la concurrence entre les banques est grande, plus elles tentent d'accroître l'asymétrie de l'information et les coûts de recherche (pour les clients). Les produits structurés sont intrinsèquement complexes. Cette complexité inhérente les rend incompréhensible à la très vaste majorité des investisseurs et à une très large proportion des conseillers dans les réseaux bancaires. Par conséquent, il est impossible aux banques qui distribuent ces fonds en réseau en Europe de satisfaire aux conditions de de MiFID II<sup>35</sup> et, en France, de l'article L533-13-I du Code monétaire et financier (voir Chapitre 1 -Section 2 -§ 1 - « Une réglementation spécifique pour une responsabilité distincte », page 36).

Le profilage des clients investisseurs, rendu obligatoire en Europe par la directive MiFID<sup>36</sup>, et conservé au Royaume-Uni après le Brexit, est souvent orienté par les opérateurs afin d'augmenter la notation « agressive » des clients. Ceci permet de vendre ou placer des

---

banques avec des parts de marché hétérogènes peuvent utiliser la complexité pour capter un loyer informationnel auprès d'investisseurs peu sophistiqués. Cela génère un impact en forme de U de la concurrence sur la complexité. À l'aide d'une base de données académiquement inexploitée de toutes les émissions européennes de produits structurés au détail depuis sa création, nous fournissons des preuves empiriques de cette prédiction. Lorsque nous calculons la régression de la complexité sur la concurrence, nous observons une relation non monotone. Une régression transversale des pouvoirs du marché des distributeurs montre que les grands opérateurs offrent des produits plus complexes. Nous constatons également que les institutions ciblant principalement les consommateurs peu avertis offrent des produits plus complexes. Ces résultats ajoutent à notre compréhension de l'écart croissant entre la complexité financière et la sophistication des investisseurs, et de la façon dont les banques peuvent l'exploiter stratégiquement à leur avantage.»

<sup>35</sup> Directive 2014/65/UE du 15 mai 2014, art. 25 §2.

Selon l'ESMA, : « Les entreprises devraient être en mesure de justifier les situations dans lesquelles un produit plus onéreux ou complexe est sélectionné ou recommandé plutôt qu'un produit équivalent ». ESMA, Orientations concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MiFID II, 06/11/2018.

<sup>36</sup> Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID), publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 30 avril 2004. Puis MiFID II le 2 juillet 2014.

produits plus rentables pour les opérateurs. Voir l'analyse d'un questionnaire de banque en Annexe 2 (page 135), nous y expliquons comment l'orientation des questions et les déductions proposées par l'opérateur démontrent une tendance directionnelle vers cette classification agressive.

Puisque les réseaux européens et anglais s'affranchissent dans les faits de leurs obligations d'adéquation (de pertinence), nous devons nous interroger sur leur capacité et leur responsabilité à distribuer des fonds d'investissement qui répondent aux objectifs climatiques des investisseurs.

### 3. « Buy high, sell low »

Pour autant, il paraît difficile d'attribuer la responsabilité entière d'un mauvais investissement ou d'un investissement mal adapté à l'investisseur. En effet, les investisseurs individuels (« *retail investors* ») prennent en moyenne, depuis plusieurs décennies au moins, de mauvaises décisions lorsqu'ils décident de vendre des fonds. Par conséquent, pourquoi les GFI ou les banques seraient-elles responsables des pertes réalisées à la vente ou sortie des fonds ? Si l'on se réfère à la théorie de la perte de chance (voir concernant la jurisprudence récente en France), il faut comparer avec la chance qu'aurait eu cet investisseur, avec un certain profil de risque, d'investir dans un produit qui correspond à son appétence et avec des chances raisonnables (faible historiquement) d'en tirer un profit. Le standard de l'investisseur moyen est celui d'une personne qui achète à un mauvais moment et vend au pire moment. Voir les statistiques en ce sens de l'Investment Company Institute (ICI) en Annexe 1 (page 133) et le rapport de Kevin Wang de 2011<sup>37</sup>.

La comparaison faite par les juges avec une chance d'effectuer un investissement hypothétique dans un placement sans risque ne fait pas sens. Cette hypothèse jurisprudentielle ne tient compte ni du profil de risque (réel ou bancaire ?) de l'investisseur, ni de la performance attendue des (mauvaises) décisions d'un investisseur comparable. Pour toutes ces raisons, l'indemnisation du préjudice de l'investisseur devrait être fondée sur le préjudice effectif, calculé comme la différence entre la valeur réelle du produit qui lui a été vendu et le prix total qu'il a payé.

---

<sup>37</sup> WANG Kevin Q., « Buy High and Sell Low » [en ligne], *SSRN Electron. J.*, 2011, [consulté le 10 mai 2021].

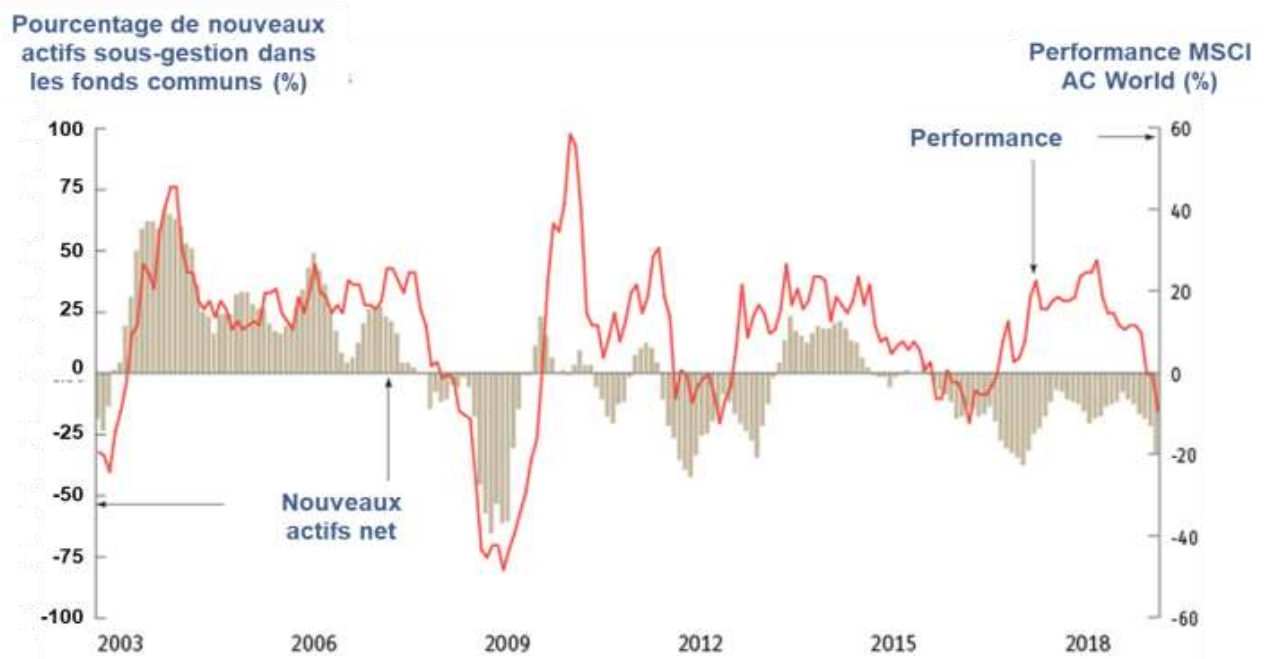


Figure 8 Afflux de nouveaux actifs dans les fonds communs (Etats-Unis) en fonction de la performance du marché. 2003 - 2018

Source : [www.ici.org](http://www.ici.org)

## B - Le pricing des fonds d'investissement

### 1. Les modèles de pricing

Une étude de 2014 par la City University de Londres, intitulée « Face nous gagnons, pile vous perdez »<sup>38</sup>, a clairement identifié un décalage d'intérêts entre l'intérêt des investisseurs et celui des GFI en ce concerne les frais de gestion des fonds. Il n'existe pas de structure unique qui maximise simultanément à la fois l'utilité des investisseurs et celle des gestionnaires. La structure de frais la plus répandue actuellement sur le marché (frais fixes en proportion de l'actif sous gestion) est la meilleure structure pour le gestionnaire et la pire pour l'investisseur.

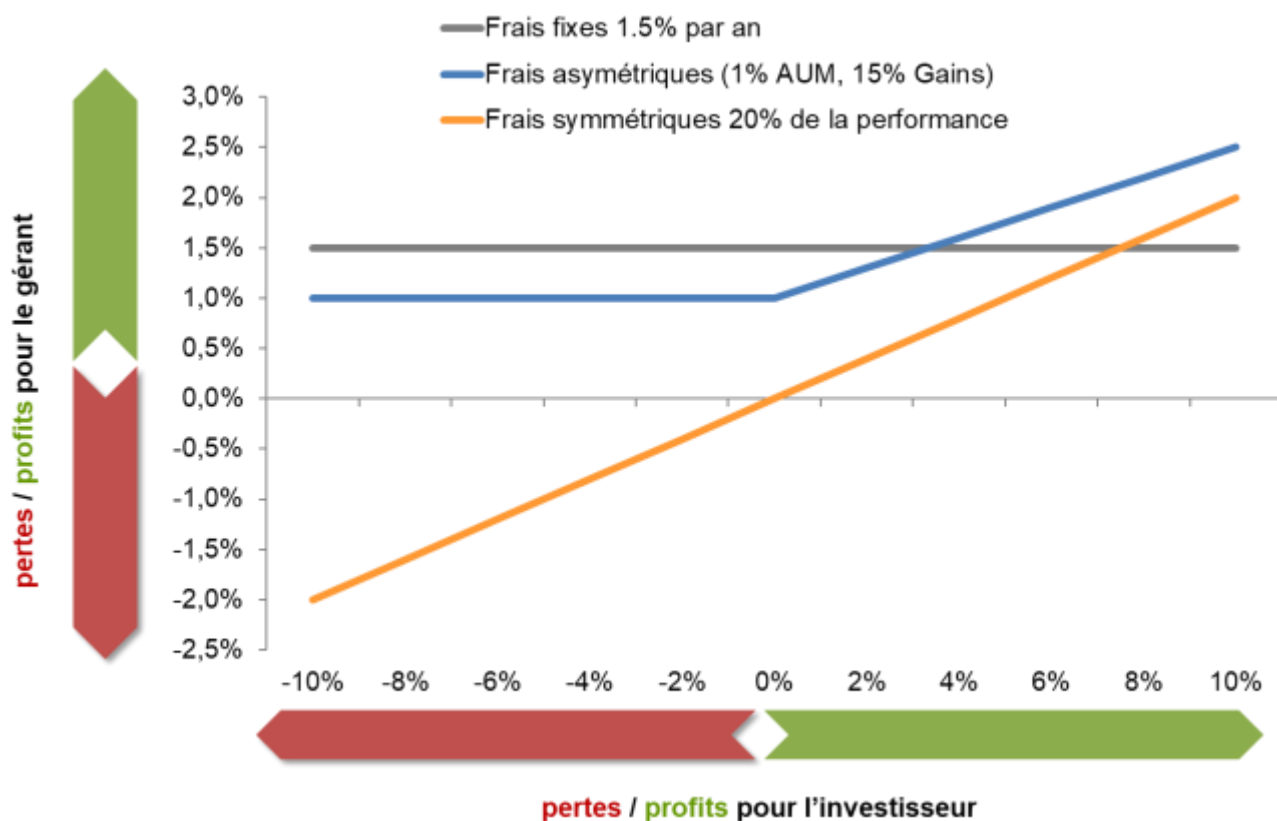
Il existe d'autres structures de pricing, mais elles sont peu utilisées.

- a) Frais asymétriques : frais de base fixes en proportion de l'AUM, plus frais de performance où le gestionnaire gagne une partie de la performance à la hausse.

<sup>38</sup> CLARE Andrew, MOTSON Nick, PAYNE Richard *et al.*, « Heads We Win, Tails You Lose. Why Don't More Fund Managers Offer Symmetric Performance Fees? » [en ligne], *SSRN Electron. J.*, 2014, [consulté le 27 octobre 2020].

- b) Frais symétriques : des frais symétriques calculés sur le rendement du fonds, ce qui signifie que les investisseurs et les gestionnaires partagent à la fois les hausses et les baisses de valeur.

Les trois principales méthodes de calcul des frais sont représentées dans la Figure 9 La dissymétrie des méthodes de calcul des frais de gestion des fonds d'investissement.



**Figure 9 La dissymétrie des méthodes de calcul des frais de gestion des fonds d'investissement.**

A titre d'exemple de structure symétrique, Adage Capital Management facture 0,50 % de l'actif, moins que de nombreux fonds communs de placement gérés activement. Ce GFI ne se paie également que pour les performances qui ont battu le S&P 500. Le gérant prend 20% des gains au-dessus du S&P (bonus) mais ils rembourseront jusqu'à la moitié de ces frais s'ils ne sont pas au niveau de cet indice de référence l'année suivante. Ce système est notable en ce qu'il permet à percevoir tous leurs bonus, même si le fonds perd de l'argent, tant qu'il bat l'indice de référence. Ceci diffère de la méthode de calcul habituelle pour les cas (rares, principalement les fonds alternatifs) où le GFI perçoit un bonus car habituellement, le gestionnaire ne perçoit de bonus que s'il produit des performances absolues positives.

## 2. Les frais sous-jacents des fonds

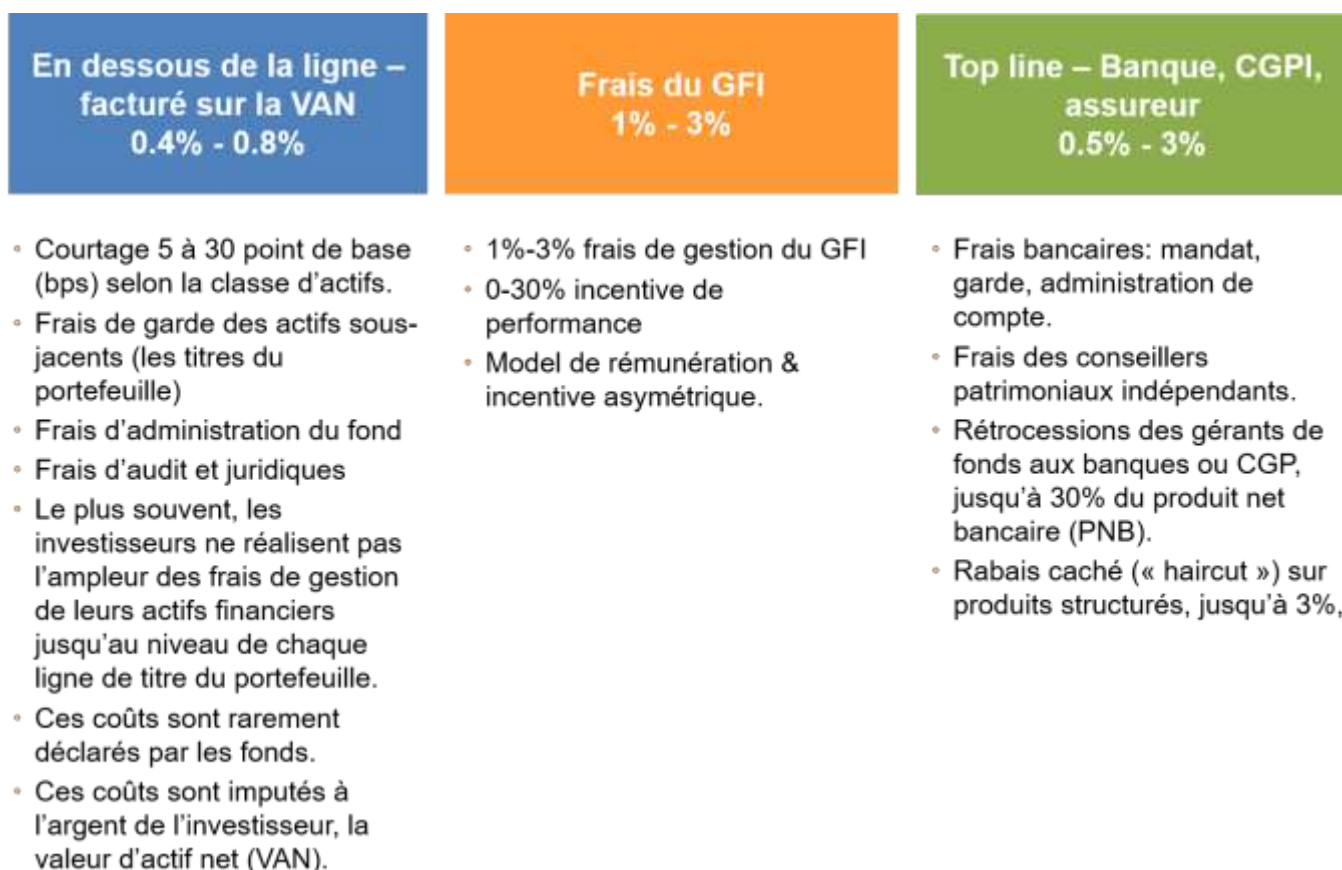
Le ratio total des dépenses, ou Total expense ratio (TER), est une mesure du coût total d'un fonds pour l'investisseur. Les coûts totaux peuvent comprendre divers frais (achat, rachat, audit). Le TER est calculé en divisant le coût annuel total par l'actif total du fonds en moyenne au cours de cette année, et est indiqué en pourcentage. Les coûts « sous la ligne » sont les frais de courtage et les frais de garde, qui sont imputés sur la valeur liquidative des parts du fonds, la valeur d'actif net (VAN). L'investisseur n'a pas nécessairement conscience de ces coûts mais, en vertu de MiFID II, ils doivent lui être déclarés. Ces frais ne doivent pas être ignorés dans le cadre d'une appréciation juridique des obligations contractuelles et des responsabilités des GFI. En effet, la VAN représente, en valeur économique, l'argent de l'investisseur, bien que juridiquement les actifs valorisés sont la propriété du fonds. Ces frais sous la ligne sont bien prélevés sur l'argent du client, ils ne sont pas supportés par le GFI. Dans le cadre d'une action en responsabilité contractuelle, délictuelle, ou sur le fondement de l'*Equity* (Royaume-Uni), ces frais sous-jacents sont une indication des profits supplémentaires qu'a pu réaliser le réseau de distribution du produit financier en question et parfois même une preuve d'avantages excessifs que se serait accordé le GFI (voir les articles du Financial times en Annexe 4, page 143).

Les frais de gestion sont les coûts des gestionnaires de fonds et se composent des frais de gestion annuels en fonction de l'AUM, c'est à dire des frais que la société de fonds facture annuellement pour gérer le fonds. Ces frais sont le prix du service de gestion de portefeuille : la valeur ajoutée du GFI est payée par ces frais, qui constituent le « prix » de la prestation du GFI au sens du Code civil. Ces frais sont déclarés aux investisseurs et souvent soulignés dans les outils de marketing.

Ces observations sont vitales à la compréhension du fondement de la responsabilité des GFI. En effet, la jurisprudence identifie mal le prix réel de la prestation ; en particulier, les juges ignorent totalement la partie cachée du prix des produits financiers lors de demandes d'indemnisation. Par exemple, les rabais sous-jacents (« *haircuts* ») qui sont engrangés par les banques lors du montage de produits structurés ne sont pas réintégrés dans les dommages-intérêts.

Enfin, il y a les coûts « au-dessus de la ligne », ceux que la banque de l'investisseur ou sa plate-forme de fonds lui facture soit comme frais d'administration de son compte de titre, soit comme frais de mandat de gestion. Les frais de garde et de gestion s'empilent pour l'investisseur.





**Figure 10 La chaîne des frais supportés par l'investisseur en fonds commun de placement.**

On comprend pourquoi les réseaux bancaires, qui peuvent percevoir certains de ces frais de courtage, pour leur division banque d'investissement, ainsi que certains frais au-dessus de la ligne, pour leur réseau d'agences, ont intérêt à orienter le profilage de leur clientèle afin d'obtenir davantage de profils clients « agressifs ». Il en résultera des possibilités pour ces banques d'orienter ces clients dits « agressifs » vers des portefeuilles à plus forte rotation (actions majoritaires) qui génèrent plus de frais de courtage (pour leurs salles de marché), des frais de gestion plus élevés (1% en action contre 0,30% en obligations), et des frais de mandat supérieurs. Comme nous le verrons, c'est l'ensemble de ce comportement qui est fautif et devrait donner lieu à indemnisation des clients, non seulement les rares cas où une perte financière est avérée et si l'information fournie au client était trompeuse. Cette orientation du profilage est un aspect à comprendre et surveiller dans le cadre de la mise en place en 2021 du profilage climatique des investisseurs et des nouvelles obligations climatiques des gérants de fonds.

Les rares décisions jurisprudentielles en France, au Luxembourg et au Royaume-Uni concernent des produits structurés, que nous étudierons plus tard ou des fraudes (Madoff

en 2009). Nous avons décrit plus haut comment les banques cachent les coûts réels de ces produits et ciblent des clients vulnérables.

### 3. Les frais additionnels des fonds

Dans les trois juridictions étudiées ici, les distributeurs de fonds, banques ou conseillers indépendants, sont autorisés à percevoir des frais de mandat qui s'ajoutent alors au frais des gestion des fonds.

En revanche, les directives MiFID I et MiFID II règlementent strictement les rétrocessions perçues par ces mêmes prestataires.

Dans son rapport thématique d'avril 2014<sup>39</sup>, l'autorité de conduite financière du Royaume-Uni (FCA), a indiqué que les banques et conseillers indépendants n'informaient pas correctement leurs clients des frais supplémentaires dus à leurs services de conseil (en plus des frais de gestion des fonds).

*« Nous avons constaté qu'une forte proportion de firmes ne divulguent pas correctement aux clients le coût de leurs conseils, le type de service qu'elles offrent (c.-à-d. indépendant ou restreint) et la nature du service qu'elles fournissent. En particulier, 73 % des firmes n'ont pas fourni les renseignements génériques requis sur la façon dont elles facturent des conseils et/ou n'ont pas confirmé clairement le coût précis des conseils à leurs clients individuels en temps opportun. Par exemple, moins de la moitié (42 %) des entreprises interrogées ont donné à leurs clients des renseignements génériques clairs sur le coût des conseils, et seulement la moitié des entreprises interrogées ont clairement expliqué combien de conseils coûteraient aux clients en tant que particuliers. »*

En France, les visites mystères réalisées par l'AMF en 2021 l'ont conduite à modifier sa position<sup>40</sup> concernant les commissions perçues par les banques pour placement de fonds. Les banques perçoivent en effet des rétrocommissions, sortes de marges-arrières, de la part des GFI sans toutefois que leurs clients en soient pleinement informés. Les visites de l'AMF ont révélé que les banques françaises manquent d'informer les prospectus des frais encourus dans une visite sur deux et que les conseillers mettent en avant les rendements escomptés mais pas les risques. Conformément à l'article L. 533-12-4 du code monétaire et financier : « Le client est clairement informé de l'existence, de la nature et du montant du paiement ou de l'avantage mentionné au premier alinéa ou, lorsque ce montant ne peut pas être établi, de son mode de calcul, d'une manière complète, exacte et compréhensible avant

---

<sup>39</sup> UK Financial Conduct Authority, Thematic Review 14/6, April 2014

<sup>40</sup> AMF 14 avril 2021, Position-recommandation DOC-2013-10

que le service d'investissement ou le service connexe concerné ne lui soit fourni. ». L'AMF a rappelé dans sa Lettre de l'observatoire de l'épargne de mars 2021<sup>41</sup> que :

*« La transparence sur ce service, la délivrance au bon moment d'une information complète sur les frais, sa clarté (qui reste perfectible), mais aussi sa bonne utilisation par les investisseurs, constituent des enjeux essentiels de protection de l'épargne. »*

Il pourra être fait un parallèle entre le manque de transparence sur les frais et charges et le *Greenwashing* que nous étudierons au Chapitre 2 -Section 2 -. Les frais et la transparence, éléments essentiels de l'intégrité des services financiers influent aussi sur le profil de risque / rendement des portefeuilles et leur profil climatique. La transparence apparaît comme un élément essentiel à la fois pour garantir (ou améliorer) l'intégrité parfois contestée des acteurs de la gestion collective ainsi que comme levier de lutte contre le *Greenwashing*.

Face à un secteur financier complexe, les investisseurs souffrent d'une asymétrie d'information et d'un pricing défavorable pour lesquels le droit positif doit leur offrir une protection que nous étudierons dans la Section 2 -.

## **Section 2 - Des régimes de responsabilité peu effectifs**

Dans les trois pays étudiés, la responsabilité des gérants de fonds repose d'une part sur le mandat de gestion, qui est un contrat passé entre le GFI et le fonds d'investissement (voir Figure 7 Ecosystème d'un fonds d'actifs liquides ou cotés en page 13) et qui génère des obligations de loyauté et de professionnalisme / de moyens et d'autre part sur des obligations extracontractuelles qui sont distinctes en droit civil (France, Luxembourg) et en Common Law (Royaume-Uni).

Nous étudierons en premier lieu le cadre juridique de cette responsabilité (§ 1 -), puis nous aborderons les régimes comparés de responsabilité des GFI (§ 2 -), avant d'examiner la mise en œuvre effective de cette responsabilité (§ 3 -).

---

<sup>41</sup> LA LETTRE DE L'OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE de l'AMF No 42 mars 2021. loe-42-corrige.pdf (amf-france.org)

## § 1 - Une réglementation spécifique pour une responsabilité distincte

### A - Une activité sous tutelle

Dans les trois juridictions étudiées, les activités des gérants de fonds d'investissement sont soumises à plusieurs autorités de tutelle. Les autorités principales de supervision des GFI et des structures de fonds dans les trois pays étudiés sont :

- En France l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), créée en 2003 et régie par les art. L621-1 s. C. mon.
- Au Luxembourg la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), créée par la loi organique du 23 décembre 1998<sup>42</sup>.
- Au Royaume-Uni, l'autorité de supervision principale des GFI est la Financial Conduct Authority (FCA) créée par le Financial Services Act de 2012<sup>43</sup>.

La plupart des règles applicables aux marchés de capitaux en vertu du droit européen restent applicables au Royaume-Uni. Le Royaume-Uni a quitté l'UE le 31 janvier 2020 et est entré dans la période de transition du Brexit. Pendant la période de transition, qui a pris fin le 31 décembre 2020, le droit de l'UE continuait de s'appliquer au Royaume-Uni. Depuis le 31 décembre 2021 les règles rapatriées seules s'appliquent. Cette « *retained EU law* » inclue tous les règlements et décisions de l'UE applicables au Royaume-Uni avant le 31 décembre 2020, qui font partie du droit britannique en vertu de la loi de 2018 sur l'Union européenne (Brexit Law). Par conséquent, le règlement SFDR n'est pas applicable au Royaume-Uni.

### B - Une responsabilité distincte de celle des sous-jacents

Nous étudierons la responsabilité des gérants de fonds, organismes de gestion des actifs possédés par les fonds. Voir Figure 7 Ecosystème d'un fonds d'actifs liquides ou cotés (page 27). Les gérants gèrent l'AUM des fonds. Nous ne nous attacherons pas à la responsabilité des fonds eux-mêmes, considérant qu'ils n'ont pas le contrôle des décisions d'allocation de leurs actifs et leurs organes sociaux ont des pouvoirs réduits<sup>44</sup>. Les cas

---

<sup>42</sup>Loi du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier (Mém. A 1998, N°112) modifiée par la loi du 30 mai 2018 relative aux marchés d'instruments financiers (Mém. A 2018, N° 446).

<sup>43</sup> Modifié par le Financial Services Act du 29 avril 2021, <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2021/22/contents/enacted>

<sup>44</sup> Exemple pour les SICAV, l'article L214-7-2 C. mon. déroge au Code de commerce : pas de quorum, mandats multiples autorisés, préavis courts, pas de choix d'affectation des bénéficiaires, pas de droits préférentiels de souscription.

exceptionnels dans lesquels le fonds gère lui-même ses actifs seront assimilés à un GFI, comme le précise par exemple en France l'art.L214-7-1 al.3 C. mon. :

*« Lorsque la SICAV ne délègue pas globalement la gestion de son portefeuille telle que mentionnée au premier alinéa, elle doit remplir l'ensemble des conditions applicables aux sociétés de gestion d'OPCVM et se conformer aux obligations applicables à ces sociétés, sous réserve des dispositions de l'article L. 214-7. »*

Nous n'examinerons pas non plus la responsabilité des investisseurs, pour qui le principal mode d'expression de leurs contestations concernant la gestion des fonds est la vente ou le rachat de leurs parts<sup>45</sup>.

Dans les trois juridictions étudiées dans ce mémoire, les sociétés émettrices de capitaux et les fonds qui possèdent certains de leurs titres sont des personnes juridiques distinctes, avec des droits et obligations séparés. La responsabilité climatique des sociétés figurant dans le portefeuille du GFI n'est pas en principe celle du gérant. Ceci est un principe fondamental en droit civil comme en Common Law. En droit civil, on parle de la fiction juridique de la personnalité morale<sup>46</sup>. En Common Law on parle de voile social, « corporate veil ».

Conformément au Code civil français : (C. civ. art. 1842) la Cour de cassation précise que :

*« Il est de l'essence des sociétés civiles aussi bien que des sociétés commerciales de créer, au profit de l'individualité collective, des intérêts et des droits propres et distincts des intérêts et des droits de chacun des membres ».Req. 23 février 1891<sup>47</sup>.*

Ce que reprend le Code civil Luxembourgeois modifié par la Loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales<sup>48</sup>, art.2 : *« Chacune d'elles constitue une individualité juridique distincte de celle des associés. »*

Au Royaume-Uni, les juges ne « soulèvent le voile » qu'en cas d'utilisation de la personnalité juridique à des fins frauduleuses. *Salomon v A Salomon & Co Ltd* [1896] UKHL 1, [1897] AC 22.

*« Dans un sens juridique strict, l'entreprise peut devoir être considérée comme l'affaire de la société; mais si à un jury il était demandé, à qui était-ce? il dirait « à Aron*

<sup>45</sup> COURET Alain, NABASQUE Hervé Le, COQUELET Marie-Laure *et al.*, *Droit financier*, Dalloz, 2019. Page 716.

<sup>46</sup> DEBARD Thierry et GUINCHARD Serge, *Lexique des termes juridiques 2020-2021 - 28e ed.*, Dalloz, 2020. Page 796.

<sup>47</sup> Req. 23 février 1891, DP 91. 1. 337, S. 92. 1. 73. CAPITANT Henri, TERRÉ François et LEQUETTE Yves, *Les grands arrêts de la jurisprudence civile T1 - 13e ed.*, Dalloz, 2015. No 19.

<sup>48</sup> <http://legilux.public.lu/eli/etat/leg/loi/1915/08/10/n1/jo>

*Salomon » , et il aurait raison, s'il entendait par là que le bénéficiaire de l'entreprise était le sien.»*

Comme indiqué précédemment (voir Introduction), les gérants de fonds ne financent pas nécessairement directement les activités des entreprises sous-jacentes. Les fonds de Private Equity (PE), qui investissent dans des titres non-négociables, peuvent être considérés comme finançant directement les activités des entreprises. Les fonds de PE sont généralement à l'origine des projets et plans d'investissement des sociétés qui font appel à eux. En ce sens, leur responsabilité pour les torts causés par ces entreprises pourrait être plus directe car ces fonds ont bien entendu connaissance, ou doivent avoir une connaissance détaillée des décisions prises et stratégies adoptées par les entreprises qu'ils possèdent et contrôlent.

Les fonds de capitaux publics, eux, interviennent après le financement initial de projets. Les fonds de titres cotés interviennent sur les marchés réglementés<sup>49</sup>, principalement secondaires. Le rôle des marchés secondaires est d'assurer le succès des marchés primaires en offrant une voie de recyclage des capitaux<sup>50</sup>. C'est la liquidité des marchés secondaires qui attire les investisseurs sur les marchés primaires. Les fonds de capitaux publics sont donc « responsables » de la mise à disposition de capital social ou de dette pour les entreprises sur les marchés primaires.

Mais cette mise en cause d'une responsabilité « indirecte » contreviendrait au principe de la personnalité juridique séparée des GFI en l'absence de critères de mise en cause de la responsabilité pour autrui dans les trois droits étudiés. En droit français, l'article 1242 du Code civil, dispose en son alinéa 1er que :

*« On est responsable non seulement du dommage que l'on cause par son propre fait, mais encore de celui qui est causé par le fait des personnes dont on doit répondre, ou des choses que l'on a sous sa garde »*

---

<sup>49</sup> Les marchés réglementés sont définis en France et au Luxembourg par MiFID II : MiFID II (Directive 2014/65/EU) (Article 4(1)(21) : « ) «marché réglementé», un système multilatéral, exploité et/ou géré par un opérateur de marché, qui assure ou facilite la rencontre – en son sein même et selon ses règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur des instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de ses règles et/ou de ses systèmes, et qui est agréé et fonctionne régulièrement conformément au titre III de la présente directive. » (France : C. mon. art. L421-1 s. ). Au Royaume-Uni un marché règlementé est « ...un marché de capitaux déclaré par une ordonnance de reconnaissance en vigueur...». Lesdites ordonnances sont promulguées par la FCA en vertu de l'article 290 du Financial Services and Markets Act 2000.

<sup>50</sup> Functions of Secondary Market. (2017, Mar 07). <https://phdessay.com/functions-of-secondary-market/>

La Cour de cassation française, dans ses arrêts Blieck<sup>51</sup> et Société La Sauvegarde<sup>52</sup>, a limité les cas de responsabilité du fait d'autrui aux situations dans lesquelles une personne a « accepté la charge d'organiser et de contrôler, à titre permanent, le mode de vie » d'autrui ou a pour « mission d'organiser, de diriger et de contrôler l'activité » d'autrui. Les gérants de fonds ne contrôlent pas de manière permanente l'activité des entreprises dans lesquelles ils investissent. Il pourrait néanmoins en être autrement dans le cas où le rôle de « bonne intendance » (« *stewardship* ») serait assuré de manière trop directive par un gérant.

L'article 1384 du Code civil luxembourgeois reste similaire à l'ancien article 1384 C. civ. La responsabilité du fait d'autrui y étant strictement délimitée, les GFI ne sont pas responsables des actes ou omissions des entreprises dont les titres composent leurs portefeuilles.

Au Royaume-Uni, le « tort » de « *vicarious liability* »<sup>53</sup> ou « *imputed negligence* » par connexion étroite<sup>54</sup> nécessite une relation spéciale entre le responsable et la tierce personne, telle qu'une relation entre parents et enfants ou employeur et employé. Il n'existe pas de responsabilité spéciale des gérants de fonds pour les négligences des entreprises en portefeuille.

Enfin, nous ferons ici exception des cas hypothétiques où le gérant serait complice ou agirait de concert avec une entreprise dans un cadre de responsabilité pénale.

Nous étudierons donc la responsabilité propre des gérants de fonds, celle qu'ils encourent pour leurs activités de gestion de portefeuille.

## § 2 - Les régimes comparés de responsabilité des GFI

Les actions en responsabilité contre les gérants de fonds peuvent être classées en trois catégories : actions contractuelles, fiduciaires et délictuelles.

### A - Les obligations contractuelles

Dans la mesure où il existe un contrat entre le gérant de fonds et le fonds d'investissement, c'est en premier lieu la responsabilité contractuelle des GFI que les investisseurs devront rechercher en France, au Luxembourg et au Royaume-Uni. Dans les

---

<sup>51</sup> Cass. ass. plén., 29 mars 1991, D. 1991. 324. Blieck. GAJC T2 229.

<sup>52</sup> Cass. ass. plén., 29 juin 2007, D. 2007. Pan. 2346, GAJC T2 230.

<sup>53</sup> "vicarious liability." Collins Dictionary of Law. 2006. W.J. Stewart 17 May. 2021 <https://legal-dictionary.thefreedictionary.com/vicarious+liability>

<sup>54</sup> Lister v Hesley Hall, 7 [2001] UKHL 22, [2002] 1 A.C. 215.

pays civilistes <sup>55</sup> cette action contractuelle évince l'action délictuelle en vertu du principe établi en France par la Cour de cassation dans son arrêt du 11 janvier 1922<sup>56</sup> et toujours au Luxembourg par l'article 1147 du Code civil. Ce n'est pas le cas au Royaume-Uni où, du fait de l'absence en droit commun d'obligations précontractuelles de bonne foi, le co-contractant pourra agir à la fois en inexécution d'une obligation contractuelle et en responsabilité délictuelle par exemple pour défaut d'information ayant incité l'investisseur à souscrire.

Le droit européen applicable dans les 3 pays a défini clairement les obligations précontractuelles et les obligations existantes pendant l'exécution du mandat de gestion.

Les documents initiaux à fournir par les gérants à leurs clients incluent un document d'information initial (DICI ou KIID)<sup>57</sup>, le règlement du fonds et éventuellement les statuts du support<sup>58</sup>. Le DICI doit donner en quelques pages des informations appropriées sur les caractéristiques essentielles du fonds<sup>59</sup> dont plusieurs seront pertinentes pour engager la responsabilité climatique des gérants :

- Dénomination et objectifs de gestion du fonds. Ces deux éléments feront distinctement référence au positionnement climatique du fonds.
- Indicateur de référence, qui est généralement un indice.
- Politique d'investissement incluant la description du profil de risque / rendement.
- Description des frais (souvent incomplète).
- Information sur les performances passées et avertissement sur les performances futures. L'avertissement en particulier prendra une toute autre dimension avec l'inclusion des risques climatiques (voir Chapitre 2 -Section 2 - § 2 -B - « Un préjudice indéniable », page 74).

Le DICI est distinct des informations publicitaires ; même si la distinction est parfois ténue, certaines règles s'imposent et auront une incidence sur la responsabilité climatique

---

<sup>55</sup> CAPITANT Henri, TERRÉ François, LEQUETTE Yves *et al.*, *Les grands arrêts de la jurisprudence civile T2 - 13e ed.*, Dalloz, 2015.

<sup>56</sup> Cass. civ., 11 janv. 1922, GAJC, 12e éd. 2008, n° 181.

<sup>57</sup> Règlement (UE) no 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (Règlement PRIIPs). Précédemment Directive OPCVM IV de 2009.

<sup>58</sup> Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières. JOUE L 302 du 17.11.2009, p. 32–96.

<sup>59</sup> *Mémento Patrimoine 2019-2020*, Francis Lefebvre, 2019. Page 471, no 11605 et s.



des opérateurs, notamment les règles et modèles de présentation des informations publicitaires conformément à MiFID II, et en France à l'art. L533-12 C. mon<sup>60</sup>.

- Les informations de toutes natures doivent être exactes. Les déclarations de politique ESG ou NetZero seront donc contraignantes pour les GFI et leurs distributeurs.
- Les communications publicitaires doivent être distinguées des documents d'information initiaux : « ... *présentent un contenu exact, clair et non trompeur. Les communications à caractère promotionnel sont clairement identifiables en tant que telles.* ».
- Les informations publicitaires doivent être présentées « *sous une forme compréhensible de manière à ce que les clients, notamment les clients potentiels, puissent raisonnablement comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause.* ».
- De plus, les communications de nature publicitaires ne doivent pas omettre des informations essentielles pour la compréhension de l'investissement. Dans un arrêt du 24 juin 2008<sup>61</sup>, la Cour de cassation française impose un devoir de cohérence des documents publicitaires avec le produit financier et sanctionne le FCP Ecureuil Europe 2004, un exemple de fonds structuré complexe qui ciblait des clients non-experts:

*«Attendu que la publicité délivrée par la personne qui propose à son client de souscrire des parts de fonds commun de placement doit être cohérente avec l'investissement proposé et mentionner le cas échéant les caractéristiques les moins favorables et les risques inhérents aux options qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés ; que l'obligation d'information qui pèse sur ce professionnel ne peut être considérée comme remplie par la remise de la notice visée par la Commission des opérations de bourse lorsque la publicité ne répond pas à ces exigences. »*

Le DICI donne une information claire, exacte et non trompeuse permettant à l'investisseur de prendre une décision compte tenu des caractéristiques du fonds. Le DICI n'est pas obligatoire pour les investisseurs professionnels mais la Cour de cassation en France estime que les promesses faites ou engagements pris dans le cadre des documents

---

<sup>60</sup> Modifié par Ordonnance n°2017-1107 du 22 juin 2017

<sup>61</sup> Cass. com., 24 juin 2008, n° 06-21.798, FP P+B+R+I

contractuels par le gérant engage sa responsabilité. La Cour reconnaît par exemple une obligation de résultat des gérants de fonds qui promettaient aux souscripteurs de « fonds turbo » de pouvoir bénéficier de dividendes avec crédit d'impôts, alors que l'administration française avait remis en cause ces crédits. Les gérants ont dû indemniser les investisseurs à hauteur des crédits promis<sup>62</sup>.

Le GFI doit aussi fournir un prospectus (Directive 2009/65/CE). Le prospectus doit décrire la politique d'investissement du fonds (IPS, *Investment policy statement*), qui est essentiellement l'allocation stratégique des actifs (voir Figure 6 L'allocation d'actifs et la volatilité des portefeuilles, page 23) ; elle doit décrire les catégories d'actifs et d'instruments dans lesquels le fonds est investi et leurs contributions respectives à la réalisation de l'objectif de gestion. La politique d'investissement doit aussi mentionner les éventuels indices de référence ainsi que les écarts de suivi. Ce document sera donc essentiel dans l'appréciation de la responsabilité climatique des fonds à indice climatique (voir Chapitre 2 -Section 1 -§ 1 -B - « Les indices climatiques et indices de référence climatiques », page 55).

Les GFI doivent aussi fournir à leurs clients des documents d'information périodiques qui leur permettent de juger de la performance du gérant au regard des documents et informations fournis initialement. Ainsi la FCA impose dans son règlement « COBS 16A : *Reporting information to clients* »<sup>63</sup> :

*« (1) Une firme doit fournir à son client des rapports adéquats sur le service fourni sur un support durable. (2) Les rapports doivent comprendre : a) les communications périodiques au client, en tenant compte du type et de la complexité des instruments financiers ou des produits de placement d'assurance en cause et de la nature du service fourni au client; et b) le cas échéant, les coûts associés aux transactions et aux services entrepris pour le compte du client. Note: article 25(6) de MIFID. »*

Les documents pré- et post-contractuels doivent assurer une adéquation des portefeuilles avec les profils de risque des clients. Les GFI doivent s'assurer que leurs fonds sont adaptés aux investisseurs. Cette adéquation est conçue comme un élément de la gestion des risques financiers encourus par le client, pas comme une réponse à ses convictions (nous verrons que cette approche change avec le risque climatique). Depuis

---

<sup>62</sup> Voir Com. 11 avril 2012, inédit.

<sup>63</sup> <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/16A.pdf>

l'entrée en vigueur de la Directive MiFID II<sup>64</sup> en janvier 2018, les tests d'adéquation ont été renforcés dans les trois pays étudiés. Le questionnaire de connaissances client doit permettre de déterminer le risque qu'il peut encourir en clarifiant les points suivants :

- les connaissances et l'expérience de l'investisseur en matière d'investissement ;
- ses objectifs d'investissement ;
- l'incidence du fonds sur la situation financière de l'investisseur ;
- la tolérance au risque du client ;
- sa capacité à subir des pertes.

En France, la Directive MiFID II a été traduite dans l'article L533-13 - I du C. mon. :

*« En vue de fournir les services mentionnés aux 4 ou 5 de l'article L. 321-1, les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille se procurent les informations nécessaires concernant les connaissances et l'expérience de leurs clients, notamment de leurs clients potentiels, en matière d'investissement en rapport avec le type spécifique d'instrument financier ou de service, leur situation financière, y compris leur capacité à subir des pertes, et leurs objectifs d'investissement, y compris leur tolérance au risque, de manière à pouvoir leur recommander les services d'investissement et les instruments financiers adéquats et adaptés à leur tolérance au risque et à leur capacité à subir des pertes. »*

Dans les trois pays étudiés, c'est au fournisseur de services financiers qu'il appartient de prouver que le produit ou service fourni était en adéquation avec les besoins du client ; ainsi la Cour de cassation française<sup>65</sup> a jugé que :

*« ... (la société) ne justifie pas des éléments d'évaluation précis et concrets sur lesquels elle s'est fondée pour estimer, lors de la souscription du contrat du 18 novembre 1998, que Mme X., institutrice, était une opératrice parfaitement au fait des mécanismes du marché à règlement mensuel exigeant un savoir-faire spécifique... »*

## **B - Les obligations fiduciaires des GFI**

Inconnue en principe du Droit civil<sup>66</sup>, le devoir fiduciaire existe néanmoins en droit financier au Royaume-Uni, dans le domaine de l'*Equity*, ainsi qu'au sein de l'UE.

---

<sup>64</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE. JOUE L 173 du 12.6.2014, p. 349–496

<sup>65</sup> Cass. com., 4 février 2014, 13-10.630, Publié au bulletin

<sup>66</sup> DAVID René, JAUFFRET-SPINOSI Camille et GORÉ Marie, *Les grands systèmes de droit contemporains - 12e ed.*, Dalloz, 2016.

Au Royaume-Uni les gestionnaires de fonds d'investissement ont des obligations fiduciaires envers leurs clients : une obligation de loyauté et une obligation de diligence ou de prudence (« *care* »). L'obligation qui affecte la capacité des GFI à tenir compte des considérations d'ESG dans la gestion des fonds est celle de diligence, c'est-à-dire leur obligation fiduciaire d'agir prudemment et dans un but approprié. Dans *Cowan v Scargill*, un cas 1985<sup>67</sup> en droit des trusts, la division de la chancellerie (celle qui officie en droit des trusts) de la High Court a décidé que le trustee ne peut ignorer l'intérêt financier des bénéficiaires. Le principe de droit commun est donc que les gérants de fonds ont une obligation fiduciaire de faire passer en premier les intérêts financiers des investisseurs. Les gérants ont l'obligation de s'assurer que leurs placements sont gérés dans l'intérêt des bénéficiaires. Les gérants ont aussi l'obligation réglementaire de tenir compte de l'adéquation de chaque placement et de la nécessité de se diversifier. Dans la décision *Martin v Edinburgh District Council*<sup>68</sup>, la cour a néanmoins admis que le trustee pouvait « aussi » tenir compte de principes éthiques si ceux-ci sont compatibles avec ses obligations. En cas de violation de ses obligations fiduciaires, la responsabilité du gérant de fonds peut être engagée cumulativement en droit des contrats et en *Equity*, cf. *SPL Private Finance v Arch Financial Products*<sup>69</sup>.

Le principe de la primauté de l'intérêt du client existe aussi en France<sup>70</sup> et au Luxembourg. Il se traduit pour le GFI par une série d'obligations fiduciaires très proches de celles de la Common Law, dont celles de loyauté et d'honnêteté professionnelle. Suite à la Directive OPCVM V de 2014<sup>71</sup>, elle-même faisant suite à la crise de 2008 et l'affaire Madoff, ces obligations ont été implémentées en droits Français et Luxembourgeois.

*« L'OPCVM, le dépositaire et la société de gestion agissent de manière honnête, loyale, professionnelle, indépendante et dans le seul intérêt de l'OPCVM et des porteurs de parts ou actionnaires de l'OPCVM. Ils doivent présenter des garanties suffisantes en ce qui concerne leur organisation, leurs moyens techniques et financiers, l'honorabilité et l'expérience de leurs dirigeants. »*<sup>72</sup>

---

<sup>67</sup> *Cowan v Scargill* [1984] 3 WLR 501

<sup>68</sup> *Martin v Edinburgh District Council* [1988] S.C.L.R. 90

<sup>69</sup> *SPL Private Finance v Arch Financial Products* [2014] EWHC 4268 [178]

<sup>70</sup> COURET Alain, NABASQUE Hervé Le, COQUELET Marie-Laure *et al.*, *Droit financier*, Dalloz, 2019. Page 684, § 900.

<sup>71</sup> Directive 2014/91/UE du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions. JOUE L257, 28.8.2014, p. 186–213.

<sup>72</sup> C. mon. art L214-9, al. 1<sup>er</sup>.

L'AMF et le Conseil d'Etat<sup>73</sup> français sanctionnent à ce titre les pratiques de roulement dans les fonds, par lesquelles un gérant fait passer un actif sous-jacent d'un fonds à l'autre au préjudice des souscripteurs du premier ou (généralement) du second fonds. Cette pratique est contraire aux intérêts des investisseurs.

Depuis MiFID II, le droit européen a intégré les obligations fiduciaires des gérants de fonds. L'article 24 exige clairement « *d'agir honnêtement, équitablement et professionnellement conformément aux intérêts (des) clients* ».

Ce qui se traduit en droit français, par l'article L533-2 C. mon. : « *Les prestataires de services d'investissement agissent d'une manière honnête, loyale et professionnelle, qui favorise l'intégrité du marché.* »

### **C - Les obligations délictuelles**

Il n'existe pas en Common Law de principe de responsabilité délictuelle générale, mais puisque le cumul des responsabilités est possible au Royaume-Uni, un GFI pourrait être tenu responsable de négligence envers les investisseurs s'il n'applique pas une norme de diligence suffisante à ses décisions. Néanmoins, il est peu probable qu'un GFI qui peut démontrer qu'il s'est acquitté de ses obligations fiduciaires (voir plus haut § 1.2) soit jugé coupable d'avoir manqué à son obligation de diligence ; le contenu de l'obligation de négligence étant informé par l'obligation fiduciaire. Le test de diligence pour les professionnels est fonction de l'opinion du groupe professionnels compétents de référence (Bolam v Friern Hospital Management Committee<sup>74</sup>).

En Droit civil, comme nous l'avons évoqué, l'investisseur n'a pas d'action extracontractuelle en principe puisqu'il a une action contractuelle. Mais un tiers à la relation fonds / investisseur ou banque / investisseur peut agir sur le fondement de la responsabilité délictuelle. La faute du gérant peut -être caractérisée par un manquement à ses obligations légales ou contractuelles. Le non-respect du règlement du fonds a ainsi permis à une société cible d'un fonds de capital risque d'agir contre le gérant<sup>75</sup>. Notons l'attendu de principe de la Cour dans cet arrêt du 27 mai 2015 :

*« Attendu qu'aux termes du second de ces textes, la société de gestion et le dépositaire sont responsables individuellement ou solidairement, selon le cas, envers les tiers ou envers les porteurs de parts, soit des infractions aux dispositions*

---

<sup>73</sup> Conseil d'État, 6ème SSJS, 02/07/2015, 366108, Inédit au recueil Lebon.

<sup>74</sup> Bolam v Friern Hospital Management Committee [1957] 1 WLR 583

<sup>75</sup> Cass. com., 27 mai 2015, 13-28.710, Inédit.

*législatives ou réglementaires applicables aux fonds communs de placement, soit de la violation du règlement du fonds, soit de leurs fautes ».*

On peut donc envisager des actions en responsabilité climatique des ONG sur de tels fondements (voir Chapitre 2 -Section 2 -§ 3 - « Les parties et leur intérêt à agir », page 78).

Enfin, un élément très pertinent pour notre examen de la responsabilité climatique des GFI est celui de la responsabilité des agences de notation. Le règlement (CE) du 16 septembre 2009<sup>76</sup> sur les agences de notation de crédit a instauré un régime de responsabilité propre à ces agences et les a placées sous la surveillance du Système européen de surveillance financière (SESF), remplacé en 2010 par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). Notons la définition du terme « notation » à l'article 3 § 1 du règlement, car cette définition sera pertinente pour les notations climatiques :

*« notation de crédit »: un avis, émis par application d'un système de classification bien défini et bien établi prévoyant différentes catégories de notation, concernant la qualité de crédit d'une entité, d'une dette ou obligation financière, d'un titre de créance, d'actions privilégiées ou autres instruments financiers, ou d'un émetteur d'une telle dette ou obligation financière, d'un tel titre de créance, de telles actions privilégiées ou d'un tel instrument financier. »*

Les agences doivent être enregistrées dans l'UE (elles ont reçu un passeport au Royaume-Uni après le Brexit). Les agences doivent satisfaire à des obligations d'indépendance et de gestion des conflits d'intérêts. Les méthodes d'analyse doivent être publiées (pas de boîte noire, voir Chapitre 2 -Section 1 -§ 1 -B - « Les indices climatiques et indices de référence climatiques », page 55). Les autorités de tutelle peuvent suspendre ou radier une agence. Au Luxembourg, la Loi du 28 octobre 2011 mettant en œuvre le règlement (CE) No 1060/2009 a soumis les agences de notation à l'autorité de la CSSF qui peut leur infliger des amendes. Le règlement UE de 2013<sup>77</sup> instaure un régime de responsabilité spécifique des agences de notation.

*« Article 35 bis Responsabilité civile. (1). Lorsqu'une agence de notation de crédit, de manière intentionnelle ou par négligence grave, a commis l'une des infractions énumérées à l'annexe III et que cette infraction a eu une incidence sur une notation de crédit, un investisseur ou un émetteur peuvent demander réparation à cette agence de notation de crédit pour le préjudice qu'ils ont subi du fait de cette infraction. »*

---

<sup>76</sup> Règlement (CE) no 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit. JOUE L 302 du 17.11.2009, p. 1–31. Modifié par Règlement (UE) n° 513/2011, Règlement (UE) n° 462/2013.

<sup>77</sup> <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/462/oj>

Ce régime s'ajoute à celui des sanctions administratives. En France, les sanctions sont infligées par l'AMF, au Luxembourg par la CSSF et au Royaume-Uni par la FCA. Les agences engagent aussi leur responsabilité civile en droit commun, en France en vertu de l'art. 1240 C. civ et au Luxembourg art. 1382 C. civ. Au Royaume-Uni, le Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013<sup>78</sup> donne aux investisseurs un droit à indemnisation équivalent à celui d'une action en « *negligence* »<sup>79</sup>. Mais cette responsabilité peut être partagée car dans les trois pays il est interdit à un GFI de fonder exclusivement ses décisions d'investissement sur les notations des agences de notation (France : article 313-53-5, al. 2 du règlement général de l'AMF).

Nous étudierons ensuite la mise en jeu effective de la responsabilité des gérants de fonds d'investissement.

### **§ 3 - Une effectivité historiquement limitée des régimes de responsabilité**

Dans les faits, la responsabilité des GFI est rarement mise en cause et les sanctions et réparations sont très limitées. Qu'en sera-t-il de la responsabilité climatique des GFI ? Quels sont les domaines comparables ?

#### **A - Une responsabilité des GFI historiquement peu effective**

Comme mentionné en introduction, peu d'actions en justice ou auprès des autorités de tutelle ont abouti à des sanctions ou des obligations de réparation infligées à des gérants de fonds. Le trait est certes plus marqué en France et au Luxembourg qu'au Royaume-Uni où quelques cas ont été cités au Chapitre 1 -Section 2 -§ 1 - ci-dessus.

De nombreux investisseurs ont été durement touchés par la faillite frauduleuse de Bernard Madoff après son arrestation le 12 décembre 2008 à New York, alors qu'ils avaient investi dans des fonds luxembourgeois, notamment Luxalpha, une SICAV gérée par UBS et distribuée, entre autres pays, en France par la Société Générale et Meeschaert. Bien qu'UBS était gérante, promoteur, administrateur et dépositaire des « actifs » (largement fictifs) sous-jacents constitué à 95% de parts dans le fonds offshore de Bernard Madoff, la banque n'a pas été condamnée au Luxembourg à ce jour à réparer le dommage financier

<sup>78</sup> <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2013/1637/made>

<sup>79</sup> « *Investors: general approach to determining damages. 14. The damages recoverable by an investor in a claim under Article 35a are -*  
*(a) where the investor enters into a contract with a credit rating agency to provide a credit rating, the damages recoverable by the investor in accordance with that contract; or*  
*(b) where there is no such contract, the damages that would be recoverable by the investor if the investor had succeeded in a claim against the credit rating agency in the tort of negligence. »*

causé aux investisseurs. Le trustee du Madoff Victim Fund à New York, Irving Picard est par ailleurs en conflit avec les liquidateurs luxembourgeois de Luxalpha et aucune distribution n'est plus faite en faveur des victimes de la SICAV<sup>80</sup>. L'action de victimes contre la Société Générale, distributrice en France, a été déboutée en première instance en 2013<sup>81</sup>, les juges ayant estimé que la banque ne faisait que transmettre les demandes de souscription de parts du fonds, qu'elle n'est pas tenue à un devoir de conseil, et que le caractère spéculatif de l'investissement n'était pas démontré, de sorte que la mise en garde n'était pas due. On comprend très mal comment un fonds de fonds « hedge » qui agit comme feeder d'un fonds américain décorrélé, par une structure luxembourgeoise et qui est présenté à une cliente ancienne hôtesse de l'air, dont on n'a pas démontré qu'elle aurait suivi, avant la souscription dudit fonds une formation financière rigoureuse, serait autre chose qu'un investissement hautement spéculatif. Les divers distributeurs de Madoff ont perçu des commissions de souscription, en contrepartie desquelles ils ne semblent pas avoir supporté d'obligation de loyauté ou de diligence. Les banques dépositaires des unités de compte n'ont pas non plus été condamnées alors que ce service est bien facturé aux investisseurs.

Nous verrons par ailleurs que la Cour de cassation française est aussi intervenue dans cette affaire Madoff et a rappelé certaines règles de droit international privé que nous étudierons au Chapitre 3 -Section 1 - « Le droit international privé de l'action climatique contre les GFI ».

Au Luxembourg, la CSSF n'a pas infligé de sanctions aux banques promotrices des fonds de B. Madoff. La Cour administrative du Grand-Duché (16 décembre 2014) a dû enjoindre à la CSSF de communiquer des pièces du dossier à des administrateurs qu'elle avait radiés<sup>82</sup>, injonction qui n'a pu être exécutée qu'après renvoi devant la CJUE (affaire C-358/16) le 13 septembre 2018<sup>83</sup>.

---

<sup>80</sup> <https://victimesluxalpha-madoff.com/2020/04/27/la-situation-des-victimes-du-fonds-luxalpha-reste-suspendue-aux-evolutions-du-contentieux-opposant-le-trustee-irvin-picard-et-les-liquidateurs-luxembourgeois-du-fonds-luxalpha/>. Consulté le 24 mai 2021.

<sup>81</sup> TGI Paris 9ème chambre 2ème section 29 mars 2013 RG 09/06843.

<sup>82</sup> «c'est à tort que la CSSF se prévaut du secret institué par l'article 16 de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création de la CSSF, étant donné que l'alinéa 3 dudit article prévoit expressément que l'obligation au secret ne joue pas à l'occasion d'un recours contre une décision prise dans l'accomplissement de la mission de la Commission».

<sup>83</sup> CJUE 13 septembre 2018 (demande de décision préjudicielle de la Cour administrative - Luxembourg) – UBS Europe SE, anciennement UBS (Luxembourg) SA, Alain Hondequin et consorts. Affaire C-358/16, JOUE C 335, 12.09.2016.



Au Royaume-Uni, la FSA (ancêtre de la FCA) a mis fin à ses investigations des entités du groupe Madoff présentées dans le royaume en 2011. Seul les ayants-droits des sociétés du groupe FIM Ltd, responsables de la distribution des fonds *feeder*<sup>84</sup> Kingate (fonds des Îles Vierges britanniques, mais gérant bermudien) ont été poursuivis, sans condamnation<sup>85</sup>.

Les perceptions judiciaires anglaise, française et luxembourgeoise des risques, de la complexité structurelle des produits, du couple risque / rendement et des incitations (notamment du pricing et des commissions) ne sont pas en faveur des investisseurs victimes de pertes. Pourtant les législateurs Européens et nationaux semblent avoir trouvé nécessaire de tirer les conséquences de l'affaire Madoff en termes de responsabilités des dépositaires ainsi que de transparence et de nature des commissionnements (voir la directive 2014/91/UE, dite directive OPCVM V). D'un côté on estime que tout va bien et de l'autre on donne un sérieux tour de vis supplémentaire...

La situation des victimes de Madoff au Royaume-Uni, en France et au Luxembourg est néanmoins en net contraste avec celle des victimes aux Etats-Unis où Irvin Picard, a récupéré 12 milliards de dollars (2019) sur les 19 perdus<sup>86</sup>. Il n'y a eu aucune condamnation pénale en Europe, contre une demi-douzaine aux Etats-Unis. Alors qu'en septembre 2019, les liquidateurs des fonds Kingate ont annoncé que la Haute Cour des Îles Vierges avait approuvé un règlement global avec Irving Picard pour 860 millions de dollars, en avril 2021 « la situation des victimes du fonds Luxalpha reste suspendue aux évolutions du contentieux opposant Irvin Picard et les liquidateurs luxembourgeois du fonds Luxalpha »<sup>87</sup>.

On peut se demander si en matière de responsabilité environnementale ou climatique des gérants, les sanctions seraient plus sévères.

---

<sup>84</sup> Fonds dits à ombrelle, ou fonds-de-fonds. Ce sont des fonds qui investissent dans des fonds sous-jacents, empilant ainsi les frais.

<sup>85</sup> En mai 2010, la High Court avait fait droit à une demande du liquidateur des fonds Madoff d'exiger la remise de document de la société FIM, promotrice au Royaume-Uni des fonds feeder Kingate, selon l'article 21, Schedule 1, Cross-Border Insolvency Regulations 2006. Voir Picard (Foreign Representative Of Bernard L Madoff Investment Securities LLC) v Fim Advisers LLP, High Court of England and Wales ChD 27 May 2010, [2010] EWHC 1299 (Ch)

<sup>86</sup> <https://www.reuters.com/article/us-madoff-payout/madoff-customer-payout-tops-12-billion-idUSKCN1QB1VA>

<sup>87</sup> <https://victimesluxalpha-madoff.com/2020/04/27/la-situation-des-victimes-du-fonds-luxalpha-reste-suspendue-aux-evolutions-du-contentieux-opposant-le-trustee-irvin-picard-et-les-liquidateurs-luxembourgeois-du-fonds-luxalpha>. Consulté le 25 mai 2021.

## B - L'effectivité réduite des sanctions environnementales

Pour comprendre le contexte et préparer les actions climatiques contre les GFI, on doit prendre pour référence l'implémentation effective de sanctions à l'encontre des pollueurs (autres que les gérants de fonds) en France, au Luxembourg et au Royaume-Uni.

Dans les faits, la responsabilité des exploitants d'ICPE<sup>88</sup> en France est rarement mise en cause et les sanctions et réparations sont très limitées<sup>89</sup>. Ainsi dans l'affaire Lubrizol, malgré l'étendue des dommages causés à l'environnement et aux personnes exposées sur un vaste territoire, les infractions invocables sont le délit de pollution des eaux (C. env., art. L.216-6) et un délit d'atteinte à des habitats Natura 2000. Les autres sanctions pénales ne relèveraient que de contraventions de 5<sup>e</sup> classe<sup>90</sup>. De plus, les modifications à la marge apportées au droit pénal de l'environnement par la loi n°2020-1672 du 24 décembre 2020 ne concernent pas directement les qualifications pénales mais plutôt leur mise en œuvre, par la création d'une juridiction judiciaire spécialisée en matière environnementale, à moyens constants, et d'une convention judiciaire d'intérêt public ; cette dernière étant critiquée par certaines associations<sup>91</sup>. En dernier ressort, et en raison des faibles moyens alloués par l'Etat pour mettre en œuvre la responsabilité des exploitants d'ICPE, c'est sa responsabilité qui peut être mise en cause pour carence dans sa mission de contrôle<sup>92</sup>. On retrouve ici une tendance de fond du droit de l'environnement où les associations environnementales et ONGE jouent un rôle majeur pour combler la carences et retards de l'Etat.

Dans le domaine de la protection des consommateurs, la Commission européenne a lancé en 2012 un dialogue multipartite sur les promesses et allégations environnementales (MDEC<sup>93</sup>). Le MDEC regroupe des représentants des autorités nationales, des

---

<sup>88</sup> Installations classées pour la protection de l'environnement.

<sup>89</sup> PRIEUR Michel, COHENDET Marie-Anne, DELZANGLES Hubert *et al.*, *Droit de l'environnement - 8e ed.*, Dalloz, 2019.

<sup>90</sup> Association Sherpa, Novembre 2020, propositions concernant le Projet de loi relatif au Parquet européen et à la justice pénale spécialisée, <https://www.asso-sherpa.org/wp-content/uploads/2021/01/2020.11.12-Nos-propositions-sur-la-justice-environnementale-et-Parquet-europe%CC%81en-VF.pdf>

<sup>91</sup> <https://www.asso-sherpa.org/tribune-non-a-justice-negociee-permettrait-aux-fraudeurs-dacheter-innocence>

<sup>92</sup> Affaire AZF, CAA Bordeaux, 24 janvier 2013, 3<sup>ème</sup> chambre, N° 10BX02881

<sup>93</sup> Multi-Stakeholder Dialogue on Environmental Claims, MDEC. Lancé par la Commission européenne en 2012 avec des représentants des autorités nationales, des organisations professionnelles européennes, des associations de consommateurs, des ONGE et des universitaires, dans le but de mieux comprendre l'utilisation des allégations environnementales; évaluer l'ampleur du problème des allégations environnementales trompeuses (*Greenwashing*); identifier les défis dans le domaine des revendications environnementales auxquels les différentes parties prenantes sont confrontées, c'est-à-dire dans leur rôle de

organisations professionnelles européennes, des associations de consommateurs et d'ONGE dans le but d'évaluer l'ampleur du problème des promesses environnementales trompeuses. Le MDEC a défini des critères de conformité, de la soft law, en 2015 afin de garantir aux consommateurs des informations pertinentes et crédibles. L'étude de la Commission Européenne « *Consumer market study on environmental claims for non-food products* » de 2015<sup>94</sup>, a démontré la nécessité de renforcer les lignes directrices et les sanctions en matière de *Greenwashing*. Par la suite, la Directive (UE) 2019/2161 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 en ce qui concerne une meilleure application et une modernisation des règles de l'Union en matière de protection des consommateurs<sup>95</sup> a été votée pour couvrir les pratiques trompeuses, y compris le *Greenwashing*. L'effectivité de ces mesures dans le domaine de l'investissement durable reste à démontrer, voir le Chapitre 3 -Section 2 -§ 2 -B - « Le renforcement de l'action contre le *Greenwashing* », page 108 ci-dessous.

C'est par la réglementation directe des responsabilités des GFI qu'émerge aujourd'hui une responsabilité climatique de ces opérateurs (Chapitre 2 -).

---

fabricant, d'annonceur, d'association de consommateurs, d'ONG environnementale, etc.; cartographier les meilleures pratiques dans le domaine des revendications environnementales ; mettre en évidence les domaines potentiels d'amélioration et finalement de formuler des recommandations.

<sup>94</sup> EUROPEAN COMMISSION. DIRECTORATE GENERAL FOR JUSTICE AND CONSUMERS., GFK., TIME.LEX. *et al.*, *Consumer market study on environmental claims for non-food products* [en ligne], Publications Office, 2014, [consulté le 13 juin 2021]. [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/green-claims-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/green-claims-report_en.pdf)

<sup>95</sup> Directive (UE) 2019/2161 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant la directive 93/13/CEE du Conseil et les directives 98/6/CE, 2005/29/CE et 2011/83/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne une meilleure application et une modernisation des règles de l'Union en matière de protection des consommateurs, JOUE L 328 du 18.12.2019, p. 7–28

## Chapitre 2 - L'émergence d'une responsabilité climatique en gestion collective

Dans le présent chapitre, nous étudierons l'émergence d'une responsabilité climatique en gestion collective fondée sur de nouvelles obligations climatiques des gérants de fonds qui offrent un fondement à l'action climatique (Section 1 -). Puis l'analyse des externalités climatiques, nous amènera à nous interroger sur la construction financière du préjudice climatique (Section 2 -).

### Section 1 - Les nouvelles obligations climatiques des gérants de fonds

L'émergence d'une responsabilité climatique des gérants de fonds d'investissement découle de normes internationales, supranationales et nationales visant à aligner le secteur financier sur les objectifs internationaux de lutte contre les changements climatiques. En 2005, l'Initiative financière du Programme des nations-unies pour le développement (UNEP FI) a publié le premier rapport international, décrivant le cadre des principes ESG (environnement, social et gouvernance) émergents pour la gestion d'actifs financiers<sup>96</sup>. Ce rapport mettait en exergue les difficultés et risques encourus par les gérants qui souhaiteraient intégrer l'ESG dans leurs politiques d'investissement. Les trois aspects de l'ESG sont des critères d'investissement responsables dont l'abréviation est devenue un véritable sigle. Ces critères sont décrits dans le tableau suivant :

| Environnement   | Social  | Gouvernance  |
|---|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Changement climatique</li><li>• Émissions de carbone et autres GES, impact physique de l'activité industrielle</li><li>• Pollution et déchets</li><li>• Epuisement des ressources naturelles</li><li>• Atteinte à la biodiversité</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Droit des travailleurs</li><li>• Santé et sécurité</li><li>• Pratiques sociales sur le lieu de travail</li><li>• Respect des droits de l'homme</li><li>• Travail forcé</li><li>• Travail des enfants</li><li>• Liberté d'expression</li><li>• Liberté d'association</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Principes de gouvernance d'entreprise de l'OCDE</li><li>• Ethique des affaires</li><li>• Intégrité et lutte contre la corruption</li><li>• Prévention de la fraude</li><li>• Transparence financière et extra-financière</li><li>• IFRS, rapports annuels</li><li>• GIPS</li></ul> |

Figure 11 Les éléments de l'ESG

<sup>96</sup> Rapport préparé par Freshfields Bruckhaus Deringer.

[https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf)

Par la suite, en 2015, conformément à l'article 2.c de l'Accord de Paris, les parties se sont engagées à :

*« ... renforcer la riposte mondiale à la menace des changements climatiques ... notamment en : ... c) Rendant les flux financiers compatibles avec un profil d'évolution vers un développement à faible émission de gaz à effet de serre et résilient aux changements climatiques. »*

A la suite de l'accord de Paris, en 2015, a été mise en place par le Conseil de stabilité financière du G20 (le CSF)<sup>97</sup> le groupe de travail nommé TCFD (voir Introduction) dirigé par Michael Bloomberg. La TCFD a rendu son rapport en 2017. La même année, lors du « One Planet Summit »<sup>98</sup>, plusieurs banques centrales et superviseurs ont créé le Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (NGFS). Un des groupes de travail du NGFS est dédié aux question micro-prudentielles / supervision.

Au niveau de l'UE, la Commission européenne a publié le 8 mars 2018 un plan d'action sur la finance durable(PAFD). Ce plan annonçait la mise en place d'une taxinomie d'activités durables, la mise en place de standards et de labels environnementaux et l'élargissement du périmètre de responsabilité des sociétés de gestion (voir Annexe 5 Plan d'action pour la finance durable, Commission européenne, mars 2018, page 145).

Pour sa part, le gouvernement britannique a fixé les plus ambitieuses Contributions Déterminées au niveau National (CDN)<sup>99</sup> au monde dans son sixième budget carbone (CB6) du 20 avril 2021<sup>100</sup>. Réduction de 78% des émissions de CO2 d'ici 2035 par rapport aux niveaux de 1990. Le sixième budget carbone du Royaume-Uni intégrera pour la première fois la part du Royaume-Uni dans les émissions de l'aviation internationale et du transport maritime, des émissions de Scope 3.

Nous verrons donc dans cette Section 1 - quelles sont les nouvelles obligations climatiques des gérants de fonds en soft law et en droit contraignant. En effet, ces nouvelles obligations climatiques résultent de la convergence de deux éléments : l'adoption de

---

<sup>97</sup> [www.fsb.org](http://www.fsb.org). Le CSF, créé lors du G20 de Londres 2009, promeut la stabilité financière internationale. Il regroupe des autorités financières nationales des OIG et des ONG. Son secrétariat est hébergé par la Banque des règlements internationaux, à Bâle.

<sup>98</sup> « One Planet Summit » de Paris en décembre 2017 dont l'objectif était de mobiliser la finance publique et privée au service de l'action climatique. <https://www.oneplanetsummit.fr/>

<sup>99</sup> Actes unilatéraux étatique par lesquels les états consignent leurs engagements en vertu de l'article 4, §2 de l'Accord de Paris. <https://unfccc.int/fr/processus-et-reunions/l-accord-de-paris/l-accord-de-paris/contributions-determinees-au-niveau-national-ndcs>

<sup>100</sup> CB6, Sixth Carbon Budget 20 April 2021, <https://www.gov.uk/government/news/uk-enshrines-new-target-in-law-to-slash-emissions-by-78-by-2035>

normes, de standards et de labels d'investissement responsable par les gérants (§ 1 -) et la mise en place d'un cadre fiduciaire législatif et réglementaire contraignant (§ 2 -).

## § 1 - La soft law de l'investissement durable

### A - Les labels climatiques

Les labels sont des signes distinctifs pour attester que les fonds disposent d'un certain nombre de qualités et caractéristiques fixées dans un cahier des charges<sup>101</sup>. Les labels climatiques apposés sur certains fonds permettent aux investisseurs de s'assurer de la présence de ces caractéristiques sans avoir à définir eux-mêmes au cas-par-cas des cahiers des charges complexes. Contrairement aux indices, les labels ne contiennent pas d'indication quant au choix d'allocation d'actifs. Ils s'attachent à définir des processus et des principes que le GFI devra respecter. En France, le label ISR pour Investissement socialement responsable, est détenu par plus de 650 fonds. Ce label n'est pas certifié par l'AMF. Il a été créé en 2016<sup>102</sup> par le ministère de l'Economie et des Finances et étendu en juillet 2020 aux fonds immobiliers<sup>103</sup>. La vérification du label ISR français est assurée par EY, Deloitte et Afnor. Le label Greenfin a été créé par le Ministère de la transition écologique en 2015<sup>104</sup> et exclut les fonds qui investissent dans des entreprises des secteurs nucléaire et des énergies fossiles. La certification est assurée par Novethic, EY et Afnor.

A compter de l'entrée en vigueur des règlements TR et SFDR (voir § 2 - « Le droit climatique contraignant », ci-dessous), les labels ISR et Greenfin français sont devenus obsolètes en ce qu'ils n'intègrent pas les obligations de vérification ou de suivi des incidences positives sur les 6 activités ciblées par la taxinomie européenne, dont 2 sont applicables depuis le 31 mars 2021, ni des incidences négatives significatives (DNSH), ou des incidences adverses principales (PAI).

Au Luxembourg, le label LuxFlag Climate Finance<sup>105</sup>, lancé en septembre 2016, est géré par la Luxembourg Finance Labelling Agency, une personne morale de droit public impliquée directement dans la vérification de la labélisation.

---

<sup>101</sup> Paraphrase des définitions de « label » dans DEBARD Thierry et GUINCHARD Serge, *Lexique des termes juridiques 2020-2021 - 28e ed.*, Dalloz, 2020.

<sup>102</sup> Décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016 relatif au label « investissement socialement responsable ». JORF n°0008 du 10 janvier 2016

<sup>103</sup> Arrêté du 8 juillet 2020 modifiant l'arrêté du 8 janvier 2016 définissant le référentiel et le plan de contrôle et de surveillance du label « investissement socialement responsable » JORF n°0179 du 23 juillet 2020

<sup>104</sup> Décret n° 2015-1615 du 10 décembre 2015 relatif au label « Transition énergétique et écologique pour le climat ». JORF n°0287 du 11 décembre 2015.

<sup>105</sup> <https://www.luxflag.org/labels/climate-finance/labelled-cfiv.html>

Au Royaume-Uni, le régulateur (la FCA) se réfère aux principes directeurs de la TCFD<sup>106</sup>.

Des labels existent aussi indépendamment des autorités nationales :

- Green Bond Principles<sup>107</sup> de l'ICMA, l'Association internationale des marchés de capitaux.
- Climate Bond Certified défini par la fondation Climate Bonds Initiative, qui gère les standards de certification mais délègue la vérification à des organismes de certification spécialisés tels que Bureau Veritas, Deloitte et ISS.

## **B - Les indices climatiques et indices de référence climatiques**

Il faut distinguer les indices climatiques des indices financiers de référence. Ces derniers sont souvent désignés sous le terme de « *benchmark* ». Malheureusement le terme « *benchmark* » est utilisé par le législateur européen pour désigner des indices climatiques dont l'objet est de fixer des lignes directrices d'investissement durable. Ces indices européens (voir plus loin PAB et CTB) ne comportent pas de portefeuille modèle mais des limites, seuils et exclusions, qui sont autant d'outils classiques du DIE.

Selon l'article 1<sup>er</sup> du règlement (UE) 2016/1011 concernant les indices financiers de référence<sup>108</sup>, les indices sont « *tout chiffre ... qui est régulièrement déterminé ... sur la base de la valeur d'un ou de plusieurs actifs sous-jacents, ou prix, y compris des estimations de prix, ..., des offres de prix et des offres de prix fermes ...* ». Ceci inclut donc les indices action privées, actions cotées et les marchés obligataires ou de produits de taux.

Les *benchmarks* climatiques utilisés par les fonds dont les performances sont évaluées en leur référence, sont des indices financiers de référence qui modélisent des portefeuilles fictifs de titres conformes à des exigences prédéterminées. Ces exigences sont établies par le fournisseur des indices et non par le régulateur.

Les indices climatiques ne représentent aucun portefeuille de titres. La référence à ces indices climatiques est désormais couverte par le règlement SFDR à l'article 9 §3 :

---

<sup>106</sup> « Primary Market Technical Note 801.1: Disclosures in relation to ESG matters, including climate change ».

<sup>107</sup> <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>

<sup>108</sup> Règlement (UE) 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers. JOUE 29 juin 2016.

*« Lorsqu'un produit financier a pour objectif une réduction des émissions de carbone, les informations à publier ... comprennent l'objectif de faible exposition aux émissions de carbone en vue de la réalisation des objectifs de limitation du réchauffement planétaire à long terme fixés par l'accord de Paris... lorsqu'aucun indice de référence «transition climatique» ... ou indice de référence «accord de Paris» de l'Union ... n'est disponible, les informations ... comprennent une explication détaillée de la manière dont la poursuite des efforts déployés pour atteindre l'objectif de réduction des émissions de carbone est assurée en vue de la réalisation des objectifs de limitation du réchauffement planétaire à long terme fixés par l'accord de Paris. »*

Le règlement Indices bas carbone (IBC) de 2019<sup>109</sup>, modifiant le règlement de 2016 sur les indices européens (BMR) a créé un cadre juridique pour deux types d'indices climatiques. Le premier concerne les portefeuilles de transition climatique et le second les portefeuilles alignés sur l'Accord de Paris de 2015. Le règlement IBC ne définit pas les indices financiers de référence (*benchmarks*) eux-mêmes. Des opérateurs financiers produisent ces benchmarks dans le respect des lignes directrices fixées par le règlement IBC, ce sont les administrateurs des *benchmarks*. Voir deux exemples de *benchmarks* commercialisés par MSCI plus bas.

Le règlement IBC est applicable dans l'UE et au Royaume-Uni depuis le 10 décembre 2019 :

- Selon le règlement IBC, les indices de transition climatique, les Climate Transition Benchmarks (CTB) visent à atteindre un ensemble d'objectifs qui incluent des mesures et rapports sur l'exposition aux risques climatiques, la mise en œuvre de stratégies à faibles émissions de carbone et sans combustibles fossiles, les MTD et de la science actuelle des changements climatiques.
- Les benchmarks qui se réfèrent au CTB doivent sélectionner pour leurs portefeuilles modèles des entreprises qui ont publié des objectifs climatiques crédibles et techniquement viables. Les portefeuilles résultant de ce processus doivent démontrer une trajectoire de décarbonation ventilée annuellement à un niveau opérationnel pertinent. Les composantes de l'indice doivent aussi respecter le principe DNSH. Exemple de MSCI : MSCI Provisional World Climate Change EU Climate Transition Index<sup>110</sup>.

---

<sup>109</sup> Règlement (UE) 2019/2089 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant le règlement (UE) 2016/1011 en ce qui concerne les indices de référence «transition climatique» de l'Union, les indices de référence «accord de Paris» de l'Union et la publication d'informations en matière de durabilité pour les indices de référence, JOUE 9 déc. 2019.

<sup>110</sup> <https://www.msci.com/documents/10199/61ae541f-592e-7b0b-b404-6612a67d5f35>



- Le cadre réglementaire des *benchmarks* alignés sur l'Accord de Paris, *Paris-Aligned Benchmarks* (PAB) détermine les règles applicables à des indices dont les composantes (les titres sous-jacents) respectent le cadre des CTB et dont les émissions de carbone devront être alignées avec l'Accord de Paris. Exemple de MSCI : MSCI EUR IG Climate Paris Aligned Corporate Bond Index<sup>111</sup>.

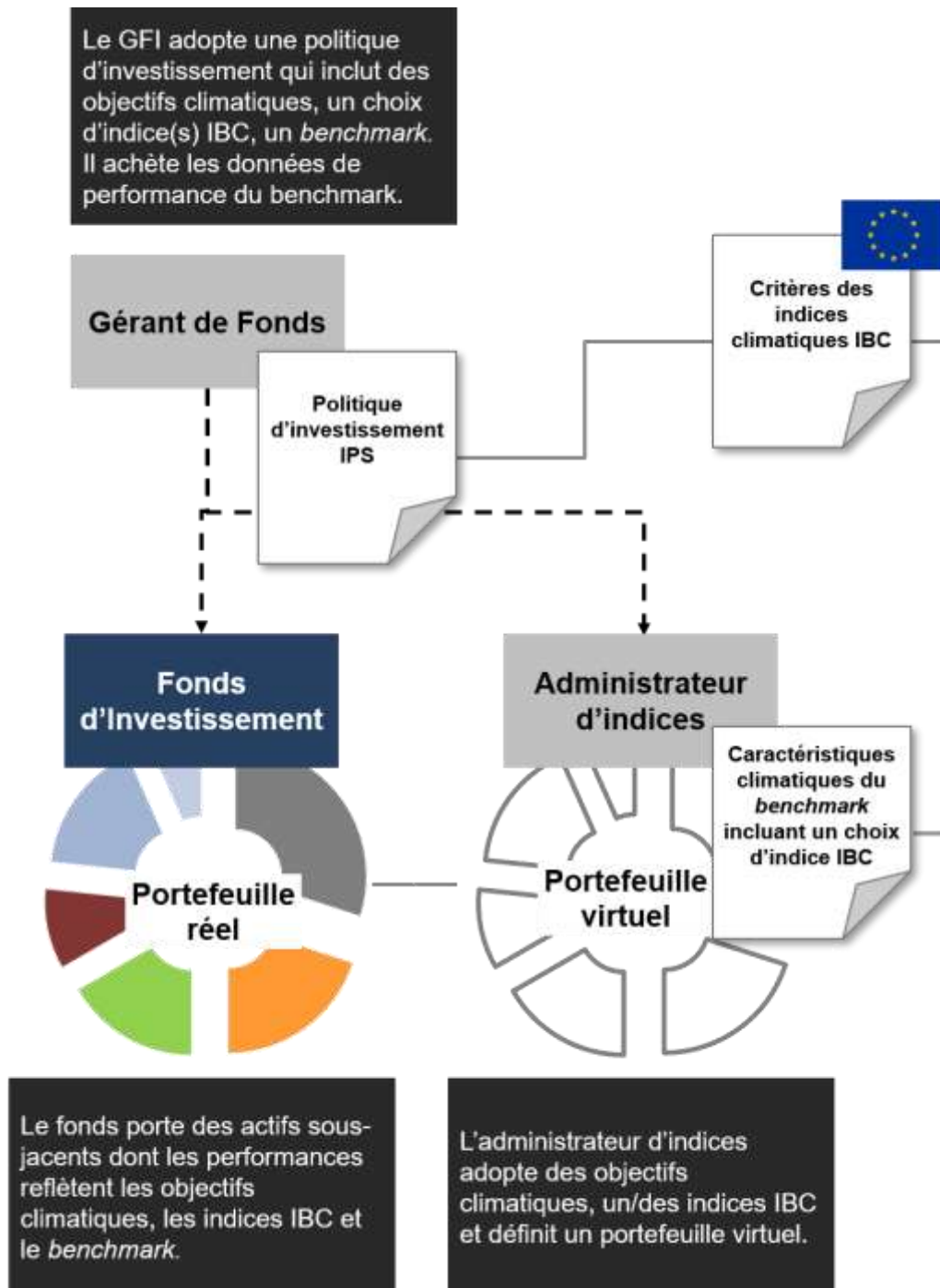


Figure 12 Fonctionnement des indices climatiques et benchmarks

<sup>111</sup> <https://www.msci.com/>

Les GFI qui font référence à des indices climatiques (art. 9 SFDR) sont soumis à des obligations de conformité en vertu des règlements IBC et BMR et engagent leur responsabilité. Le gérant devra expliquer les divergences de performance climatique ou de trajectoire entre ses portefeuilles et les indices IBC auxquels il se réfère.

Nous n'étudierons pas ici la responsabilité des administrateurs d'indices pour la conformité des portefeuilles qu'ils définissent aux critères IBC. On peut imaginer des actions séparées contre un administrateur d'indice qui ne respecterait pas les critères IBC auxquels il se réfère et contre le GFI qui se réfère potentiellement aux indices IBC et/ou à des *benchmarks* climatiques, mais ne respecterait pas les lignes directrices de l'IBC ou dont les performances ou bien le portefeuille réel (les titres effectivement sous-jacents) divergent du *benchmark*. Les administrateurs de benchmarks sont liés aux GFI par des contrats de fourniture de données et parfois de services. Les données sont celles liées aux performances financières quotidiennes des benchmarks et éventuellement des données climatiques concernant les portefeuilles virtuels et/ou les sous-jacents virtuels (empreinte carbone, GES, RCP ...). Les administrateurs peuvent aussi fournir des prestations de conseil et d'analyse climatique aux GFI. Nous nous concentrons ici sur les responsabilités des gérants de fonds.

## § 2 - Le droit climatique contraignant

### A - Le cadre d'action européen

Le Plan d'action pour la finance durable (PAFD)<sup>112</sup>, lancé en 2018, est le programme de la Commission européenne pour aligner le secteur financier sur les objectifs de l'accord de Paris ainsi que sur le Programme de Développement Durable (PDD) de l'union. Le PAFD entre dans le cadre de l'union des marchés des capitaux (UMC). Ce plan s'appuie sur trois outils pour élargir la responsabilité climatique des gérants de fonds :

- Les obligations d'informations (« *disclosures* »). Celle-ci seront standardisées et calibrées sur une taxinomie commune. Des labels spécifiques seront créés pour faciliter la compréhension des investisseurs.
- Les règles d'adéquation, de pertinence des portefeuilles par rapport aux préférences de durabilité exprimées par les investisseurs.
- Les obligations fiduciaires, qui incluront désormais des obligations de tenir compte des aspects de durabilité dans les portefeuilles.

---

<sup>112</sup> [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP\\_18\\_1404](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP_18_1404). Consulté le 13 juin 2021.

| Obligations d'information   | Règles d'adéquation  | Obligations fiduciaires  |
|---|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Les GFI doivent informer leurs clients de leur positionnement en matière d'incidence climatique des fonds: « se conformer ou expliquer ».</li> <li>• Choix de standards environnementaux et climatiques : ISR, GBP.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Suivi d'une taxonomie d'activités selon leur incidence climatique.</li> <li>• Adéquation des fonds avec les préférences climatiques des investisseurs.</li> <li>• Adéquation des indices de référence choisis (« benchmarks ») : CTB, PAB.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Intégration de l'ESG dans les processus d'investissement : SFDR,</li> <li>• Les GFI doivent démontrer qu'ils ont mis en place des mesures et processus qui leur permettent de respecter les standards qu'ils déclarent suivre.</li> </ul> |

**Figure 13 Le Plan européen d'action pour la finance durable (2018) élargit le domaine fiduciaire de responsabilité des gérants de fonds**

## B - Les règles européennes NFRD, SFDR, TR

Le règlement SFDR de 2019<sup>113</sup>, *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers a été modifié par le règlement Taxinomie de 2020<sup>114</sup> (règlement TR) qui a étendu les obligations des GFI en matière d'information sur les investissements durables. Le SFDR exige des déclarations au niveau des sociétés de gestion ainsi que des fonds ou portefeuilles individuels, que les facteurs ESG soient pris en considération ou non. Le règlement SFDR définit l'investissement durable comme celui qui promeut un objectif environnemental ou social, qui ne cause pas de tort significatif (« *Do No Significant Harm* », DNSH) et qui présente des garanties minimales de gouvernance. Sont donc ici représentés les trois aspects de l'ESG.

En France, l'article 173 de la Loi relative à la Transition énergétique pour la croissance verte exigeait<sup>115</sup> des gérants de fonds qu'ils déclarent leurs politiques d'intégration des

<sup>113</sup> Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, PE/87/2019/REV/1.

<sup>114</sup> Règlement (UE) 2020/852 du Parlement Européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables, PE/20/2020/INIT.

<sup>115</sup> L'article 173 LTECV a été modifié par l'article 29 LEE, Loi Energie et Climat qui a remplacé cet article et intégré le règlement SFDR en droit français. Loi n° 2019-1147 du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat. Voir Chapitre 3 -Section 2 -§ 2 -B - Le renforcement de l'action contre le *Greenwashing*.

risques climatiques et ESG dans leur prise de décision (voir Chapitre 3 -Section 2 -§ 1 -1 « L'absence d'engagements climatiques du GFI »).

Au Royaume-Uni, en dépit du non-rapatriement du règlement SFDR par le gouvernement britannique, il est probable que la plupart des GFI anglais feront des déclarations conformément au règlement jusqu'à ce que des règles similaires soient introduites au Royaume-Uni. Cela s'explique en partie par un souci de cohérence des produits distribués au Royaume-Uni et dans l'UE et des processus d'investissement. Le règlement SFRD s'appliquera dans les cas suivants :

- Si un gestionnaire de fonds britannique commercialise des fonds dans l'UE ;
- Si un GFI britannique promeut des fonds structurés dans l'UE ;
- Si ce même GFI agit en tant que délégué en sous-gérance pour un fonds européen ;
- Si un gérant britannique emploie les services d'un prestataire qui a implémenté SFDR ou des règles comparables et en exige autant de ses contreparties (voir Annexe 6, page 146).
- Lorsque la société de gestion britannique est membre d'un groupe qui décide de mettre en œuvre le SFDR comme norme de conformité de base dans toutes ses opérations, y compris le Royaume-Uni. En effet, **il ne sera souvent pas possible pour un GFI de maintenir des systèmes internes et processus d'investissement distincts pour les fonds vendus au Royaume-Uni et pour ceux vendus en Europe.**
- Sous la pression exercée par les investisseurs britanniques qui demandent des stratégies et des informations conformes aux principes ESG.

Enfin, le rapport du 9 novembre 2020 de l'équipe de travail des autorités de tutelle britanniques sur le TCFD (qui inclut la FCA) a confirmé que les recommandations du TCFD seront implémentées au Royaume-Uni<sup>116</sup>. La FCA produira sa propre taxinomie avant fin 2022<sup>117</sup>.

Conformément à l'art. 3 SFDR, les GFI dans l'UE doivent à partir du 31 mars 2021 indiquer et publier sur leur site internet quelle est leur politique concernant le risque durable. Ce choix engagera la responsabilité des gérants. En vertu de l'art. 4, depuis la même date,

---

<sup>116</sup> FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (GREAT BRITAIN), GREAT BRITAIN, TREASURY *et al.*, *Interim Report of the UK's Joint Government-Regulator TCFD Taskforce*. [en ligne], [s. n.], 2020, [consulté le 18 mai 2021].

<sup>117</sup> « Regulatory Initiatives Grid - May 2021 ». <https://www.fca.org.uk/publication/corporate/regulatory-intitiatives-grid-may-2021.pdf>

les GFI de plus de 500 employés doivent indiquer comment ils prennent en compte les incidences négatives principales (PAI) dans leurs portefeuilles. Les GFI de moins de 500 employés peuvent fournir ces explications ou déclarer leur non-conformité à l'article 4. Ces déclarations doivent inclure une description des politiques d'identification des incidences, un résumé des codes de conduites adoptés (voir Figure 11 Les éléments de l'ESG, page 52) et une indication de l'alignement du portefeuille avec l'accord de Paris.

L'article 3 du règlement TR établit six objectifs environnementaux :

- Atténuation des changements climatiques.
- Adaptation aux changements climatiques.
- L'utilisation durable et la protection des ressources en eau et marines.
- La transition vers une économie circulaire.
- Prévention et réduction de la pollution.
- La protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes.

La nouvelle taxinomie ne concerne pour le moment que les secteurs activités suivants :

- Les technologies de la communication et de l'information.
- L'eau, le traitement des eaux, les déchets.
- Le bâtiment et les transports.
- La production industrielle.
- L'agriculture et la sylviculture.
- Les énergies: gaz, électricité, chauffage et climatisation.

A l'issue de ce reporting, les GFI au sein de l'UE devront, conformément à l'art.6 SFDR, indiquer pour chaque fonds si celui-ci intègre les principes d'investissement durable et le niveau d'incidence des risques de durabilité sur les performances escomptées du fonds. Les GFI doivent aussi indiquer avant le 30 décembre 2022, pour chaque fonds, lorsqu'ils ont déclaré prendre en compte les risques de durabilité, quelles sont les principales incidences négatives sur les facteurs de durabilité.

Dans la pratique nous pourrions aussi classer les fonds en « vert clair » ou « vert foncé » selon qu'ils répondent aux conditions de l'article 8 ou de l'article 9 SFDR. L'article 8 vise les fonds qui promeuvent des objectifs environnementaux ou sociaux (E et S). L'article 9 vise les fonds qui promeuvent l'investissement responsable. Sont particulièrement pertinentes pour notre étude les obligations de l'article 9 (3) pour les fonds qui visent une

réduction des émissions de CO2 car ceux-ci devront expliquer leur alignement avec l'Accord de Paris et décrire leur méthodologie (art. 9 (4)).

Les activités économiques de l'article 3 doivent remplir les quatre conditions énoncées:

- Contribuer de manière substantielle à la réalisation d'un ou de plusieurs des objectifs environnementaux (à l'article 9);
- DNSH. Ne pas nuire de manière significative à un autre objectif de l'article 9 (conformément à l'article 17);
- Respecter les garanties minimales (prévues à l'article 18);
- Se conformer aux critères de sélection techniques établis en vertu des articles 10 à 15 et 19.



**Figure 14 Taxinomie - Les critères du développement durable.**

Les GFI devront donc adosser à leur processus de SAA et TAA (voir Chapitre 1 - Section 1 -§ 1 - « La théorie des portefeuilles et le couple risque / rendement », page 20 ci-dessus) un processus de calcul d'alignement à la taxinomie. Ils devront notamment procéder aux études et calculs suivants :

- Analyse et classement des activités des sous-jacents qui entrent dans le cadre de la taxinomie et pour quel objectif.
- Analyse pour chaque activité de la conformité aux critères de sélection. Exemple la production électrique doit engendrer moins de 100g CO2/kWh.

- Vérifier la conformité au principe DNSH c'est-à-dire qu'aucune activité ne cause de dommage significatif à un des 6 objectifs clés.
- Effectuer une Due Diligence pour éviter toute violation des garanties sociales minimales.

A la suite de cette analyse et de manière périodique, les GFI devront produire leurs calculs d'alignement des portefeuilles d'investissements sur la taxinomie tels que décrits dans . Notons le parallèle avec le processus de SAA et TAA des gérants décrit au Chapitre 1 -).

Les GFI doivent aussi, dès mars 2021, indiquer dans leurs informations précontractuelles les objectifs environnementaux de leurs fonds. Ceci inclut le pourcentage cible d'alignement à la taxinomie tel que calculé plus haut. Cet objectif ne peut plus être purement déclaratif (*Greenwashing*) car les GFI devront indiquer dès le DICI / KIID la manière dont ils comptent mettre en œuvre la taxinomie pour atteindre les objectifs du fonds. Les informations périodiques (*factsheets*) doivent inclure la performance effective de ces stratégies ainsi que les calculs de pourcentage d'alignement à la taxinomie.

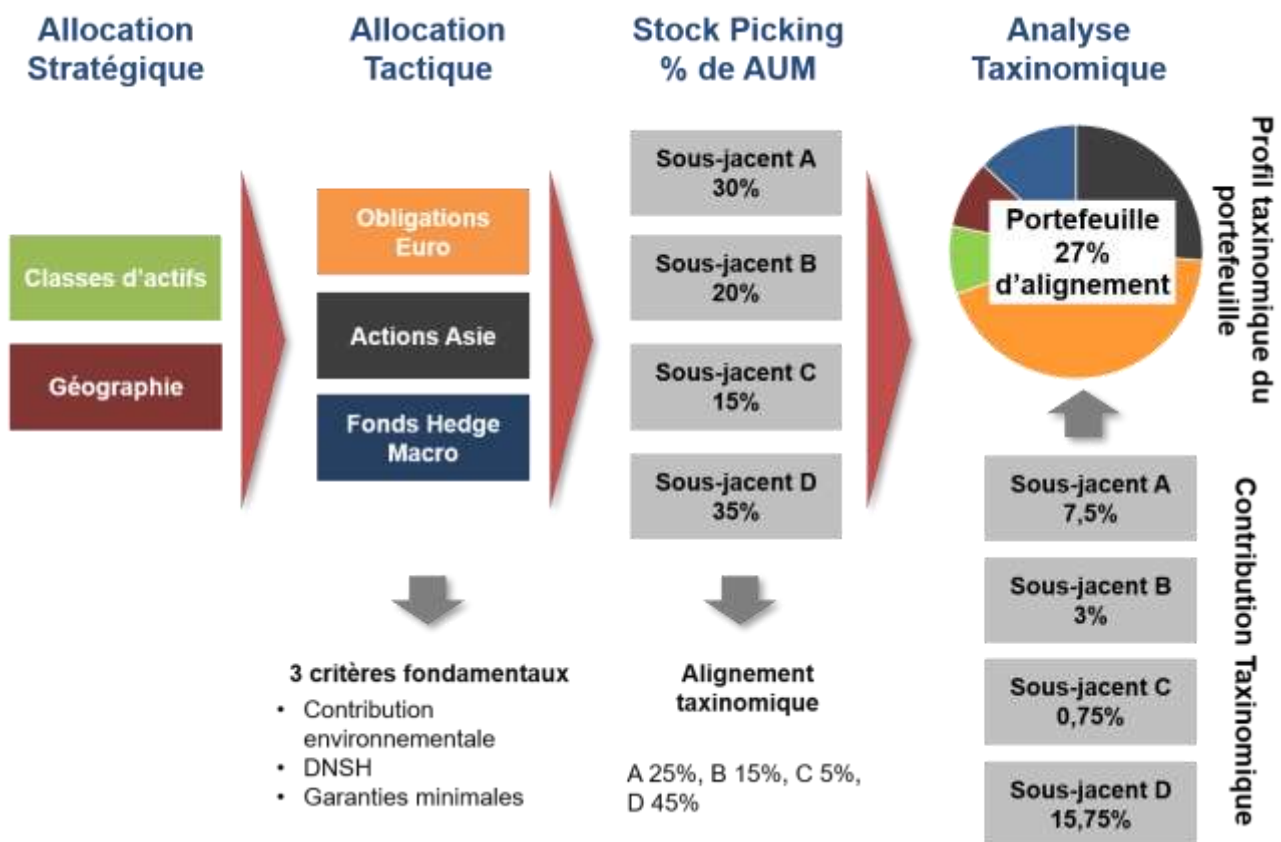


Figure 15 Processus de calcul de l'alignement taxinomique

Selon les principes de bonne gouvernance (G), en matière de reporting, les entreprises et les GFI doivent aussi suivre un certain nombre de standards classiques qui ne permettent pas nécessairement de déterminer leur empreinte carbone mais qui incluent d'ores et déjà des éléments qualitatifs, outre les chiffres purement comptables. Ceux-ci sont notamment :

- Les normes IFRS : normes comptables standardisées établies par le IASB, *International Accounting Standards Board*.
- Les normes GIPS : normes de calcul de performances standardisées établies par le *CFA Institute*.
- La Directive 2014/95/EU. *Non-Financial Reporting Directive* qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes (NFRD).

On peut se poser la question de savoir où ranger le climat dans les catégories ESG. Il est certain que les informations relatives aux incidences climatiques des fonds peuvent être rangées dans la catégorie Environnement, comme l'indique les lignes directrices de la Commission européenne sur l'information non financière (2019/C 209/01)<sup>118</sup>.

*« Les informations relatives au climat peuvent être considérées comme relevant de la catégorie des questions environnementales. »*

Toutefois les GFI devront tenir compte de toutes les incidences climatiques et certaines auront trait aux aspects sociaux (S, thèmes dits de « justice climatique<sup>119</sup> ») et de gouvernance (G, reporting non financier des entreprises, voir NFRD). Les trois parties de la réglementation européenne de l'investissement durable sont liées. Comme indiqué ci-dessous, les gérants doivent publier leur positionnement et leur politique d'investissement durable, puis intégrer les données ESG des sous-jacents dans la taxinomie et publier leurs analyses.

---

<sup>118</sup> Commission Européenne. Lignes directrices sur l'information non financière: Supplément relatif aux informations en rapport avec le climat (2019/C 209/01)

<sup>119</sup> « Le mouvement pour la justice climatique ... considère le changement climatique comme un problème de justice sociale complexe et non simplement comme un problème environnemental. »  
<https://350.org/fr/quest-ce-que-la-justice-climatique/>. Consulté le 22 mai 2021.





**Figure 16 L'articulation des règles européennes**

Il nous faut maintenant analyser la construction financière de la valeur « climat » dans un portefeuille afin de comprendre le mécanisme transactionnel qui permet d'implémenter une théorie du préjudice climatique.

## **Section 2 - La reconnaissance d'un dommage et d'une action climatique**

Le prix payé par un investisseur pour la gestion des fonds dans lesquels il a investi est la somme des frais qui lui sont facturés et des charges qui sont imputées au fonds (sur l'argent de l'investisseur). La valeur des parts de l'investisseur dans le fonds est fonction des valorisations de chacun des titres sous-jacents. Cette valorisation dépendait historiquement principalement du couple risque / rendement, le « *risk-return trade-off* ». Mais le développement de l'investissement responsable et de la transparence des informations non-financières implique une prise en considération de la valeur climatique. Quant à l'intérêt à agir en justice, il sera déterminé selon la nature du préjudice climatique invoqué.

Nous examinerons donc le pricing climatique des fonds d'investissement (§ 1 -), la détermination du préjudice climatique (§ 2 -) et l'existence d'un droit d'agir en réparation de ce préjudice (§ 3 -).

## § 1 - Le pricing climatique des fonds d'investissement

Un calcul exact du préjudice écologique est nécessaire avant de pouvoir envisager d'éventuelles obligations de réparation. Si tant est qu'une responsabilité des GFI puisse être établie ; quel dommage devraient-ils réparer ? Comment déterminer le prix du dommage climatique ? Pour déterminer le prix / la valeur des externalités climatiques nous nous référerons à la théorie des externalités économiques.

### A - Les externalités environnementales

Ainsi que l'expliquait Joseph Stiglitz en 1993<sup>120</sup>, les externalités environnementales ne sont pas uniquement négatives. La doctrine en droit de l'environnement décrit la tragédie des communs et les externalités de A.C. Pigou<sup>121</sup>. Mais les externalités peuvent aussi être positives, tels que les bénéfiques environnementaux des équipements de filtrage des émissions d'usines de valorisation thermique des déchets. Ces équipements ont un coût pour l'entreprise dont le bénéfice revient non pas à cette entreprise mais à la communauté.

On peut représenter les deux types d'externalités par les courbes d'offre et de demande ci-dessous. Pour les externalités négatives, leur incidence est de translater toute la courbe d'offre vers la droite, à ne pas confondre avec un déplacement sur la même courbe vers la droite. Le coût environnemental du bien ou service produit (courbe d'offre) n'est pas inclus dans le prix de vente de ce bien / service. Les acheteurs (courbe de demande) en consomment donc davantage, et à bas prix. Les externalités négatives créent ainsi une surproduction de biens et services plus polluants. Les clients achètent à bas prix un bien polluant (Figure 17 Non-intégration des externalités négatives dans la courbe d'offre).

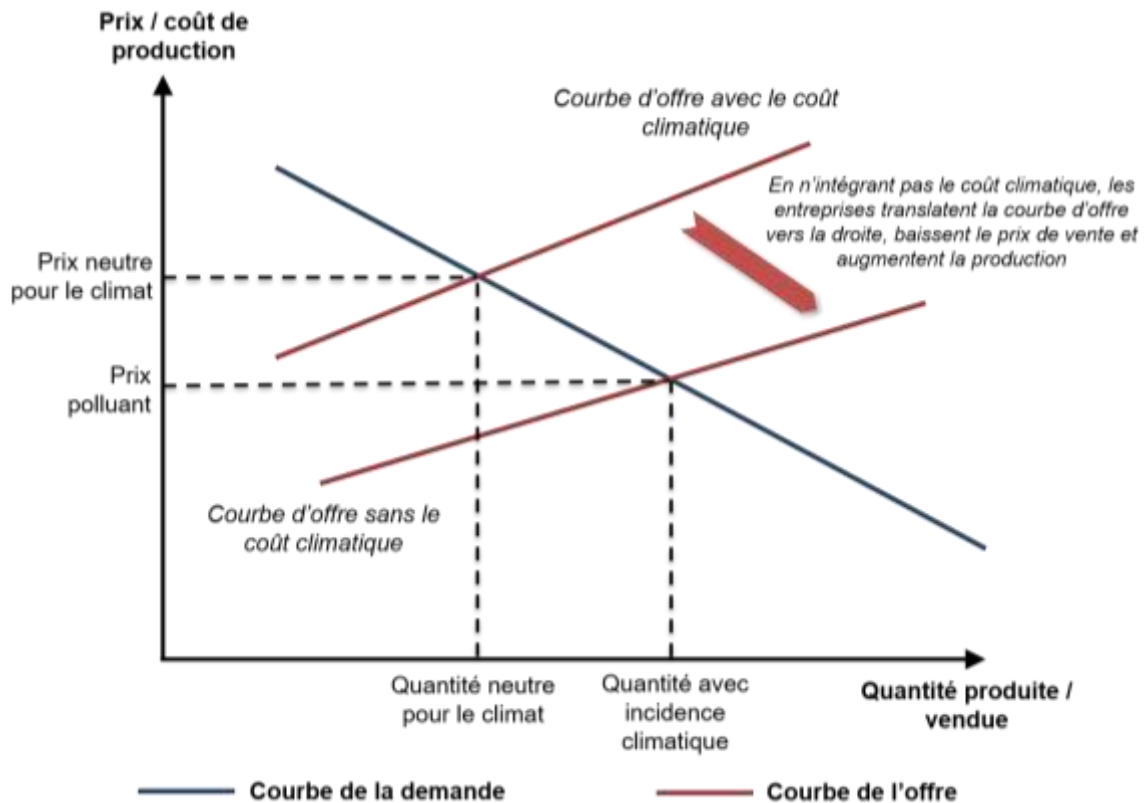
En intégrant les externalités négatives dans la courbe de production, les coûts de production augmentent, les prix aussi. Le prix de vente des biens et services (courbe d'offre) reflète plus fidèlement leur coût total, y compris ce qu'il en coûte à l'environnement. Puisqu'ils sont plus chers, les clients (courbe de demande) achètent en plus petits volumes des biens / services moins polluants (Figure 18 Intégration des externalités négatives dans la courbe d'offre). Notons que ces deux schémas expliquent partiellement la réaction des gilets jaunes en France en 2019 et 2020 face au projet de taxe carbone qui aurait rendu le carburant plus coûteux mais aurait aussi impacté la capacité des acheteurs à en consommer en même quantité. Notons aussi que l'intégration des externalités s'accompagne de ce que

---

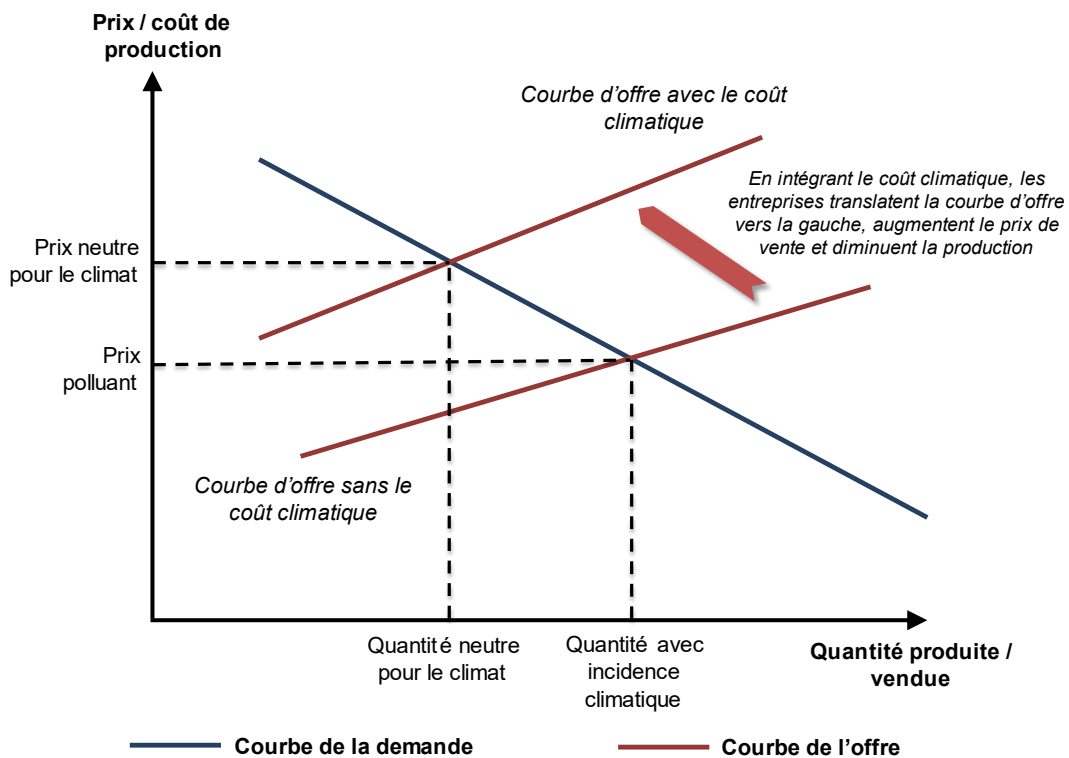
<sup>120</sup> STIGLITZ Joseph E., *Economics*, W.W. Norton, 1993. Page 589.

<sup>121</sup> PIGOU A.C., *The Economics of Welfare (1921)* [en ligne], Palgrave Macmillan, 2013.

certaines nomment la « sobriété » écologique, c'est à dire une consommation en plus faible volumes et quantités.



**Figure 17 Non-intégration des externalités négatives dans la courbe d'offre**



**Figure 18 Intégration des externalités négatives dans la courbe d'offre**

## B - L'intégration des externalités : Coase ou Pigou ?

Selon le théorème de Coase<sup>122</sup>, l'intervention de l'Etat pour réguler les externalités n'est pas la seule solution au dilemme de sous-valorisation des incidences climatiques et environnementales négatives dans les transactions économiques. J. Stiglitz donne l'exemple<sup>123</sup> de la pêche gratuite dans un lac qui entraîne l'épuisement de la ressource halieutique. Aucun pêcheur n'a intérêt à réduire ses prises aujourd'hui si ses concurrents n'en font pas autant. Une réglementation pourrait déterminer les droits de chacun. Mais selon le théorème de Coase, même en l'absence d'intervention gouvernementale (sous forme de réglementation supplémentaire), si le droit de pêche est alloué à 100% à un propriétaire / concessionnaire, celui-ci aura intérêt à préserver la ressource à long terme. Il pourra ensuite pêcher lui-même de manière conservatrice ou revendre des parts de pêche limitées. La ressource serait préservée. La répartition des droits de propriétés ou d'autres droits réels, permet selon Coase d'optimiser la gestion des ressources et de les préserver sans intervention de l'Etat. On sait qu'en droit français, il existe des solutions pour diviser les droits réels sans nécessairement les démembrer, tels que les droits réels de jouissance spéciale<sup>124</sup> dont l'usage peut permettre une illustration du théorème de Coase. Cette doctrine peu favorable à l'intervention de l'Etat s'inscrit dans l'ensemble de la recherche néo-libérale des années 1960 et 1970 à l'université de Chicago, où Ronald Coase était professeur de droit. Comme mentionné au Chapitre 2 -Section 1 - « Les nouvelles obligations climatiques des gérants de fonds » (page 52 ci-dessus), la méthode choisie par l'UE et celle du Royaume-Uni (depuis le Brexit) est principalement « coasienne », plutôt que « pigouvienne » en ce que l'accent est mis sur une réglementation par la transparence et l'allocation d'investissements plutôt que sur des méthodes de limites ou seuils contraignants, qui sont par ailleurs des outils bien connus du DIE mais peu efficaces depuis 50 ans, ou des taxes sur lesdits investissements polluants.

En effet, l'adoption de politiques déclaratoires d'investissement responsables a pour conséquence d'augmenter le coût du capital pour les entreprises polluantes. Ainsi les investisseurs et GFI qui mettent en place des politiques d'investissement socialement responsable (ISR), ou adoptent des indices de référence environnementaux tels le EU

---

<sup>122</sup> COASE R. H., « The Problem of Social Cost » [en ligne], *J. Law Econ.*, 3, [University of Chicago Press, Booth School of Business, University of Chicago, University of Chicago Law School], 1960.

<sup>123</sup> STIGLITZ Joseph E., *Economics*, W.W. Norton, 1993. Page 590.

<sup>124</sup> Arrêt « Maison de la Poésie ». Cass. civ. 3e, 31 oct. 2012, n°11-16.304 : JurisData n° 2012-024285.

Paris-Aligned Benchmark, le EU Climate Transition Benchmark<sup>125</sup>, des lignes directrices tels que les Green Bond Principles<sup>126</sup> ou des labels tels que LuxFlag ESG<sup>127</sup> seront plus réticents à investir dans des entreprises polluantes, ou dont l'incidence climatique ne leur paraît plus acceptable, ce qui renchérit le coût du capital pour ces entreprises. On en trouve un exemple dans l'émission obligataire de 2,6 milliards d'euros de LafargeHolcim Ltd. le 17 novembre 2020, à maturité 2031 (10 ans), certifiée émission durable (« SLB - *sustainability-linked bond* ») par ISS. Si LafargeHolcim n'atteint pas ses objectifs de GES, 475kg ce CO2 par tonne de ciment en 2030, la société verra le coupon obligataire augmenter de 0,75%<sup>128</sup>. Le coût climatique est intégré au prix du capital. L'augmentation du coût touche aussi bien le capital social (« *equity* ») que la dette. De plus l'extension des contraintes de vigilance et la méfiance face au « *Greenwashing* »<sup>129</sup> ont pour corolaire une augmentation des coûts d'image des producteurs : relations publiques, marketing et communication (voir en Annexe 3.1, page 142, Figure 25 Santander banque durable de l'année, Financial Times, 21 mai 2015). Ces coûts s'ajoutent aux coûts de production.

Pour atténuer ces coûts supplémentaires liés à l'ESG (Figure 11 Les éléments de l'ESG, page 52 ci-dessus), aux plaidoyers des ONGE et aux devoirs de vigilance (Chapitre 2 -Section 2 -§ 2 - « La détermination du dommage climatique », page 72, ci-dessous), les entreprises ont un intérêt à adopter des mesures et acquérir des équipements plus favorables au climat. C'est la transparence, élément « coasien », qui force la main des acteurs du secteur financier.

Mais la réglementation « pigouvienne » peut aussi agir sur la demande de systèmes de dépollution. Nous représentons ceci avec la courbe en Figure 19 L'incidence de la réglementation sur la demande d'équipement dépolluant (ci-dessous). Cette approche est « pigouvienne » en ce qu'elle force les industriels à adopter des équipements dépolluants. On pense en France au droit des ICPE, droit malheureusement peu efficace par défaut de sanction, comme mentionné au Chapitre 1 -Section 2 -§ 3 -B - « L'effectivité réduite des

---

<sup>125</sup> Règlement (UE) 2019/2089 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant le règlement (UE) 2016/1011 en ce qui concerne les indices de référence transition climatique de l'Union, les indices de référence accord de Paris de l'Union et la publication d'informations en matière de durabilité pour les indices de référence.

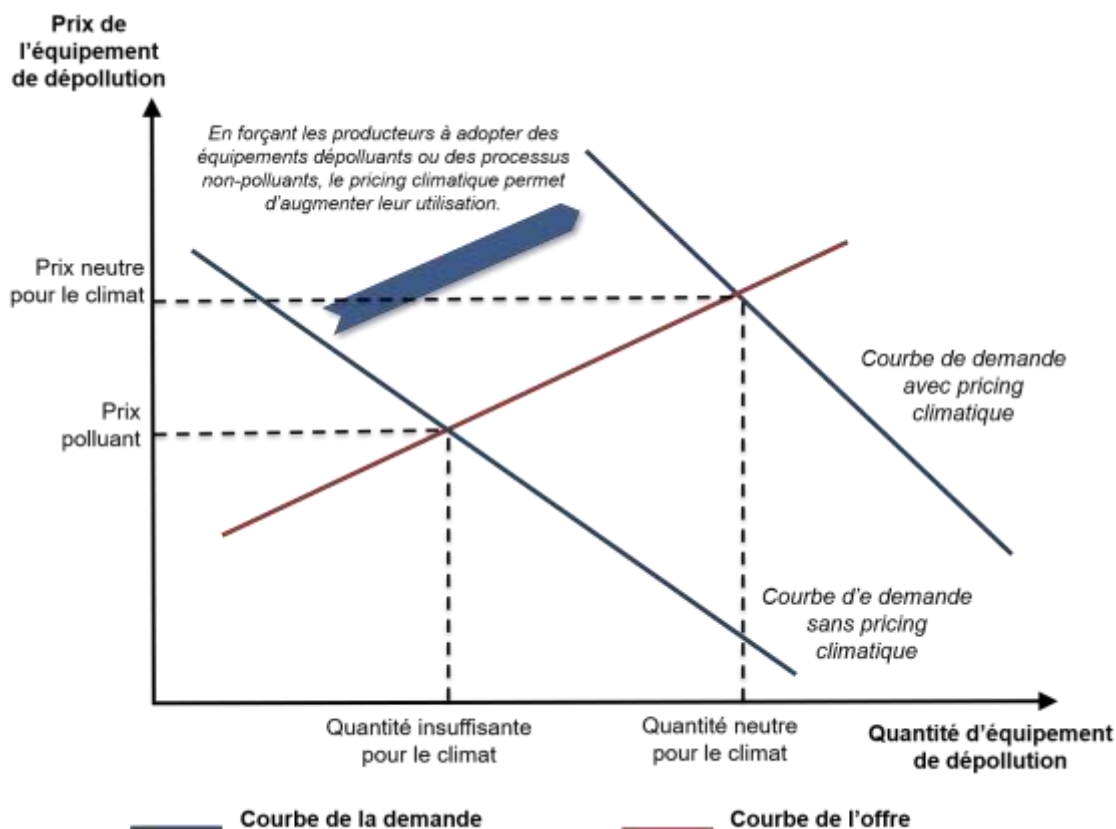
<sup>126</sup> Principes applicables aux obligations vertes, Green Bond Principles (GBP), émis par l'ICMA, une ONG basée à Zurich et qui regroupe des opérateurs des marchés obligataires.

<sup>127</sup> <https://www.luxflag.org/labels/esg/>

<sup>128</sup> <https://www.lafargeholcim.com/sustainability-linked-bonds>

<sup>129</sup> Aussi « écoblanchiment ». Terme inventé par Jay Westervelt en 1986. Politique de marketing utilisée dans le but de se donner une image de responsabilité environnementale trompeuse.

sanctions environnementales » (page 50, ci-dessus). Cette réglementation environnementale augmente la demande de mesures et équipements dépolluants et translate ainsi la courbe de la demande de biens dépolluants vers la droite : le prix augmente et la quantité aussi. La pollution est donc limitée ou réduite. Cet exemple est donné par J. Stiglitz<sup>130</sup>.



**Figure 19 L'incidence de la réglementation sur la demande d'équipement dépolluant**

On conçoit que le prix « climatique » d'un titre devrait être fonction du couple risque / rendement et du prix de l'externalité environnementale, particulièrement (pour notre sujet : la responsabilité climatique) du prix de l'incidence climatique du portefeuille. L'évaluation du risque climatique des sous-jacents du portefeuille du GFI sera intégrée au risque global du titre et donc au calcul de la valorisation. L'externalité, elle, est une modalité de valorisation séparée. Suite aux travaux du GIEC, notamment la publication en 2018 du Rapport Spécial 1 (SR1)<sup>131</sup>, il est tout à fait possible de calculer l'impact climatique d'un actif sous-jacent et

<sup>130</sup> STIGLITZ Joseph E., *Economics*, W.W. Norton, 1993.

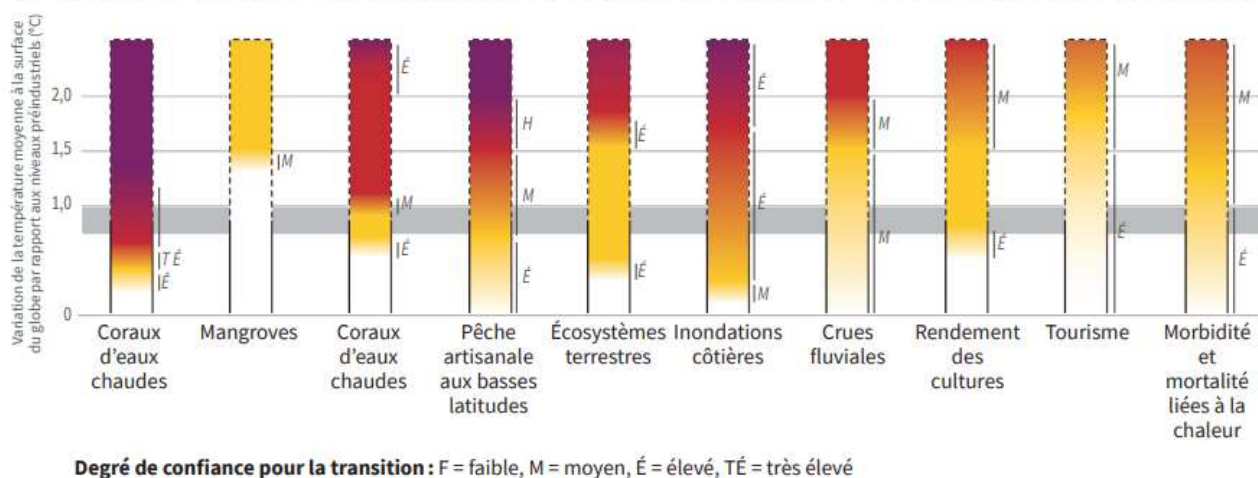
<sup>131</sup> GIEC, 2018 : Résumé à l'intention des décideurs, Réchauffement planétaire de 1,5 °C, Rapport spécial du GIEC sur les conséquences d'un réchauffement planétaire de 1,5 °C par rapport aux niveaux préindustriels et les trajectoires associées d'émissions mondiales de gaz à effet de serre, dans le contexte du renforcement de la parade mondiale au changement climatique, du développement durable et de la lutte contre la pauvreté [Publié sous la direction de V. Masson-Delmotte, P. Zhai, H. O. Pörtner, D. Roberts, J. Skea, P.R. Shukla, A. Pirani, W. Moufouma-Okia, C. Péan, R. Pidcock, S. Connors, J. B. R. Matthews, Y.

d'associer un coût financier à cet impact. Les GFI ne devraient plus être en mesure d'arguer de leur ignorance (voir § 2 - « La détermination du dommage climatique »), ou du manque de précision des méthodes de calcul incidentes et/ou des données intégrées.

Les agences d'évaluation environnementales (Novethic, Sustainalytics, V.E., Oekom) disposent de bases de données climatiques dont l'expansion a été exponentielle depuis le rapport fondateur de R. Heede sur les « *Carbon Majors* » en 2014, mis à jour en 2019<sup>132</sup>. Ces données permettent de calculer le risque d'incidence, les probabilités, ainsi que l'ampleur des coûts, ce qui permet de calculer le dommage escompté avec un degré de confiance précis et quantitatif. Voir la Figure 20 Incidences du réchauffement climatique sur certaines activités, pour un exemple du GIEC concernant certaines activités dans le SR1.

Reste enfin à déterminer l'incidence climatique du portefeuille dans son ensemble. La théorie des portefeuilles de Markowitz<sup>133</sup> est applicable aux fluctuations de performance climatique des titres sous-jacents. Par exemple, la combinaison des variations d'empreintes carbone produira des covariances distinctes et une déviation standard réduite. Ainsi les portefeuilles portent leur propre mécanisme de compensation carbone.

### Incidences et risques pour un certain nombre de systèmes naturels, gérés et humains



**Figure 20 Incidences du réchauffement climatique sur certaines activités**

**Source : GIEC 2020**

Chen, X. Zhou, M. I. Gomis, E. Lonnoy, T. Maycock, M. Tignor et T. Waterfield]. Organisation météorologique mondiale, Genève, Suisse, 32 p « IPCC-Special-Report-1.5-SPM\_fr.pdf », [consulté le 25 mai 2021].

<sup>132</sup> HEEDE Richard, *Carbon Majors Accounting for carbon and methane emissions 1854--2010 Methods & Results Report* [en ligne], [s. n.], 2019, [consulté le 25 mai 2021].

<sup>133</sup> MARKOWITZ Harry, « Portfolio Selection » [en ligne], *J. Finance*, 7, 1952, [consulté le 9 mai 2021]

BREALEY Richard A. et MYERS Stewart C., *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill, 1996. Page 174.

Le cabinet de conseil Bain & Company a proposé un modèle à critères multiples de détermination de portefeuilles climatiques (ou ESG) adaptés aux préférences des investisseurs<sup>134</sup> ainsi qu'aux caractéristiques modulables de la taxinomie. Cette méthode pourra être adaptée aux nouvelles obligations climatiques des GFI. Bain note cependant que les agences de notation et les divers consultants qui interviennent dans le domaine de l'ESG devront disposer de bases de données plus vastes et plus cohérentes. Le cabinet note par exemple que les différentes méthodologies utilisées par Moody's, Standard & Poor's et Fitch Ratings, trois agences de notation, produisent des notations ESG qui varient considérablement pour les sociétés de l'indice Stoxx Europe 50<sup>135</sup>. La corrélation des notations ESG entre ces agences de notation est en moyenne de 0,61 contre 0,99 pour les notations de crédit. Pour le facteur gouvernance (le G de ESG), la corrélation est à 0,30. Pour rappel, une parfaite corrélation est de 1 et une corrélation négative élevée se rapproche de (-1). En d'autres termes, les notations ESG ne sont pas homogènes, et donc certaines ne sont probablement pas cohérentes. Le MIT a fait la même observation dans son étude sur les notations ESG des agences de conseil spécialisées dans ces évaluations, « *Aggregate Confusion* »<sup>136</sup> en 2020.

Ces développements seront repris lors de la détermination du quantum de la responsabilité climatique des GFI au § 2 -.

## § 2 - La détermination du dommage climatique

Il faut distinguer l'atteinte à des intérêts privés subjectifs, réparés selon le droit commun de la responsabilité civile en droit civil et selon la théorie du « *Tort* » en Common Law, de l'atteinte à un intérêt objectif, celui de préserver les écosystèmes et leurs biosphères.

### A - Le préjudice écologique et climatique.

Dans les faits, bien que les entreprises sous-jacentes des fonds d'investissement puissent causer des dommages environnementaux à des populations déterminées, qui seront donc certains, directs et personnels ; elles causeront aussi (et souvent) des

---

<sup>134</sup> Bain & Company, *An "Open Source" Approach to Liberate ESG Investing*, 17 février 2021. <https://www.bain.com/insights/an-open-source-approach-to-liberate-esg-investing/>

<sup>135</sup> Euro Stoxx 50 : indice créé par Dow Jones, maintenant propriété de Qontigo pour les marchés de la zone euro. Regroupe 50 titres selon leur capitalisation boursière. <https://qontigo.com/>

<sup>136</sup> Berg, Florian and Kölbel, Julian and Rigobon, Roberto, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings* (May 17, 2020).



dommages climatiques diffus, indirects et collectifs<sup>137</sup>. C'est pourquoi la jurisprudence française<sup>138</sup>, puis le législateur ont reconnu un « préjudice écologique pur » aujourd'hui défini à l'art. L161-1 du Code de l'environnement. Il s'agit de :

*« détériorations directes ou indirectes mesurables de l'environnement qui créent un risque d'atteinte grave à la santé humaine du fait de la contamination des sols, ... affectent gravement l'état écologique, chimique ou quantitatif ou le potentiel écologique des eaux, ... affectent gravement le maintien ou le rétablissement dans un état de conservation (d'espèces protégées, de leur habitat ou de leurs sites de reproduction), ... affectent les services écologiques (fonctions et services écosystémiques). »*

Les atteintes visées sont donc indépendantes de celles portées par ailleurs à des intérêts humains, ainsi que décidé par la CA de Nouméa le 25 février 2014<sup>139</sup>. La loi française du 8 août 2016<sup>140</sup> a inséré dans le Code civil les articles 1246 à 1252 qui visent une atteinte non-plus « grave » mais « non négligeable aux éléments ou aux fonctions des écosystèmes ou aux bénéfices collectifs tirés par l'homme de l'environnement. » C'est la consécration d'un préjudice environnemental. Suivant la nomenclature Neyret, la jurisprudence française semble reconnaître la distinction entre le préjudice écologique objectif et le préjudice environnemental collectif et moral<sup>141</sup>. Il a été proposé de créer de plus un préjudice sanitaire<sup>142</sup> qui permettrait « d'identifier et de reconnaître les atteintes à la santé humaine dans une dimension collective c'est-à-dire soit à une population humaine identifiée en termes d'espace/territoire ou reliée en termes de causalité (dans des temps éventuellement différents) à un fait catastrophique. » On pense notamment aux conséquences sanitaires à long terme d'une catastrophe telle que celle de Lubrizol sur la population communale ou régionale.

En France, en matière de réparation du préjudice écologique, le principe directeur est celui de la réparation en priorité en nature (C. civ. art. 1249) et de la réparation intégrale par la remise en état. (art. L162-9 C. env.). Cette remise en état implique trois types de réparation par ordre de priorité : la réparation primaire qui vise au retour à l'état initial des

---

<sup>137</sup> Jacqueline Morand-Deville, *Que sais-je ?* 12e édition (4 décembre 2019), page 19.

<sup>138</sup> Chambre criminelle, 25 septembre 2012, 10-82.938, affaire Erika.

<sup>139</sup> Cour d'appel de Nouméa du 25 février 2014 (n°11/00187), *Assoc. Action biosphère c/ Société Vale*, Dr. envir. 2014. 212

<sup>140</sup> L.n°2016-1087 du 8 août 2016, art.4.

<sup>141</sup> Trib. jud. Pau Ord. 22 juin 2020, <https://www.actu-environnement.com/media/pdf/news-35715-ordonnance-sobegi.pdf>

<sup>142</sup> Marie-Pierre Camproux Duffrene. *La reconnaissance de préjudices spécifiques en cas de catastrophe technologique*, op. cit. page 7.

ressources et services écosystémiques ; la réparation complémentaire pour atteindre un niveau de restauration comparable à celui de la restauration primaire et une réparation compensatoire à mettre en œuvre entre la date de constatation du dommage et celle de sa réparation primaire ou complémentaire. Le juge judiciaire peut imposer des mesures préventives en vertu de l'article 1252 C. civ. Celles-ci doivent simplement être « raisonnables », ce qui constitue un aménagement favorable à l'environnement en comparaison des conditions des articles 834 et 835 du Code de procédure civile<sup>143</sup>.

Il n'existe pas en France de définition légale du préjudice climatique, on se réfèrera à la discussion des tests de l'action climatique au Chapitre 3 -Section 2 - « Les tests de l'action en réparation » (page 92).

Au Royaume-Uni, il n'existe pas de définition statutaire du préjudice écologique mais l'Environmental Protection Act 1990 (EPA) et l'Environmental Damage (Prevention and Remediation) Regulations 2009 (EDR) définissent des nuisances statutaires sur le fondement desquelles toute personne qui subit un préjudice peut agir en justice. Le Climate Change Act 2008 (CCA) ne contient aucun mécanisme permettant d'obtenir réparation d'un quelconque préjudice climatique, que par ailleurs cette loi ne définit pas. Un Environmental Act 2021 devrait être approuvé fin 2021. Pour étudier la responsabilité des GFI concernant la réparation un dommage climatique on se réfèrera donc à la discussion des tests de l'action climatique au Chapitre 3 -Section 2 - « Les tests de l'action en réparation » (page 92).

## **B - Un préjudice indéniable et calculable**

Dans une affaire administrative luxembourgeoise en 2019 (TA, 17 décembre 2019, No 43604), non soumise au SFDR, entré en vigueur en mars 2021, Greenpeace demandait, conformément à l'article 53 de la loi modifiée du 13 février 2007<sup>144</sup>, à ce que le Fonds de Compensation de la Sécurité sociale luxembourgeois, structuré en SICAV, respecte les obligations déclaratives générales des SICAV concernant les risques encourus par l'investisseur.

L'article 53 en question dispose que :

---

<sup>143</sup> Urgence, dommage imminent, trouble manifestement illicite.

<sup>144</sup> Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés et portant modification de la loi modifiée du 20 décembre 2002 relative aux organismes de placement collectif.  
<http://legilux.public.lu/eli/etat/leg/loi/2007/02/13/n1/jo> consulté le 22 mai 2021.

« Le document d'émission doit contenir les renseignements qui sont nécessaires pour que les investisseurs puissent juger en pleine connaissance de cause l'investissement qui leur est proposé et notamment les risques inhérents à celui-ci. »

Le tribunal donne raison à Greenpeace en ce qu'il estime que les informations requises au sujet des émissions de gaz à effet de serre et des risques financiers liés aux investissements du FDC dans les énergies fossiles sont des informations environnementales, conformément à la loi sur l'accès aux informations environnementales de 2005<sup>145</sup>. Cette décision est importante en ce qu'elle démontre que les obligations d'information et de diligence des GFI en matière d'incidences et de risques climatiques ne peuvent être limitées aux seules dispositions qui font expressément et spécifiquement référence à ces éléments. La même logique de plaidoyer et d'action se retrouve dans L'Affaire du siècle<sup>146</sup> en France et au Royaume-Uni dans l'affaire *Plan B Earth v. Secretary of State*.<sup>147</sup> Ainsi, l'Accord de Paris n'est certes pas invocable contre l'Etat français devant le juge administratif français **mais** à défaut de respecter ses engagements climatiques, la responsabilité de cet état peut être recherchée devant cette juridiction. Dans leur argumentaire de mémoire en réplique daté du 3 septembre 2020 concernant L'Affaire du siècle<sup>148</sup>, les ONGE indiquent clairement comment le Droit international climatique s'imisce dans les actions climatiques internes (pages 4 et page 13) : l'Accord de Paris n'est certes pas invocable en tant que tel mais en tant qu'il comporte une reconnaissance de l'Etat de son devoir de lutter contre le changement climatique<sup>149</sup>. En France, au Luxembourg et au Royaume-Uni ces devoirs issus du DIE sont relayés par le droit européen et le droit interne. De plus au sein de l'UE ces engagements sont désormais relayés par le droit dérivé : Reg. UE 2018/842 sur la réduction des GES 2021-2030 par lequel les 28 Etats membres se sont réparti l'effort de réduction des émissions de CO2 d'ici 2030, en application

---

<sup>145</sup> Sur le fond, le tribunal n'a pas donné satisfaction à la demande d'information de Greenpeace mais le FDC a publié en décembre 2020 son premier rapport d'investissement responsable. <https://www.fdc.lu/investissement-socialement-responsable/>. Consulté le 25 mai 2021.

<sup>146</sup> TA Paris, 3 février 2021, Association notre affaire à Tous et autres n°1904967, 1904968, 1904972, 1904976/4-1. « Par un jugement du 3 février 2021, le tribunal administratif de Paris reconnaît l'existence d'un préjudice écologique lié au changement climatique. Il juge que la carence partielle de l'Etat français à respecter les objectifs qu'il s'est fixés en matière de réduction des émissions de gaz à effet de serre engage sa responsabilité. »

<sup>147</sup> Affaire jugée par la Cour Suprême du Royaume-Uni le 16 décembre 2020. *Friends of the Earth Ltd and others v Heathrow Airport Ltd*, [2020] UKSC 52. La cour a annulé une décision de la Cour d'appel et autorisé le processus d'approbation d'une troisième piste à l'aéroport international d'Heathrow au motif que le gouvernement a suffisamment tenu compte des impacts climatiques par rapport aux objectifs climatiques antérieurs à l'Accord de Paris (ceux-ci étaient moins rigoureux).

<sup>148</sup> <https://laffairedu siecle.net>. Consulté le 7 mai 2021.

<sup>149</sup> Devoir reconnu par le Tribunal administratif de Paris dans sa décision du 3 février 2021 n° 1904967.

de l'Accord de Paris. Cet « état de conscience » du droit international, du DIE, du droit européen et des droits nationaux, renforcé par l'éveil de la communauté financière mondiale (ICMA, ESMA, TCFD, UN-PRI, NGFS, autorités de tutelle), met les gérants de fonds en demeure, au sens qu'il les avertit par une injonction suffisante et de manière crédible et certaine de l'existence des risques climatiques.

La décision du TA de Luxembourg du 17 décembre 2019 dans l'affaire Greenpeace est fondamentale en ce qu'elle démontre qu'il n'est plus nécessaire que le droit positif énonce ou confirme l'existence du risque climatique ; ce risque est indéniable. Les GFI doivent l'intégrer dans leurs processus décisionnels, dans leurs plans de résilience, dans leur gestion du risque d'investissement et bien entendu dans toute information préalable ou périodique fournie aux investisseurs.

Les GFI ne peuvent plus non plus arguer de l'absence de data ou de méthodologies leur permettant de calculer leur impact climatique ainsi que les scénarios représentatifs de leurs portefeuilles et de mettre ces informations à disposition de leurs investisseurs. Le changement attendu de comportement des facteurs risques dans les portefeuilles peut désormais être modélisé en intégrant les scénarios climatiques représentatifs, les RCP, *Representative Concentration Pathways*, définis par le GIEC, d'autres ONG et de nombreux consultants. Les spécifications des scénarios scientifiques intègrent des niveaux de confiance et d'incertitude probabilistiques fondés sur une évaluation des connaissances scientifiques actuelles. Les diverses méthodologies disponibles sont ancrées dans les analyses de scénarios particuliers de températures, y compris le scénario à 2 °C ainsi que celui de l'accord de Paris à 1,5 °C. Il existe trois types de scénarios auxquels les GFI peuvent se référer :

1. Scénarios de transition : Ceux-ci concernent les changements possibles dans les systèmes socioéconomiques qui pourraient réduire suffisamment les émissions anthropiques de GES pour limiter l'augmentation de la température globale à 1,5 °C ou 2 °C. Ces objectifs de température, et les conditions associées pour les atteindre, sont appelés scénarios de transition.
2. Scénarios de changement climatique: Ils concernent les implications pour le système climatique des différentes trajectoires d'émissions de GES, qui représentent elles-mêmes différentes trajectoires socio-économiques. Ces scénarios doivent inclure les changements de progression des événements extrêmes, qui se multiplient rapidement .

3. Scénarios d'impact climatique : Ce sont les scénarios d'incidences futures directes et indirectes du changement climatique sur les systèmes socio-économiques.

Comme nous le verrons au Chapitre 3 -Section 2 -§ 2 -C - « La data climatique des fonds d'investissement » ; les modèles d'évaluation intégrés utilisent l'IA pour analyser un large éventail de données telles que les technologies énergétiques, les choix d'utilisation de l'énergie, les changements dans l'utilisation des terres et les tendances sociétales. Ces éléments permettent aux GFI d'élaborer leurs projections concernant les émissions futures de GES et les impacts climatiques de leurs portefeuilles. Séparément, les données liées aux passages socio-économiques partagées (SSP, *Shared Socioeconomic Pathways*), c'est-à-dire les scénarios qui examinent comment la société, la démographie et l'économie pourraient évoluer au cours de ce siècle sont disponibles, plausibles et cohérentes. Les GFI peuvent donc tout à fait publier des informations fondées sur les meilleures données scientifiques disponibles et ainsi améliorer pour l'ensemble du secteur la comparabilité des informations. On peut citer comme outil disponible pour les GFI celui du UNEP-FI, Transition Check<sup>150</sup>, un outil internet qui adopte une approche par scénarios pour évaluer le risque de transition et l'impact potentiel du changement climatique sur les portefeuilles de prêts aux entreprises dans un cadre global conforme aux recommandations du TCFD. Cet outil extrapole le lien entre les scénarios de transition et la solvabilité des emprunteurs à l'aide d'un échantillon d'emprunteurs dont les notations ont été réétalonnées dans le contexte d'une économie à faible intensité de carbone. Ces points d'étalonnage sont déterminés par des experts en crédit et en durabilité et en fonction des données historiques et des outils de notation de crédit à leur disposition. On peut aussi citer l'outil d'attribution des GES développé par le MIT<sup>151</sup> (*Massachusetts Institute of Technology*). Concernant le développement des techniques d'attribution causale pour les procès climatiques, voir le Chapitre 3 -Section 2 -§ 1 -C - « Le lien causal », page 102 ci-dessous.

Les GFI devront donc expliquer si et pourquoi leurs portefeuilles sortent des RCP et présenter alors une sélection de scénarios plausibles à leurs investisseurs. Ils devront combiner l'évaluation des risques au niveau du portefeuille et au niveau de chaque sous-jacent. L'étalonnage au niveau de l'entreprise sous-jacente doit capturer les nuances de bas en haut (*bottom-up*), tandis qu'un modèle d'évaluation de l'incidence du portefeuille de haut en bas (*top-down*) extrapolera ces impacts sous-jacents vers les segments du portefeuille

---

<sup>150</sup> <https://www.climatetransitioncheck.com/#/home>

<sup>151</sup> <http://web.mit.edu/globalchange/www/climate.html>

en fonction des expositions aux risques de transition (voir concernant le SAA, la Figure 6 L'allocation d'actifs et la volatilité des portefeuilles, page 23 ci-dessus).

Reste à déterminer qui pourra invoquer en justice ce dommage climatique.

### § 3 - Les parties et leur intérêt à agir

Outre les actions personnelles, les pays étudiés permettent à des ONG d'intenter des actions en réparation du préjudice écologique. Nous étudierons donc le droit d'agir des investisseurs et des ONG. Comme l'a observé Véronika Sheykova dans sa thèse « Le préjudice financier » (Septembre 2016).

*« Le législateur a toujours poursuivi simultanément deux objectifs difficilement conciliables : d'un côté, protéger les actionnaires minoritaires et les épargnants et de l'autre côté, mettre les sociétés à l'abri des contestations judiciaires multiples et infondées. »*

On peut donc distinguer trois types d'actions : action individuelle (A -), action conjointe (B -) et action collective (C -).

#### A - L'action individuelle

En droit français, selon l'adage « Pas d'intérêt, pas d'action », les titulaires de l'action en responsabilité civile doivent démontrer un intérêt personnel, direct, légitime, né et actuel à agir en réparation du dommage établi (C. pr. civ., art 31).

Le droit de la responsabilité civil en France et au Luxembourg permet à toute personne lésée d'agir. Le Tribunal administratif de Luxembourg a ainsi jugé en 2003<sup>152</sup> que, même en l'absence de disposition législatives conférant un tel droit, « les voisins directs par rapport à un établissement projeté peuvent légitimement craindre des inconvénients résultant pour eux du projet. »

Au Royaume-Uni le droit d'action ou « *standing* » est fondé sur une demande personnelle, actuelle ou imminente « concrete, actual or imminent injury », et est évalué par la cour de manière discrétionnaire et casuistique<sup>153</sup>.

La CJUE, dans un arrêt de 2014, affaire Kone AG c/ OBB-Infrastruktur AG<sup>154</sup>, a décidé qu'en terme de réparation des dommages causés par une entente interdite par l'art. 101 du

---

<sup>152</sup> TA 23 juillet 2003, n° 15464 du rôle

<sup>153</sup> Ware v Regent's Canal Co (1858) 3 De G & J 212

<sup>154</sup> CJUE 5 juin 2014. Kone AG c/ OBB-Infrastruktur AG. C-557/12. Recueil numérique ECLI:EU:C:2014:1317

Traité Fondamental de l'Union Européenne (TFUE), il appartient aux législateurs des états membres de s'assurer de la réparation effective des dommages causés afin d'assurer l'effectivité du Droit européen de la concurrence. Les règles nationales doivent donc permettre à toute victime de violation dudit droit de la concurrence d'obtenir réparation de toute entreprise qui contribue à cette violation. Il n'existe pas de tel principe général en droit climatique européen.

## **B - L'action conjointe ou de groupe**

L'action en représentation conjointe par une ONG est celle par laquelle cette association agit en réparation des préjudices individuels d'au moins deux personnes.

Le Code monétaire et financier français, art. L452-2, donne aux associations d'investisseurs<sup>155</sup> ainsi qu'aux associations d'actionnaires<sup>156</sup> le droit d'agir en réparation de préjudices de deux individus au moins, causés par une même personne et de même origine pourvu que leur objet statutaire comprenne « la défense des investisseurs en titres financiers ou en produits financiers ». Les ONGE qui agiront en défense des intérêts moraux des investisseurs, à distinguer de l'action en réparation du préjudice écologique, pour cause de violation par le GFI de ses engagements climatiques, devront donc prendre soin d'ajouter cet objet à leurs statuts.

Le Code français de l'environnement prévoit aussi une action en représentation conjointe<sup>157</sup>, sur mandat de plusieurs parties individuelles donné à une association agréée (C. env. art. L142-3) et une action de groupe environnementale<sup>158</sup>, même si ces deux actions n'ont pas eu de succès jusqu'à présent. De plus, en matière pénale en France, les associations pour la protection de l'environnement agréées par l'administration (C. envir. art L141-1), ou celles créées depuis plus de cinq ans et dont les statuts visent la sauvegarde des intérêts lésés peuvent se porter partie civile (C. envir. art L142-2).

Il n'existe pas au Royaume-Uni d'action environnementale ou financière conjointe. Il existe un concept de « *Mass action* » sur le fondement d'un processus optionnel dit « *op-*

---

<sup>155</sup> Associations agréées, dans des conditions fixées par décret (C. mon. art. D452-1. 6 mois, 200 membres, action effective, avis positif de l'AMF), après avis du ministère public et de l'Autorité des marchés financiers, lorsqu'elles justifient de six mois d'existence. C. mon. art. L452-1.

<sup>156</sup> Associations d'actionnaires justifiant d'une inscription nominative depuis au moins deux ans et détenant ensemble au moins 5 % des droits de vote. C. com. art. L225-120.

<sup>157</sup> C. env. art L 142-3. Voir Cass. civ. 2<sup>e</sup>, 8 juin 2011, n°10-15500, SNC Alvéa. Action sur le fondement de l'article L.142-2 C. env. en réparation du préjudice moral subi du fait de l'atteinte portée par ces infractions aux intérêts collectifs défendus.

<sup>158</sup> C. env. art. L142-3-1, L. n°2016-1547 du 18 nov. 2016.

*in* » principalement utilisé dans des cas de pratiques anti-concurrentielles. . Le juge peut aussi rendre une décision de « *Group Litigation Order* », un regroupement des demandes, en vertu de la Section 19.11 des règles de procédure civile, Civil Procedure Rules (CPR). Dans un arrêt récent, la Cour d'appel<sup>159</sup> a décidé que M. Lloyd pouvait agir au nom de 4 millions de résidents anglais utilisateurs de Google en violation du Data Protection Act et que ces actions étaient jointes en vertu du CPR car les préjudices de demandeurs sont uniformes et la défense est unique. Le cas a été accepté en recours devant la Cour suprême mais il demeure significatif car il démontre l'usage qui peut être fait de la Section 19 du CPR pour des dommages de groupe. De plus, au Royaume-Uni, depuis 2013, le Damages-Based Agreements Regulations permet aux demandeurs de passer un accord de limitation et de partage des honoraires, ces deux pratiques étant interdites en France et au Luxembourg.

### **C - L'action collective**

En France, la Cour de cassation, en 2008<sup>160</sup>, a reconnu l'existence d'un droit d'action collective des associations dans le cadre de leur objet statutaire. La même cour a reconnu en 2009<sup>161</sup> à une association environnementale le droit d'agir au titre de son objet social en réparation des préjudices collectif, moral et écologique subis du fait d'un vaste défrichement illégal dans une « zone naturelle d'intérêt écologique, faunistique et floristique de type I, d'intérêt communautaire pour les oiseaux, et inventoriée au titre de Natura 2000. » C'est une action en justice attitrée exercée par une ONG pour la défense d'intérêts collectifs qui entrent dans son objet.

Il n'existe pas de tel droit général d'action au Luxembourg. L'article 7, §2, alinéa 2, de la loi du 7 novembre 1996 n'ouvre de recours en justice qu' « aux associations d'importance nationale, dotées de la personnalité morale et agréées au titre d'une loi spéciale à exercer les droits reconnus à la partie civile en ce qui concerne les faits constituant une infraction au sens de cette loi spéciale ». Ainsi l'article 12 de la loi du 31 juillet 2005 implémentant au Luxembourg la Convention sur l'accès à l'information, la participation du public au processus décisionnel et l'accès à la justice en matière d'environnement faite à Aarhus le 25 juin 1998, intitulée « la Convention d'Aarhus » reconnaît un recours uniquement aux mêmes associations.

---

<sup>159</sup> Lloyd v Google LLC [2019] EWCA CIV 1599

<sup>160</sup> Cass. civ. 1<sup>re</sup>, 18 sept. 2008, no 06-22.038

<sup>161</sup> Cass. civ. 3e, 1er juill. 2009, no 07-21.954



Le Code monétaire et financier français, art. L452-1, confère aux associations d'investisseurs agréés le droit d'agir collectivement en réparation du « préjudice direct ou indirect à l'intérêt collectif des investisseurs ou de certaines catégories d'entre eux ». En France, les ONGE seront aussi à même de demander réparation du dommage moral causé par un GFI qui ne respecterait pas ses engagements climatiques. La Cour de cassation a jugé en 2010<sup>162</sup> qu'une ONGE était fondée à demander réparation du préjudice moral indirect causé par des atteintes à l'environnement et à des écosystèmes. Mais, dans un arrêt de 2018<sup>163</sup>, la Cour de cassation française a décidé qu'une association qui a pour objet la protection de l'environnement ne peut agir contre l'Agence nationale pour la gestion des déchets pour diffusion d'informations inexactes car l'ONG n'est pas directement affectée. Cette position aurait pu affecter le droit d'agir des ONG contre des GFI qui ne respecteraient pas leurs engagements climatiques, tels que relevés dans leur communication ou documentation, si la réglementation financière en vigueur n'imposait pas des obligations précises de fournir des informations claires, pertinentes, exactes et compréhensibles.

En matière de préjudice environnemental, l'article 1248 du Code civil français établit plusieurs présomptions légales de l'intérêt à agir de certaines ONGE en ce qu'il dispose que :

*« l'action en réparation du préjudice écologique est ouverte à toute personne ayant qualité et intérêt à agir, telle que l'État, l'Agence française pour la biodiversité, aux collectivités territoriales et à leurs groupements dont le territoire est concerné, ainsi que les établissements publics et les associations agréées ou créées depuis au moins cinq ans à la date d'introduction de l'instance qui ont pour objet la protection de la nature et la défense de l'environnement ».*

Après avoir analysé dans ce Chapitre 2 - les régimes de responsabilité des gérants de fonds pour les changements climatiques, nous allons étudier dans le Chapitre 3 - les modalités de mise en œuvre de cette responsabilité.

---

<sup>162</sup> Cass. civ. 3<sup>e</sup>, 9 juin 2010, no 09-11.738

<sup>163</sup> Cass. civ. 3<sup>e</sup>, 24 mai 2018, no 17-18.866

## Chapitre 3 - Une difficile mise en œuvre de la responsabilité climatique

---

Selon le Professeur Neyret<sup>164</sup> :

*« Le concept de responsabilité climatique prend corps au confluent de trois sources qui consistent, d'abord, dans la démonstration scientifique d'un lien entre les activités humaines et l'aggravation des changements climatiques, ensuite, dans l'extension corrélatrice de l'éthique de responsabilité aux problématiques climatiques, et, enfin, dans l'existence d'un devoir de protection de la sécurité de l'humanité et de l'environnement au carrefour des principes de précaution, de prévention et du pollueur payeur. »*

La mise en œuvre de la responsabilité climatique des GFI requiert la détermination préalable de la règle de droit applicable et du forum compétent puis l'application de diverses sanctions. Nous étudierons donc dans ce chapitre le droit international privé (comparé) de l'action climatique contre les GFI (Section 1 -), puis nous verrons quels sont les tests de l'action en réparation, c'est-à-dire la faute, le dommage, éventuellement le lien causal et les outils ou moyens de consolider ce droit d'agir (Section 2 -).

### Section 1 - Le droit international privé de l'action climatique contre les GFI

Nous étudierons certains aspects de droit international privé comparé afin de déterminer les juridictions compétentes pour entendre les actions climatiques contre les GFI (§ 1 -), ainsi que le droit qu'elles pourraient appliquer (§ 2 -).

Selon le doyen Carbonnier, *« l'application du droit est un processus, une suite d'actions et de réactions tendues vers un but »*<sup>165</sup>.

Ainsi que l'ont démontré les diverses actions en justice intentées en Europe et ailleurs suite à l'affaire Madoff (Chapitre 1 -Section 2 -§ 3 -A - « Une responsabilité des GFI historiquement peu effective »), et comme le confirment les actions (partiellement) coordonnées de plaidoyer et de poursuites des ONGE, les demandeurs aux actions climatiques contre les GFI devront élaborer une stratégie d'anticipation procédurale qui inclura un choix de juridiction (§ 1 -) et qui entraînera un choix de loi applicable (§ 2 -).

---

<sup>164</sup> NEYRET Laurent, « La reconnaissance de la responsabilité climatique », *Recl. Dalloz*, Dalloz, 2015.

<sup>165</sup> Cité par DEIRMENDJIAN Élisabeth, « La stratégie d'anticipation procédurale en matière civile ». Page 4.

## § 1 - La juridiction compétente

La compétence juridictionnelle sera définie de manières différentes selon qu'il s'agira d'actions purement internes ou internationales et selon l'existence (et la validité) de clauses attributives de juridiction. Les demandeurs aux actions climatiques pourront ici élaborer des stratégies comparables à celles employées par les ONGE en matière de lutte civile, que l'on désigne parfois comme « *forum shifting* »<sup>166</sup>, c'est-à-dire le déplacement d'une lutte, d'un plaidoyer ou d'une action d'un forum à un autre.

### A - La compétence de droit commun

En droit civil comme en Common Law, la juridiction compétente est en principe celle du lieu de résidence du défendeur. En France ceci est disposé à l'article 42 C. pr. civ. et avec des options supplémentaires en matière contractuelle pour le lieu d'exécution du contrat (C. pr. civ art. 46) et en matière délictuelle pour le lieu du fait dommageable ou du dommage (C. pr. civ. art. 46).

Au Royaume-Uni la cour<sup>167</sup> utilise un test très léger de « *good arguable case* », cas simplement contestable, pour accepter les demandes en justice qui lui sont présentées.

Pour les actions en responsabilité climatique contre des GFI, entre un demandeur interne et un défendeur résident dans le même pays, ce sont ces règles de droit commun qui s'appliqueront.

### B - La compétence internationale

Le règlement (UE) n° 1215/2012 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2012 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale, dit Bruxelles Ibis<sup>168</sup> s'applique aux services financiers (art. 1) et sera mis en œuvre par les juges en France et au Luxembourg. Ce règlement a cessé d'être appliqué par les juridictions du Royaume-Uni pour toute action intentée après le 31 décembre 2020.

---

<sup>166</sup> Sabine Lavorel, Le rôle des juges dans l'émergence d'une responsabilité climatique des États, Revue Juridique de l'Environnement 2021, article pp.37-62 du Vol.46 n°1

<sup>167</sup> Kaefer Aislamientos SA De CV v AMS Drilling Mexico SA De CV & Ors [2019] EWCA Civ 10 (17 January 2019)

<sup>168</sup> Règlement (UE) n° 1215/2012 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2012 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale, JOUE du 20.12.2012, p. 1–32

Le règlement fixe la compétence de principe à la juridiction de résidence du défendeur (art. 4). Dans les cas qui nous intéressent, ce pourra être le siège du gérant de fonds ou celui du distributeur de ce fonds, souvent une banque (art. 63).

L'article 7 du règlement comporte des règles de compétence spéciales en matière contractuelle (art. 7 §1 : lieu où les services ont été ou auraient dû être fournis) et en matière délictuelle (art. 7 §2 : lieu du fait dommageable). La CJUE a précisé que le lieu de prestation d'un service financier est le lieu de l'établissement financier<sup>169</sup>. Par ailleurs, la Cour a jugé que le lieu du préjudice financier n'est pas celui du lieu du dommage patrimonial (résidence de l'investisseur), mais celui du prestataire de services financiers<sup>170</sup>. Néanmoins dans un arrêt récent, la CJUE a jugé que la juridiction compétente pouvait être celle du domicile de l'investisseur qui a acquis un certificat d'une banque résidente de la même juridiction et dans laquelle se trouvait aussi le compte de l'investisseur sur lequel ledit certificat était déposé<sup>171</sup>. On parle de « forum actoris ». Cette situation pourra être pertinente pour les actions climatiques dirigées contre des fonds gérés par des filiales de banques. La CJUE dans la même affaire a entendu encadrer strictement le forum actoris par son attendu de principe :

*« en permettant à la fois au demandeur d'identifier facilement la juridiction qu'il peut saisir et au défendeur de prévoir raisonnablement celle devant laquelle il peut être attiré, étant donné que l'émetteur d'un certificat qui ne remplit pas ses obligations légales relatives au prospectus doit, lorsqu'il décide de faire notifier le prospectus relatif à ce certificat dans d'autres États membres, s'attendre à ce que des opérateurs insuffisamment informés, domiciliés dans ces États membres, investissent dans ce certificat et subissent le dommage. »*

La Cour de cassation française a confirmé que le lieu du dommage subi du fait de la faillite d'un fonds luxembourgeois acheté et gardé (par une banque) en France n'était pas la France, lieu de la perte patrimonial (et donc devait être le Luxembourg, ce que la Cour n'est pas compétente pour déduire)<sup>172</sup>. Les actions fondées sur les informations trompeuses, inexactes ou la publicité incohérente fournie par le gérant ou le distributeur de fonds seront dites de « culpa in contrahendo », elles seront donc précontractuelles et considérées par la CJUE comme de nature délictuelle<sup>173</sup>.

---

<sup>169</sup> CJUE 15 juin 2017, no C-249/16

<sup>170</sup> CJCE 10 juin 2004, no C-168/02

<sup>171</sup> CJUE 1re ch., 12 sept. 2018, no C-304/17

<sup>172</sup> Luxalpha France, Cour de cassation, Chambre commerciale, 7 janvier 2014, 11-24.157, Publié au bulletin

<sup>173</sup> CJCE 17 sept. 2002, Tacconi, Aff. C-334/00

En vertu des art. 17 et suivants, un consommateur a l'option de saisir le juge de son lieu de résidence. Cette option pourra donc s'appliquer lors d'actions personnelles ou conjointes d'investisseurs individuels résidants en Europe et agissant contre une banque ou un gérant de fonds. Dans un arrêt de la CJUE du 2 avril 2020, *Reliantco Investments*<sup>174</sup>, la cour a précisé que si l'action de l'investisseur individuel se rattache de façon suffisamment étroite à un contrat qu'il a conclu avec un professionnel, que le fondement de l'action soit contractuel ou délictuel, alors l'investisseur peut se prévaloir de l'article 17 du règlement Bruxelles Ibis bien que son action soit fondée sur le règlement Rome II (sur la loi applicable aux actions non-contractuelles). Cet arrêt est pertinent pour notre étude en ce que l'investisseur roumain avait souscrit à un contrat en ligne auprès d'un établissement financier Chypriote et se plaignait de ne pas avoir reçu les avertissements et informations précontractuelles requises en droit roumain. L'investisseur non-professionnel roumain pourra donc agir en Roumanie et en vertu du droit roumain (voir Chapitre 3 -Section 1 -§ 2 - « La loi applicable », ci-dessous). Mais la CJUE limite cette option pour les services financiers en ce qu'un consommateur ne peut agir en vertu de l'art. 17 du règlement Bruxelles Ibis contre le prestataire avec qui il n'a pas de relation contractuelle directe<sup>175</sup>.

En ce qui concerne le Royaume-Uni, la Convention de Lugano, concernant la compétence judiciaire et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale<sup>176</sup> du 30 oct. 2007 (convention de Lugano) régit la compétence et l'exécution des décisions entre les États membres de l'AELE (excepté le Liechtenstein) et les États membres de l'UE. Le gouvernement britannique a demandé à adhérer à la Convention de Lugano, ce qui nécessitera l'accord unanime des parties à cette convention, y compris de l'UE qui, à la date de ce mémoire, n'a pas donné son consentement.

### **C - Les clauses attributives de juridiction**

Les clauses attributives de compétence sont reconnues en matière de litiges internationaux en France, Cass. civ. 1<sup>re</sup>, 17 déc. 1985, *Sorelec*<sup>177</sup>, y compris dans les litiges avec des consommateurs<sup>178</sup>. Mais le règlement Bruxelles Ibis, à son art. 19 limite la validité de ces clauses entre un professionnel et un consommateur aux cas où elles sont favorables au consommateur.

---

<sup>174</sup> CJUE 2 avril 2020, no C-500/18, *Reliantco Investments*

<sup>175</sup> CJUE 28 janv. 2015, no C-375/13

<sup>176</sup> <https://eur-lex.europa.eu/eli/convention/2007/712/oj>

<sup>177</sup> Cass. civ. 1<sup>re</sup>, 17 déc. 1985, *Sorelec*, Bull. civ. I, no 354

<sup>178</sup> Cass. civ. 1<sup>re</sup>, 30 janv. 2013, Bull. civ. I, no 9, *Monster Cable*.

La Convention de La Haye sur les accords d'élection de for de 2005<sup>179</sup>, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre 2015, s'applique aux clauses de compétence exclusive et aux jugements qui en résultent et elle a été ratifiée par l'UE et le Royaume-Uni (qui a adhéré de plein droit à la fin de la période de transition du Brexit<sup>180</sup>). Les clauses d'élection de for dans les contrats entre professionnels seront donc valides.

## § 2 - La loi applicable

Après avoir choisi une juridiction compétente, les demandeurs à une action climatique devront invoquer une loi compétente en fonction des éléments d'extranéité que présentent leur action. Selon que la situation sera rattachée à l'Union Européenne ou au Royaume-Uni s'appliqueront des règles conventionnelles directes, dites substantielles, ou des méthodes conflictuelles. Les juges en France et au Luxembourg appliqueront une méthode de conflit civiliste et le juge anglais une méthode de Common Law. On parle ainsi de Droit comparé des conflits de lois. Pour déterminer la ou les lois applicables à un fonds ou à une action climatique, il faut revenir à notre distinction du Chapitre 1 -Section 2 -§ 1 - « Une réglementation spécifique pour une responsabilité distincte » (page 36) entre les obligations contractuelles, fiduciaires et délictuelles des gérants de fonds.

### Remarque préliminaire sur la cohérence des qualifications

Les juges de l'UE appliquent un principe de cohérence des qualifications contractuelles ou délictuelles entre les Règlements Bruxelles Ibis et Rome I & II. Voir l'arrêt de la CJUE du 21 janvier 2016, ERGO Insurance et Gjensidige Baltic, C-359/14. Cette exigence de cohérence est mentionnée au considérant 7 du règlement Rome I : « *Le champ d'application matériel et les dispositions du présent règlement devraient être cohérents par rapport au règlement (CE) n° 44/2001 du Conseil du 22 décembre 2000 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale (... Bruxelles I ...) et au règlement Rome II* ». Pour les actions intentées après le 1<sup>er</sup> janvier 2021 le juge anglais n'est plus tenu d'assurer la cohérence de ses décisions avec celles des juges européens en matière de for ou de loi applicable.

---

<sup>179</sup> <https://assets.hcch.net/docs/70dc7daa-05ad-407b-a159-64ef70ec2a0c.pdf>

<sup>180</sup> Civil Jurisdiction and Judgments (Hague Convention on Choice of Court Agreements 2005) (EU Exit) Regulations 2018.

## A - La loi compétente en matière contractuelle/

En matière contractuelle les juges Français et Luxembourgeois appliqueront le règlement (CE) n° 593/2008 du Parlement européen et du Conseil du 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (Rome I)<sup>181</sup>.

Les contrats sont en principe régis par la loi choisie par les parties, article 3 du règlement Rome I. La majorité des mandats de gestion et des contrats de distribution de fonds contiennent de telles clauses. Mais en cas d'absence de choix, les contrats de service sont régis par la loi du pays de la résidence habituelle du prestataire de services, article 4 §1. Une clause d'exception (art. 4 § 3) prévoit un rattachement à la loi qui présente des liens manifestement plus étroits avec la situation. Dans une décision du 16 sept. 2015<sup>182</sup>, la Cour de cassation a précisé qu'un engagement de caution rédigé en italien, signé en France par un résident français, lié à un prêt conclu en Italie, en italien, entre un prêteur et un emprunteur résidents en Italie était un engagement de caution régi par le droit italien, pays présentant des liens manifestement plus étroits avec l'engagement (art. 4 §3). Cette clause de sauvegarde devrait n'être que rarement appliquée dans le cadre d'actions climatiques contres des gérants de fonds par leurs clients investisseurs professionnels dans la mesure où les contrats contiennent des clauses de loi applicable et à défaut de choix des parties, la prestation caractéristique est celle du gérant de fonds. On ne conçoit pas de situation dans laquelle des parties en relation directe puissent prouver qu'un pays autre que celui de résidence du gérant a des liens plus étroits avec le contrat de gestion d'investissements. Tel n'est pas le cas des contrats passés, souvent de manière intermédiée, avec des investisseurs non professionnels qui bénéficient de rattachements spéciaux dans le règlement Rome I. En effet, les consommateurs (non professionnels) bénéficient d'un rattachement spécial au pays de leur résidence habituelle dans certaines conditions.

*« Article 6 Contrats de consommation:*

*« 1. Sans préjudice des articles 5 et 7, un contrat conclu par une personne physique (ci-après "le consommateur"), pour un usage pouvant être considéré comme étranger à son activité professionnelle, avec une autre personne (ci-après "le professionnel"), agissant dans l'exercice de son activité professionnelle, est régi par la loi du pays où le consommateur a sa résidence habituelle, à condition que le professionnel :*

---

<sup>181</sup> Règlement (CE) n° 593/2008 du Parlement européen et du Conseil du 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles, JOUE du 4.7.2008, p. 6–16.

<sup>182</sup> Civ. 1<sup>re</sup>, 16 sept. 2015, no 14-10.373

*a) exerce son activité professionnelle dans le pays dans lequel le consommateur a sa résidence habituelle, ou b) par tout moyen, dirige cette activité vers ce pays ou vers plusieurs pays, dont celui-ci, et que le contrat rentre dans le cadre de cette activité. »*

Par conséquent, un investisseur individuel qui achèterait un fonds dans son pays de résidence à un gérant de fonds ou une banque qui y exerce son activité pourrait agir dans ce pays. Il en irait de même pour les fonds achetés à distance, par internet probablement, si le site du gérant ou du distributeur ciblait le pays du consommateur.

*« 2. Nonobstant les dispositions du paragraphe 1, les parties peuvent choisir la loi applicable à un contrat satisfaisant aux conditions du paragraphe 1, conformément à l'article 3. Ce choix ne peut cependant avoir pour résultat de priver le consommateur de la protection que lui assurent les dispositions auxquelles il ne peut être dérogé par accord en vertu de la loi qui aurait été applicable, en l'absence de choix, sur la base du paragraphe 1. »*

Par conséquent, les clauses de choix de loi applicable sont licites dans les contrats avec les investisseurs individuels mais elles ne peuvent être moins-disantes pour le consommateur et le priver d'une quelconque protection dans son pays. L'article 6 § 4 précise que :

*« 4. Les §1 et 2 ne s'appliquent pas : a) au contrat de fourniture de services lorsque les services dus au consommateur doivent être fournis exclusivement dans un pays autre que celui dans lequel il a sa résidence habituelle ; ...»*

Les conditions d'application de l'article 6 § 4 ont été précisées par la CJUE dans son arrêt Verein für Konsumenteninformation<sup>183</sup> de 2019. Cet arrêt est très pertinent pour notre étude car il concerne un fonds commun fermé, sous forme de société en commandite allemande, commercialisé par des banques en dehors de son pays d'origine, l'Autriche, et géré en vertu d'un contrat de fiducie. Le contrat de fiducie allemand, contrat standard (d'adhésion) contenait une clause de for et de loi applicable allemande.

*« Le fait que les sommes requises pour l'adhésion à la société ont été versées sur des comptes fiduciaires de TVP en Autriche, que celle-ci a versé les dividendes aux consommateurs autrichiens sur des comptes autrichiens, qu'elle remplit ses obligations d'information découlant du contrat de fiducie en envoyant des rapports sur sa gestion fiduciaire aux consommateurs autrichiens en Autriche et le fait qu'elle dispose d'un site Internet à l'attention des consommateurs autrichiens sur lequel ceux-ci peuvent consulter des informations et exercer leur droit de vote tendent à indiquer,*

---

<sup>183</sup> CJUE 3 octobre 2019, Verein für Konsumenteninformation c/ Treuhand- und Verwaltungsgesellschaft für Publikumsfonds mbH & Co KG, no C-272/18



*ce qui appartient au juge de renvoi de vérifier, que ces services sont fournis à distance dans le pays de résidence du consommateur. Il en résulte que l'exclusion prévue à l'article 5, paragraphe 4, sous b), de la convention de Rome et à l'article 6, §4, sous a), du règlement Rome I n'a pas vocation à s'appliquer. »*

Par conséquent, le juge français pourrait reconnaître la compétence de la loi française pour l'action en responsabilité contractuelle d'un investisseur français concernant un fonds étranger commercialisé par sa banque en France, et mis en dépôt dans celle-ci.

Pour sa part, le Royaume-Uni a directement transposé les règlements Rome I et Rome II dans le droit anglais par la loi « *Law Applicable to Contractual Obligations and Non-Contractual Obligations (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019* ». Les règles de Rome I et Rome II continueront donc à s'appliquer au Royaume-Uni en tant que droit localisé. La jurisprudence associée conserve donc aussi sa valeur de précédent au Royaume-Uni.

## **B - La loi compétente en matière fiduciaire**

Les actions non contractuelles sont en principe régies par les dispositions du règlement Rome II en vertu du principe de conception résiduelle de la matière délictuelle issue de l'arrêt de la CJCE dans l'affaire Kalfelis de 1998<sup>184</sup>. La responsabilité délictuelle est « *une notion autonome comprenant toute demande qui vise à mettre en jeu la responsabilité d'un défendeur, et qui ne se rattache pas à la matière contractuelle.* »

Rappelons que la CJUE dans son arrêt du 2 avril 2020, Reliantco Investments<sup>185</sup>, a précisé que l'action de l'investisseur non-professionnel pour manquement aux obligations d'information précontractuelles, action de culpa in contrahendo de nature délictuelle en vertu du règlement Rome II, qui se rattache à un contrat qu'il a conclu avec un professionnel, est couverte par l'art. 17 du règlement Bruxelles Ibis permettant à l'investisseur individuel de saisir le juge de son lieu de résidence et l'article 12 du règlement Rome II.

*« Article 12 - "Culpa in contrahendo"*

1. *La loi applicable à une obligation non contractuelle découlant de tractations menées avant la conclusion d'un contrat est, que le contrat soit effectivement conclu ou non, la loi qui s'applique au contrat ou qui aurait été applicable si le contrat avait été conclu. »*

---

<sup>184</sup> CJCE 27 sept. 1988, Kalfelis, affaire 189/87

<sup>185</sup> CJUE 2 avril 2020, no C-500/18, Reliantco Investments

Par conséquent l'art.12 Rome II indique de se référer au règlement Rome I, dont l'article 6 permet au consommateur, ici l'investisseur individuel, d'invoquer le droit de son pays de résidence. Les dispositions légales et réglementaires en vigueur dans le pays de résidence de l'investisseur concernant l'information préalable obligatoire, y compris les nouvelles informations taxonomiques et climatiques, seront donc applicables.

### **C - La loi compétente en matière délictuelle**

En matière non contractuelle les juges Français et Luxembourgeois appliqueront, le règlement (CE) n° 864/2007 du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 sur la loi applicable aux obligations non contractuelles (Rome II)<sup>186</sup>. La loi compétente de principe est la loi du lieu du dommage.

Dans le cadre d'actions climatiques contre des gérants intentées par des tiers victimes, comme indiqué au Chapitre 1 -Section 2 -§ 2 -C - « Les obligations délictuelles », la Cour de cassation française reconnaît un droit d'action aux tiers sur le fondement de la faute du gérant qui ressort « *soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux fonds communs de placement, soit de la violation du règlement du fonds* »<sup>187</sup>. On peut donc concevoir une action en réparation du préjudice écologique d'associations agréées en France pour violation des nouvelles obligations climatiques des gérants (Taxinomie, CSRD).

Il faut distinguer cette action par des ONGE tierces de celle prévue à l'article 7 du règlement Rome II :

*« Article 7 Atteinte à l'environnement. La loi applicable à une obligation non contractuelle découlant d'un dommage environnemental ou de dommages subséquents subis par des personnes ou causés à des biens est celle qui résulte de l'application de l'article 4, §1, à moins que le demandeur en réparation n'ait choisi de fonder ses prétentions sur la loi du pays dans lequel le fait générateur du dommage s'est produit. »*

L'article 4.1 du règlement Rome II attribue la compétence de principe à la loi du lieu où le dommage survient, indépendamment du lieu du fait générateur. Les cas d'application de l'article 7 sont ceux où le dommage invoqué est personnel. On peut penser aux actions intentées par des victimes du changement climatique ou d'évènements climatiques

---

<sup>186</sup> Règlement (CE) n° 864/2007 du Parlement Européen et du Conseil du 11 juillet 2007 sur la loi applicable aux obligations non contractuelles ( Rome II ), JOUE du 31.7.2007, p. 40–49

<sup>187</sup> Cass. com., 27 mai 2015, 13-28.710, Inédit.

spécifiques. Tel est le cas de l'affaire Lliuya c. RWE AG (voir Chapitre 3 -Section 2 -§ 1 -C - « Le lien causal », page 102, ci-dessous).

En ce qui concerne les actions d'ONGE en réparation du préjudice climatique ou environnemental pur, selon l'article 4.2 du règlement Rome II, les ONGE présentes dans une juridiction européenne peuvent invoquer la loi de cette même juridiction si l'auteur du dommage y réside aussi. Cette option paraît la plus rationnelle pour les actions climatiques autres que les actions en réparation de dommages causés à des personnes ou des biens, c'est-à-dire en réparation du préjudice écologique pur. Une ONGE pourrait invoquer la règle de principe de l'article 4.1 en démontrant l'existence d'un préjudice climatique dans la juridiction dont la loi est désignée. Il faudra, pour ce faire, se référer aux outils fournis par les sciences attributives (voir Chapitre 3 -Section 2 -§ 1 -C - « Le lien causal », page 102, ci-dessous).

En ce qui concerne la règle applicable en Angleterre, comme indiqué au Chapitre 1 - Section 2 -§ 2 -C - « Les obligations délictuelles », le juge anglais sera peu enclin à reconnaître un « tort » si le droit applicable est le sien, mais il pourrait reconnaître la compétence d'un droit étranger dans une action extracontractuelle contre un gérant ou une banque. La situation est extrêmement peu probable car il faudrait que le lieu du dommage ne soit pas le Royaume-Uni, auquel cas le juge Anglais ne serait pas compétent en premier lieu. Au cas où une action serait intentée en « tort » en Angleterre, les dispositions localisées du règlement Rome II s'appliqueront mais il est très probable que le juge Anglais utilise la clause de « *displacement* » du Private International Law (Miscellaneous Provisions) Act 1995 qui lui permet d'apprécier les éléments « substantiellement plus appropriés »<sup>188</sup> pour déterminer une autre loi applicable.

---

<sup>188</sup> PART III Choice of Law in Tort and Delict

11 - Choice of applicable law: the general rule. (1) The general rule is that the applicable law is the law of the country in which the events constituting the tort or delict in question occur...

12 - Choice of applicable law: displacement of general rule. (1 ) If it appears, in all the circumstances, from a comparison of (a) the significance of the factors which connect a tort or delict with the country whose law would be the applicable law under the general rule; and (b) the significance of any factors connecting the tort or delict with another country, that it is substantially more appropriate for the applicable law for determining the issues arising in the case, or any of those issues, to be the law of the other country, the general rule is displaced and the applicable law for determining those issues or that issue (as the case may be) is the law of that other country.

(2) The factors that may be considered as connecting a tort or delict with a country for the purposes of this section include, in particular, factors relating to the parties, to any of the events which constitute the tort or delict in question or to any of the circumstances or consequences of those events...

## Section 2 - Les tests de l'action en réparation

Après avoir déterminé une juridiction compétente ainsi que la(les) loi(s) applicable(s) et démontré leur droit à agir ou « standing », les demandeurs aux procès climatiques contre des gérants de fonds devront prouver la faute, le dommage et le lien de causalité. Il y aura matière à critiquer, car force est de constater que les engagements et résultats climatiques actuels des gérants ne sont pas convaincants, mais encore faudra-t-il réussir à passer les tests de l'action. Parmi les 29 gérants figurant dans le Scan de la finance fossile de de l'ONGE Reclaim Finance<sup>189</sup>, seuls neuf ont une politique d'exclusion des entreprises exposées au secteur du charbon, deux ont une politique d'exclusion des entreprises développant de nouveaux projets dans le secteur et deux ont une stratégie de sortie du charbon.

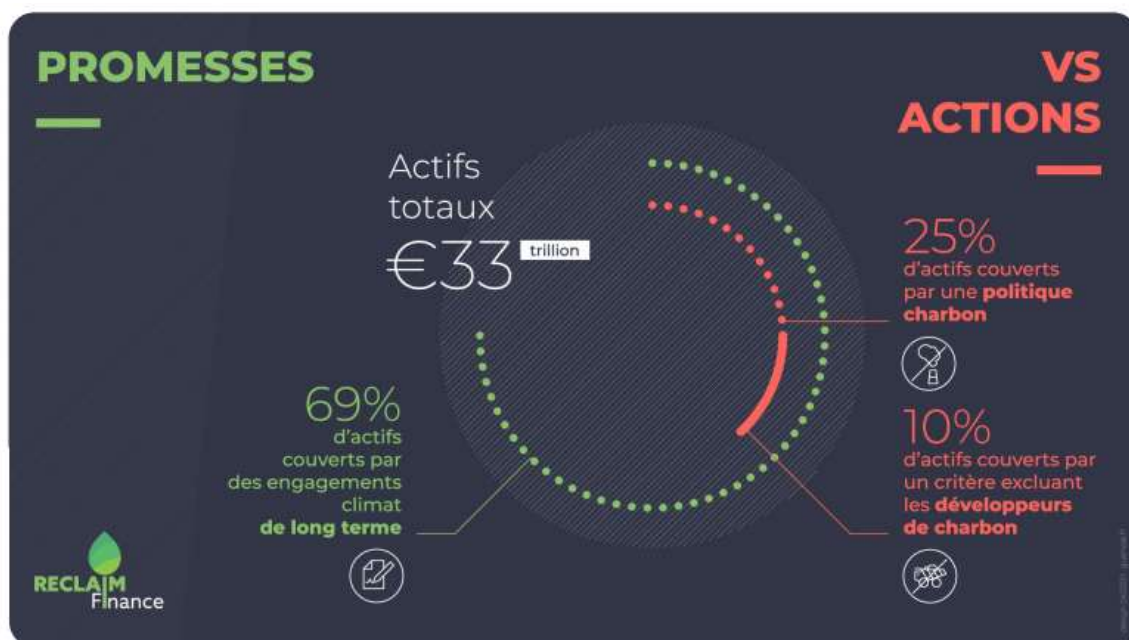


Figure 21 Actions des GFI comparées à leurs engagements climatiques.

Source : Reclaim Finance, Rapport Slow Burn, avril 2021

Selon le rapport « *Slow Burn* : Les gestionnaires d'actifs parient contre le climat »<sup>190</sup> de l'ONGE Reclaim Finance : « *La moitié des gestionnaires d'actifs recommandent publiquement aux entreprises dans lesquelles ils investissent de s'aligner sur les objectifs de l'Accord de Paris. Cependant, aucun ne définit systématiquement des demandes limitées dans le temps ou n'applique de sanctions en cas d'absence de progrès à court terme.* »

<sup>189</sup> <https://reclaimfinance.org/site/scan-finance-fossile/>. Consulté le 21 mai 2021.

<sup>190</sup> SLOW BURN: Les gestionnaires d'actifs parient contre le climat, Lara Cuvelier, Reclaim Finance, avril 2021.

Nous comparerons les tests applicables à l'action en responsabilité (§ 1 -), avant d'évoquer certains outils ou moyens pour consolider le droit d'agir (§ 2 -).

## **§ 1 - Les critères comparés requis pour la réparation du dommage climatique.**

Les critères requis pour que l'action en responsabilité soit couronnée de succès, appelés « *tests* » en Common Law, sont la faute, le dommage et un lien causal. Ces tests sont appréhendés de manières très différentes en droit civil et en Common Law.

### **A - La faute**

La faute du gérant qui engage sa responsabilité peut résulter du défaut ou de l'insuffisance de prise en compte du risque climatique, de la violation d'obligations climatiques ou d'une faute de bonne intendance (« *stewardship* »).

#### **1. L'absence d'engagements climatiques du GFI**

Il paraît peu probable que les GFI puissent ignorer le risque climatique, même en l'absence de nouvelles contraintes. Le risque est indéniable, présent et matériel. Par comparaison, dans le domaine des titres négociables, les émetteurs se voient d'ores et déjà contraints de le prendre en compte. Ainsi dans sa réclamation à la FCA datée du 2 août 2018, l'association ClientEarth UK soutenait que le risque climatique est un risque de droit commun, qui doit donc être pris en considération indépendamment des obligations de vigilance ou des engagements pris par les émetteurs de titres financiers. Les émetteurs doivent prendre position sur le risque climatique parce qu'il est matériel et avéré, or la Directive Européenne sur la transparence de 2004<sup>191</sup> impose des obligations déclaratives concernant tout risque principal (directive non applicable aux fonds ouverts). Le Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook (DTR) de la FCA<sup>192</sup> exige des émetteurs qu'ils déclarent les « principaux risques et incertitudes » auxquels ils font face<sup>193</sup>.

En octobre 2019, le gouvernement britannique a mis en place une première série de mesures exigeant des fonds de pension qu'ils expliquent comment ils considéraient le risque climatique dans leurs investissements. La Loi sur les fonds de pension, Pension Schemes

---

<sup>191</sup> Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE. JOCE L 390 du 31.12.2004, p. 38–57.

<sup>192</sup> <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR.pdf>. Consulté le 31 mai 2021.

<sup>193</sup> DTR 4.1.8.

Act 2021<sup>194</sup> exige que les fonds établissent un rapport sur les risques climatiques associés à leurs investissements à partir de l'automne 2021. Ces dispositions visent à préempter de potentiels procès climatiques contre les fonds de pension<sup>195</sup>.

Les obligations émergentes des gérants, de prise en compte des risques climatiques sont de trois ordre :

- Obligation d'aligner les activités d'investissement sur une trajectoire compatible avec l'objectif de +1,5 °C.
- Obligation d'aligner les portefeuilles sur des indices de référence (« benchmarks ») alignés sur les objectifs minimums de l'Accord de Paris.
- Obligation d'aligner les activités d'engagement (« stewardship ») sur une trajectoire compatible.

## 2. Le non-respect d'engagements ou obligations climatiques du GFI

Il existe en France depuis 2016 une obligation générale de réparation du préjudice écologique. L'article 1246 du Code civil dispose que « Toute personne responsable d'un préjudice écologique est tenue de le réparer ». Il n'y a pas d'équivalent au Luxembourg et au Royaume-Uni mais les dispositions du droit commun permettent d'engager la responsabilité des gérants de fonds pour violation d'obligations positives contractuelles, fiduciaires ou délictuelles.

La violation d'engagements climatiques (contractuels) peut entraîner une action en responsabilité contractuelle lorsque les principes, indices ou label auxquels se réfère le fonds contiennent des dispositions suffisamment précises et obligatoires. Ainsi un gérant de fonds qui se référerait aux Green Bonds Principles (GBP) publiés par l'ICMA<sup>196</sup>, mis à jour en juin 2021, pourrait voir sa responsabilité engagée si certains prêts ou obligations de ses portefeuilles ne satisfont pas aux contraintes des GBP tel que l'emploi des financements exclusivement pour des projets qui présentent des bénéfices environnementaux clairs :

---

<sup>194</sup> Pension Schemes Act 2021, UK Public General Acts 2021 c.1. Section 124 Climate change risk.

<sup>195</sup> Voir en Australie, Mark McVeigh v. Retail Employees Superannuation Pty Ltd, FC Australia, GD, NSW. Les parties sont parvenues à un accord le 2 novembre 2020 par lequel REST reconnaît que « le changement climatique est un risque financier important, direct et actuel pour le fonds de pension de retraite » et « que REST, en tant que fiduciaire de fonds de pension, considère qu'il est important d'identifier et de gérer activement ces questions. »

<sup>196</sup> International Capital Market Association. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>. Consulté le 20 juin 2021.

« Les obligations vertes sont tout type d'instrument obligataire dont le produit sera exclusivement appliqué au financement ou au refinancement, en partie ou en totalité, de projets verts éligibles nouveaux et/ou existants et qui sont alignés sur les quatre composantes fondamentales des GBP. »

Dans le cadre d'une obligation sous-jacente au fonds, la violation des GBP par un émetteur obligataire pourrait résulter en une obligation de bonne intendance, ou d'engagement du GFI qui pourrait être contraint d'actionner les dispositions pertinentes du contrat de prêt ou de l'obligation (« *covenants* »). La version de juin 2021 des GBP impose par ailleurs des obligations de reporting taxonomique alignés sur la nouvelle réglementation TR européenne. Un gérant de fonds obligataire qui se réfère aux GBP devra démontrer qu'il suit et analyse l'usage des fonds prêtés, obligation qui va au-delà de la simple intendance.

Les violations des obligations taxonomiques seront aussi des fautes du gérant de fonds. Notamment les obligations déclaratives issues des règlements des autorités de tutelle et, dans l'UE, de violation du SFDR (nouvelles obligations climatiques des gérants de fonds). Les informations fournies aux investisseurs devront être fiables, objectives et correctes, ce qui représentera un défi majeur pour la profession pour deux raisons principales :

- Certaines habitudes prises en matière de présentation commerciale des caractéristiques pertinentes des fonds n'ont pas toujours été à la hauteur des attentes des autorités de tutelle ou des associations de défense des investisseurs.
- Les données climatiques nécessaires à la production d'une information taxonomique fiable devront être collectées et analysées.

Il existe en droit européen de la consommation de nombreux précédents utiles pour apprécier les angles d'action que pourraient choisir les demandeurs aux procès climatiques contre les gérants de fonds. La CJUE exige par exemple que les informations fournies aux consommateurs soient correctes, neutres et objectives<sup>197</sup>, ainsi que complètes<sup>198</sup>.

En Common Law, la faute peut être en « *Tort* » de nuisance et en droit civil elle peut être une faute délictuelle invoquée par une tierce partie. Suite aux travaux de R. Heede sur les *Carbon Majors*<sup>199</sup> et ceux du GIEC, entre autres, le dommage causé par les plus grands

---

<sup>197</sup> CJUE 4 juin 2015, Teekanne, C-195/14

<sup>198</sup> CJUE 17 décembre 2015, Neptune Distribution, C-157/14

<sup>199</sup> HEEDE Richard, *Carbon Majors Accounting for carbon and methane emissions 1854--2010 Methods & Results Report* [en ligne], [s. n.], 2019, [consulté le 25 mai 2021].

producteurs de GES est démontré, donc ils sont responsables de nuisances, pour lesquelles les victimes peuvent les assigner en justice. Mais pour agir contre les gérants de fonds en tant que pollueurs indirects, il faudra démontrer un lien causal (voir Chapitre 3 -Section 2 - § 1 -C - Le lien causal, page 102). Si le gérant exerce par ailleurs un contrôle fort sur le pollueur, par exemple dans le cas d'un fonds de *Private Equity*, il pourrait aussi être attiré en justice au Royaume-Uni en vertu du principe de « *vicarious liability* »<sup>200</sup> (voir introduction au Chapitre 1 -Section 2 - page 35).

### 3. Le défaut de bonne intendance / *stewardship*.

Les GFI supportent aussi désormais des obligations d'intendance et d'engagement vis-à-vis des entreprises en ce qui concerne leurs engagements et leur parcours climatique, appelées « *stewardship* », que le « *2020 UK Stewardship Code* »<sup>201</sup> définit comme :

*« L'intendance est l'allocation, la gestion et la surveillance responsables du capital afin de créer de la valeur à long terme pour les clients et les bénéficiaires, ce qui génère des avantages durables pour l'économie, l'environnement et la société. »*

Ces obligations de bonne intendance sont portées par le droit européen, les droits nationaux, les codes de bonne conduite et les référentiels de labélisation.

Les politiques de vote des GFI font l'objet d'obligations générales de transparence depuis de nombreuses années, ainsi la Loi n° 2003-706 du 1 août 2003 de sécurité financière a créé l'article L533-22 du C. mon. qui dispose que les gérants de fonds « *élaborent et publient une politique d'engagement actionnarial décrivant la manière dont elles intègrent leur rôle d'actionnaire dans leur stratégie d'investissement. Chaque année, elles publient un compte rendu de la mise en œuvre de cette politique.* »

Ainsi, selon le Référentiel du label ISR français, publié le 23 juillet 2020, Critère 2.2- :

*« La société de gestion du fonds met en œuvre des moyens internes ou externes fiables pour conduire son analyse et démontre un effort réel d'analyse et de compréhension des informations dont elle dispose »*<sup>202</sup>.

Référentiel du label ISR, Annexe 6 – Informations à fournir concernant la note ESG minimale :

---

<sup>200</sup> SOLANA Javier, « Climate Litigation in Financial Markets » [en ligne], *Transnatl. Environ. Law*, 9, 2020, [consulté le 24 mai 2021]., page 30.

<sup>201</sup> 2020 Stewardship Code, The Financial Reporting Council le 24 octobre 2019, entré en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2020.

<sup>202</sup> MINISTÈRE DE L'ECONOMIE, DG TRÉSOR, « Référentiel du Label ISR », 2020.



*« Le fonds candidat fournit des explications relatives au choix de l'évaluation ESG minimale retenue en cohérence avec la stratégie et les objectifs du fonds et en s'appuyant sur des informations tangibles (référentiel sectoriel, étude de place, benchmark interne, etc.). »*

En droit positif, la Directive 2007/36EC sur les droits des actionnaires, « *Shareholders Rights Directive* », modifiée en 2017, dite SRD II<sup>203</sup>, est applicable en France, au Luxembourg et au Royaume-Uni. Le mécanisme choisi par la SRDII est celui de la **conformation ou explication**, « *comply or explain* », par lequel le GFI doit se mettre en conformité avec les principes de bonne intendance ou expliquer pourquoi il a choisi de ne pas les suivre. L'article 3 dispose que :

*« Les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs élaborent et rendent publique une politique d'engagement décrivant la manière dont ils intègrent l'engagement des actionnaires dans leur stratégie d'investissement. Cette politique décrit la manière dont ils assurent le suivi des sociétés détenues sur des questions pertinentes, y compris la stratégie, les performances financières et non financières ainsi que le risque, la structure du capital, l'impact social et environnemental et la gouvernance d'entreprise, dialoguent avec les sociétés détenues, exercent les droits de vote et d'autres droits attachés aux actions, coopèrent avec les autres actionnaires, communiquent avec les acteurs pertinents des sociétés détenues et gèrent les conflits d'intérêts réels ou potentiels par rapport à leur engagement. »*

En France, par application de l'article 173 § VI de la Loi sur la Transition Énergétique pour la Croissance Verte (LTECV)<sup>204</sup>, C. mon., article D533-16-1-II-2(d)(ii) intitulé « Mise en œuvre d'une stratégie d'engagement auprès des émetteurs », les GFI doivent présenter leurs politiques d'engagement auprès des entreprises en portefeuille, leur politique de vote ainsi que le bilan de la mise en œuvre de ces politiques. Cette présentation n'est plus optionnelle car l'art. L533-22 I du C. mon. exige que les GFI publient ces politiques annuellement et décrivent les modalités de leur mise en œuvre.

En matière de « *stewardship* », une abstention ou un vote du gérant de fonds à l'AG d'une société sous-jacente peut induire une décision non conforme à la politique d'investissement du fonds, qui engage la responsabilité du gérant. Indépendamment des

---

<sup>203</sup> Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées. JOUE L 184 du 14.7.2007. Modifiée par la Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires. JOUE L 132 du 20.5.2017.

<sup>204</sup> Loi sur la Transition Énergétique pour la Croissance Verte n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte (modifiée 12 février 2020), JORF n°0189 du 18 août 2015. Application aux sociétés de gestion de l'article 173 § VI par le Décret d'application n° 2015-1850 du 29 décembre 2015.

engagements pris par le gérant en vertu de labels et indices ESG, de publicité ou par référence à la Taxinomie, le gérant doit voter dans l'intérêt de ses investisseurs (en France, Loi n° 2003-706 du 1 août 2003 de sécurité financière).

Au Royaume-Uni depuis décembre 2010, les gestionnaires d'actifs agréés par la FCA sont tenus (en vertu des règles de conduite des affaires de la FCA, COBS 2.2.3<sup>205</sup>) de divulguer si et comment ils se conforment (« *comply or explain* ») au code d'intendance du Royaume-Uni, le *2020 UK Stewardship Code*.

Il faut mentionner à ce stade le rôle croissant des sociétés de service aux actionnaires, tel Institutional Shareholder Services (ISS). Les sociétés de conseil aux actionnaires sont de plus en plus souvent prises dans le filet réglementaire, tels la SRD II et le UK Stewardship Code. ISS représente environ 60% du marché des services de vote par procuration et vote chaque année dans plus de 40.000 assemblées générales en emportant 20% des votes<sup>206</sup>. PwC a analysé en 2018 l'influence de ces sociétés sur les votes aux assemblées générales d'actionnaires et déterminé que leurs consignes, surtout les consignes négatives, sont largement suivies<sup>207</sup>. Les lignes directrices climatiques de vote par procuration de l'ISS, mises à jour le 11 février 2021<sup>208</sup>, contiennent les consignes de vote suivantes :

*« Recommandation sur la politique climatique : Votez contre ou retenez les administrateurs individuellement, en comité ou potentiellement à l'ensemble du conseil en raison de :*

- 1. Défaillances importantes de la gouvernance, de l'intendance, de la surveillance des risques ou des responsabilités fiduciaires au niveau de l'entreprise, y compris l'incapacité de gérer ou d'atténuer adéquatement les risques environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG);*
- 2. Défaut de se prémunir adéquatement contre les risques liés au climat ou de les gérer;*
- 3. L'absence de rapports sur la durabilité dans les documents publics et/ou le site Web de l'entreprise, conjuguée à l'incapacité de gérer ou d'atténuer adéquatement les risques liés à l'ESG.*

*(consignes de vote particulières)*

<sup>205</sup> <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/2/2.html>. Consulté le 20 mai 2021.

<sup>206</sup> <https://www.theguardian.com/business/2021/feb/15/iss-updates-proxy-voting-policy-against-directors-who-fail-to-address-climate-crisis>. Consulté le 27 mai 2021.

<sup>207</sup> Voir le rapport de PwC, « ISS: friend or foe to stewardship? », 2018, <https://www.pwc.co.uk/human-resource-services/assets/documents/iss-friend-or-foe-to-stewardship.pdf>. Consulté le 2 juin 2021.

<sup>208</sup> <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/specialty/Climate-International-Policy-Updates.pdf>. Consulté le 1<sup>er</sup> juin 2021.

*Votez pour les motions des actionnaires qui demandent des informations sur les risques financiers, physiques ou réglementaires auxquels l'entreprise est confrontée en raison du changement climatique - sur ses opérations et ses investissements, ou sur la façon dont l'entreprise identifie, mesure et gère ces risques.*

*Votez pour les propositions des actionnaires appelant à la réduction des émissions de GES.*

*Votez pour les propositions des actionnaires qui demandent des rapports sur les réponses aux pressions réglementaires et publiques entourant le changement climatique, et pour la divulgation de recherches qui ont aidé à établir les politiques de l'entreprise en matière de changement climatique.*

*Votez pour les propositions des actionnaires demandant un rapport/divulgation des objectifs sur les émissions de GES provenant des activités et/ou des produits de l'entreprise.»*

Ces sociétés de service aux actionnaires sont souvent désignées dans les documents d'informations des fonds, qui s'engagent à suivre leurs consignes. Mais on conçoit qu'un GFI qui ne suivrait pas les consignes de vote de l'ISS ou d'une autre société de service majeure devrait alors être en mesure d'expliquer sa position et de présenter des arguments en ligne avec ses obligations climatiques.

## **B - Le dommage**

Rappelons en premier lieu la méthode des « scopes » utilisée pour déterminer l'étendue des émissions de GES avant d'examiner la qualification du préjudice climatique et les techniques émergentes d'attribution

### **1. Scope 1, Scope 2 et Scope 3.**

Il existe trois sources d'émissions de gaz à effet de serre (GES), appelées « scopes ».

**Scope 1** : Ces émissions sont directement issues de l'exploitation de l'entreprise. Exemples : bâtiments, usines, flotte de véhicules.

**Scope 2** : Emissions issues de l'énergie achetée pour l'exploitation directe. Exemple : consommation d'électricité.

**Scope 3** : Émissions résultant d'activités qui ne sont pas directement celles de l'entreprise, mais qui sont associées à son exploitation. On distingue les activités en amont de celles en aval de l'exploitation.

- En amont il s'agit de l'empreinte des services et produits achetés, des trajets des collaborateurs de l'entreprise, des constructions nouvelles.
- En aval il s'agit de la distribution et commercialisation des produits et services de l'entreprise, de la gestion des déchets et surtout de la consommation directe des produits énergétiques.

En France, conformément à l'article L229-25 du Code de l'environnement (Ordonnance du 24 décembre 2015) : « Sont tenus d'établir un bilan de leurs émissions de gaz à effet de serre ... 1° Les personnes morales de droit privé employant plus de cinq cents personnes ». Ceci inclut les GFI qui emploient plus de 500 personnes.

## 2. La qualification du préjudice

Selon le Lexique de termes juridiques français de Dalloz, le *damnum emergens* est la perte éprouvée tandis que le *lucrum cessans* est le manque à gagner<sup>209</sup>. En France, la Cour de cassation admet l'indemnisation du préjudice futur qui « apparaît au juge du fait comme la prolongation certaine et directe d'un état de choses actuel »<sup>210</sup>. Mais la cour distingue le préjudice futur du préjudice éventuel, qui n'est pas réparable<sup>211</sup>. Cette approche est antinomique de celle des marchés financiers pour lesquels toute probabilité d'un évènement futur a une valeur d'escompte, une valeur actuelle nette<sup>212</sup>. Aucune certitude n'est requise car le risque, dont la valeur actuelle est fonction, réside dans la possibilité de fluctuations futures, appelée volatilité.

Les droits communs français et luxembourgeois distinguent le préjudice patrimonial et extra-patrimonial, pour les victimes directes et indirectes (par ricochet). Pour les victimes individuelles du changement climatique on peut citer les postes suivants : dépenses de santé, pertes de gains professionnels, souffrances, préjudices liés à des pathologies évolutives et préjudices moraux de jouissance ou d'image. Pour les associations, il peut s'agir des mêmes préjudices regroupés, donc collectifs. Mais ces préjudices sont distincts des préjudices écosystémiques, collectifs eux aussi, mais purement environnementaux en ce qu'ils sont diffus.

<sup>209</sup> DEBARD Thierry et GUINCHARD Serge, *Lexique des termes juridiques 2020-2021 - 28e ed.*, Dalloz, 2020. Pages 327 et 662.

<sup>210</sup> Cass. crim. 1<sup>er</sup> juin 1932, DP 1932. 1. 102.

<sup>211</sup> Cass. civ. 2<sup>e</sup>, 12 mai 1966, Bull. civ. II, no 564. Voir CAPITANT Henri, TERRÉ François, LEQUETTE Yves *et al.*, *Les grands arrêts de la jurisprudence civile T2 - 13e ed.*, Dalloz, 2015. Page 290.

<sup>212</sup> DALBARADE Jean-Marcel, *Mathématiques des marchés financiers*, Ed. ESKA, 2005.

En France, l'article 1247 du Code civil dispose qu' « Est réparable, dans les conditions prévues au présent titre, le préjudice écologique consistant en une atteinte non négligeable aux éléments ou aux fonctions des écosystèmes ou aux bénéfices collectifs tirés par l'homme de l'environnement. » Déjà en 2011 le Conseil constitutionnel<sup>213</sup> avait tiré des articles 1 et 2 de la Charte de l'environnement que « chacun est tenu à une obligation de vigilance à l'égard des atteintes à l'environnement qui pourraient résulter de son activité » et qu' « une action en responsabilité peut être engagée sur le fondement de la violation de cette obligation ». La Cour de cassation dans son arrêt Erika de 2012<sup>214</sup> a également jugé qu'il existait un préjudice écologique pur, la victime n'étant pas directement l'homme mais la nature. Outre la nomenclature Dintilhac<sup>215</sup>, qui couvre les préjudices subis par les investisseurs du fait d'un GFI, la nomenclature des préjudices environnementaux proposée par L. Neyret<sup>216</sup> couvre le préjudice écologique objectif et le préjudice environnemental subjectif. Un investisseur qui choisit spécifiquement un fonds GBP ou CTB subira un préjudice moral, une atteinte à ses convictions environnementales, dont le gérant aura connaissance, en surplus du préjudice climatique.

Au Royaume-Uni, la High Court a décidé dans un affaire Hadley v Baxendale de 1854<sup>217</sup> que les requérants ne peuvent recouvrer que les pertes qui découlent raisonnablement et naturellement de la faute ou qui font parties des attentes des parties lorsqu'elles concluent un contrat. En l'état actuel de la science, on peut raisonnablement connaître l'incidence d'émissions de GES supérieures aux engagements d'un gérant. Un investisseur dans un fonds indexé PAB peut aussi s'attendre à une performance climatique alignée sur les objectifs de l'accord de Paris et, à défaut, on pourra calculer l'écart de performance et le coût climatique additionnel associé audit portefeuille.

### **3. Le rapport d'écart de production 2020<sup>218</sup>**

Rédigé sous l'égide du Programme des Nations Unies pour le Développement (PNUD), le rapport sur les écarts de production indique qu'il existe d'ores et déjà un écart

---

<sup>213</sup> CC n° 2011-116 QPC du 8 avril 2011, JO 9 avril 2011, p 6361, texte n° 89

<sup>214</sup> Cass. crim., 25 sept. 2012, no 10-82938

<sup>215</sup> Rapport de J.P. DINTILHAC, au Garde des Sceaux, 28 octobre 2005, proposant une nomenclature des préjudices corporels.

<sup>216</sup> Nomenclature des préjudices environnementaux, Sous la direction de Laurent Neyret et Gilles J. Martin, L.G.D.J., 2012.

<sup>217</sup> Hadley v Baxendale (1854) 9 Ex 341

<sup>218</sup> SEI, IISD, ODI, E3G, and UNEP. (2020). The Production Gap Report: 2020 Special Report. <http://productiongap.org/2020report>

important entre les prévisions de production et de consommation nationales de combustibles fossiles et le niveau de production mondial nécessaire pour limiter le réchauffement global à 1,5 °C et 2 °C conformément à l'Accord de Paris. Le dommage est évident, encore faut-il pourvoir l'attribuer à ses responsables.

### C - Le lien causal

Il doit être établi un lien entre la violation par un gérant de fonds de ses obligations climatiques et le dommage climatique réparable. Le Droit civil distingue la causalité par équivalence des conditions de la causalité adéquate, telles que décrites dans le Lexique de termes juridiques français<sup>219</sup> :

*« Selon la théorie de l'équivalence des conditions, tout fait en l'absence duquel le dommage n'aurait pas eu lieu à une valeur causale ; mais selon la théorie de la cause adéquate, seule la cause qui est de nature à provoquer le dommage considéré doit être recherchée. »*

La Cour de cassation, dans son arrêt du 22 novembre 2005<sup>220</sup> Eurodirect Marketing, a précisé que l'intérêt que présentait l'information financière fournie (ou omise) à un investisseur pouvait être déduit d'éléments de fait et ainsi permettre aux juges d'établir le lien de causalité entre l'acte de désinformation dommageable et le préjudice subi par l'investisseur :

*« l'intéressé avait pris le soin de réclamer aux dirigeants de la société la communication du document de référence 1997 afin de vérifier, au lendemain de l'assemblée générale des actionnaires, les informations publiées en avril 1998, ce qui atteste de l'intérêt que celles-ci présentaient pour lui, la cour d'appel a pu décider qu'il existait un lien de causalité entre les manquements commis par la société et le préjudice subi par M. X. »*

Dans l'hypothèse d'une information climatique erronée incluse dans un prospectus ou dans la communication publicitaire d'un fonds d'investissement, l'investisseur doit prouver que c'est exactement cette information qui l'a déterminé à réaliser l'opération. Mais dans l'hypothèse d'un manque d'information, la charge de la preuve peut être lourde pour la victime. La Cour de cassation a par exemple jugé dans une affaire contre la Seita<sup>221</sup> (producteur de cigarette français), en l'absence de relation de causalité entre la faute imputée à la SEITA et le décès de Suzanne Y...., laquelle ne pouvait légitimement s'attendre

---

<sup>219</sup> DEBARD Thierry et GUINCHARD Serge, *Lexique des termes juridiques 2020-2021 - 28e ed.*, Dalloz, 2020.

<sup>220</sup> Cass. com., 22 novembre 2005, Eurodirect Marketing pourvoi n°03-20600

<sup>221</sup> Cass. civ. 1re, 8 nov. 2007, no 06-15.873

à la sécurité d'un tel produit ». C'est pourquoi la taxinomie mise en place dans l'UE et au Royaume-Uni impose des obligations d'informations climatiques détaillées et formatées ; à défaut de respecter les formats et modèles d'information climatique prescrits par les autorités ou les labels, les gérants pourront voir leur responsabilité engagée sans que les demandeurs aient à prouver que l'information absente a causé le préjudice.

En droit anglais, le demandeur n'a pas besoin de prouver que la violation d'une obligation par le fautif est la seule cause du dommage. Dans un cas de la Chambre des lords de 1956, très pertinent pour la responsabilité climatique, *Bonnington Castings Ltd v Wardlaw*<sup>222</sup>, le demandeur avait contracté une pneumoconiose en inhalant de l'air qui contenait des particules minuscules de silice sur son lieu de travail. Le défendeur avait manqué à son obligation légale d'installer un système de ventilation adéquat mais arguait du fait que les ventilateurs existants sur le marché à l'époque (donc les « MTD » du moment) ne permettaient pas d'éliminer toutes les poussières, donc le demandeur en aurait respiré en tout état de cause. La Chambre des lords a décidé que bien que la charge de la preuve incombe toujours au demandeur, il ne doit que démontrer que la poussière supplémentaire avait significativement contribué à la maladie. Le demandeur n'a pas à démontrer que la poussière supplémentaire était la seule cause de la maladie. C'est ce que l'on nomme le « *but-for test* ». En d'autres termes, s'il est prouvé, en vertu des meilleures techniques disponibles (MTD) que le gérant de fonds, par son soutien aux entreprises sous-jacentes, contribue au dérèglement climatique, il n'est pas nécessaire de prouver qu'il en est la seule cause. Plus récemment, dans *Fairchild v Glenhaven* (2002)<sup>223</sup>, la Chambre des lords a décidé dans une série de cas concernant l'exposition à l'amiante que lorsqu'un demandeur parvient à prouver qu'un employeur avait contribué de façon significative à son exposition à l'amiante et qu'il avait donc augmenté sensiblement la probabilité que le demandeur contracte un cancer, le demandeur pouvait exiger de cet employeur une indemnisation totale de son préjudice, à charge pour cet employeur d'exercer un recours contre d'autres employeurs du demandeur. Cette distinction assouplit le *but-for test* en raison de l'insuffisance des preuves scientifiques disponibles sur l'existence d'un lien de causalité lorsque de multiples facteurs causals sont en jeu. Le lien de causalité est reconnu lorsque le défendeur viole une obligation légale et que cette violation augmente sensiblement le risque que le demandeur subisse un préjudice.

---

<sup>222</sup> *Bonnington Castings Ltd v Wardlaw* [1956] AC 613

<sup>223</sup> *Fairchild v Glenhaven* [2002] 3 WLR 89

On remarquera que les actions en responsabilité climatique sont comparables en plusieurs points aux actions en réparation du préjudice causé par émission ou exposition à des substances nocives. Il existe dans les deux cas plusieurs défendeurs potentiels. Ces affaires ont beaucoup en commun avec les actions en responsabilité intentées contre des émetteurs de GES car elles requièrent de prouver, voire de définir, des relations de cause à effet dans un environnement où les liens de causalité multiples rendent complexe l'isolement d'une cause particulière faitière de la responsabilité juridique.

Dans leur article paru en 2020 dans le *Columbia Journal of Environmental Law*, intitulé « *The Law and Science of Climate Change Attribution* »<sup>224</sup>, Burger, Wentz et Horton présentent un modèle d'attribution des incidences climatiques. La science de l'attribution du changement climatique, qui examine les liens de causalité entre les activités humaines, le changement climatique mondial et les incidences climatiques, joue un rôle central dans les procès climatiques. Cette nouvelle science évolue rapidement, tant en ce qui concerne l'attribution des incidences économiques et des événements climatiques extrêmes que pour l'attribution des émissions de GES à des acteurs particuliers. Dans leur article intitulé « *Extreme Weather Event Attribution Science and Climate Change Litigation: An Essential Step in the Causal Chain?* »<sup>225</sup>, Sophie Marjanac et Lindene Patton décrivent les trois piliers de la science attributive :

1. La qualité des observations statistiques. Celle-ci est en augmentation exponentielle grâce au développement de l'ESG.
2. La capacité des modèles à simuler l'événement. Les modèles statistiques et économétriques ont bénéficié des progrès des réseaux neuronaux.
3. L'analyse et la compréhension des processus physiques qui suscitent l'événement et de la façon dont ils sont touchés par les changements climatiques.

Burger, Wentz et Horton décrivent quatre éléments de la causalité attributive qui permettront d'engager la responsabilité des responsables. La science attributive s'attache à déterminer et allouer les causes de changements climatiques lents ainsi que celles d'évènements extrêmes. Il faut distinguer 4 aspects de ces études causales :

---

<sup>224</sup> BURGER Michael, WENTZ Jessica et HORTON Radley, « *The Law and Science of Climate Change Attribution* » [en ligne], *Columbia J. Environ. Law*, 45, 2020.

<sup>225</sup> MARJANAC Sophie et PATTON Lindene, « *Extreme weather event attribution science and climate change litigation: an essential step in the causal chain?* » [en ligne], *J. Energy Nat. Resour. Law*, 36, Routledge, 2018.



1. La détection des changements climatiques et leur attribution qui examine l'effet des activités humaines sur le système climatique mondial.
2. L'attribution des événements extrêmes qui cherche à comprendre comment les changements anthropiques dans le système climatique mondial affectent la fréquence, la gravité et d'autres caractéristiques des événements extrêmes.
3. L'attribution d'incidence qui se concentre sur les résultats et conséquences des changements climatiques. Cette étape, à laquelle participe le GIEC dans ses rapports d'évaluation (AR5 de 2014 et AR6 en cours de réalisation<sup>226</sup>) s'attache à définir et valoriser les dommages.
4. L'attribution de sources vise à attribuer les changements climatiques à des sources spécifiques. Une source peut être un pays, un secteur, une activité ou une entreprise. La quantité et la granularité des données disponibles permet à la fois d'effectuer des recoupements régionaux, locaux ou par secteur et entreprise ainsi que de développer des modèles quantitatifs qui permettront de combler les lacunes. L'implémentation d'obligations déclaratives améliorera d'autant la qualité de ces données.

La science attributive permettra donc aux demandeurs aux actions en responsabilité climatique de prouver la prévisibilité du dommage, le lien de causalité et le quantum du préjudice écologique.

En outre, pour définir l'étendue du dommage climatique, on peut se référer aux nombreuses actions climatiques existantes<sup>227</sup>. Ainsi, les actions en responsabilité contre les Carbon Majors incluent *Lliuya c. RWE AG*<sup>228</sup>, une action intentée en Allemagne par un agriculteur péruvien contre RWE, la société allemande de production d'électricité, et une douzaine de poursuites intentées aux États-Unis par des municipalités, comtés et un État<sup>229</sup>. L'affaire RWE est pertinente en ce que le dommage invoqué est le préjudice subi par un agriculteur péruvien qui demande réparation à RWE pour la quotepart des effets dus aux émissions de Scope 3 de cette entreprise. Le tribunal du Land de Rhénanie-du-Nord-Westphalie examinera des rapports d'experts sur les émissions de CO<sub>2</sub> du RWE, la contribution de ces émissions au changement climatique, l'impact qui en résulte sur le

---

<sup>226</sup> <https://www.ipcc.ch/assessment-report/ar5/>

<sup>227</sup> <http://climatecasechart.com/climate-change-litigation/>

<sup>228</sup> 5. Zivilsenat des Oberlandesgerichts Hamm, 30 nov. 2017. Action en vertu du § 1004 du BGB.

<sup>229</sup> Setzer J and Byrnes R (2020) Global trends in climate change litigation: 2020 snapshot. London: Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment and Centre for Climate Change Economics and Policy, London School of Economics and Political Science. Page 20.

glacier qui menace le village de M. Lliuya et la part de responsabilité contributive du RWE pour cet impact.

Par conséquent, les demandeurs à des actions climatiques contre des GFI pourront se référer à un corpus de MTD et de science attributive pour démontrer le préjudice. Il est probable donc que les juges amenés à décider en Droit civil ou en Common Law au Royaume-Uni pourront reconnaître l'existence d'un lien causal entre l'aggravation des émissions de GES au-delà des hypothèses de SR1 et les incidences climatiques.

Après avoir passé en revue les tests de l'action en responsabilité climatique contre les gérants de fonds, reste à déterminer les moyens de renforcer l'action climatique contre les GFI et de réparer le préjudice causé.

## § 2 - La consolidation de l'action climatique contre les GFI

Comme le remarquait Véronika Sheykova dans sa thèse en 2016<sup>230</sup> :

*« Force est de constater l'absence en droit français d'un régime spécial en matière de droit financier. Il n'existe de règles spéciales de responsabilité ni en matière d'abus de marché, ni en matière de prospectus. »*

Mais le droit climatique a connu récemment un phénomène de juridictionnalisation croissante, définie comme « *mesure de l'évolution des branches du droit en fonction du rôle plus ou moins important qu'y joue le juge* »<sup>231</sup>. Cette juridictionnalisation est largement absente du droit de la gestion collective d'investissements en Europe. Malgré les crises majeures du secteur au XXI<sup>e</sup> siècle, la responsabilité des gérants n'a que très rarement été reconnue dans l'UE (il faudra désormais en séparer le Royaume-Uni).

### A - Le renforcement de la pression des ONGE

Les procès climatiques, qu'ils soient internes ou internationaux, ont bien pour effet de rendre les membres de la société civile, particulièrement les individus et les ONG, titulaires de droits issus du Droit international public des changements climatiques<sup>232</sup>. En s'appuyant sur ces condamnations en justice, les ONG vont inciter les Etats à réviser leurs ambitions et contributions climatiques (NDC). Le caractère maïeutique du droit climatique s'en voit renforcé. Cet appui pourra être d'autant plus solide, et les actions des ONG plus

---

<sup>230</sup> SHEYKOVA VÉRONIKA, « Le préjudice financier », Université Cergy-Pontoise, 2016.

<sup>231</sup> DEBARD Thierry et GUINCHARD Serge, *Lexique des termes juridiques 2020-2021 - 28e ed.*, Dalloz, 2020. Page 624.

<sup>232</sup> UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME, *Global climate litigation report 2020 status review* [en ligne], [s. n.], 2020, [consulté le 3 juin 2021].

tonitruantes, que le juge pourrait leur donner dans certains Etat une grande latitude de contestation ou d'action. Ainsi la CourEDH reconnaît aux ONG un rôle de « chien de garde de la démocratie »<sup>233</sup> et leur accorde un droit d'expression renforcé. On songe aussi à la relaxe en 2019 en France des « décrocheurs de portraits », qui face à une mise en cause pénale ont bénéficié de la qualification du dérèglement climatique par les juges du fond de « danger grave, actuel et imminent<sup>234</sup> ». Les juges ont fait expressément référence aux manquements de la France face aux objectifs de la COP21, donc au Droit international des changement climatiques<sup>235</sup>.

Le Climate Action Network (CAN) a publié un plaidoyer<sup>236</sup> qui vise à fournir aux pays un ensemble de lignes directrices concernant leurs CDN (NDC) et leurs plans d'action pour le climat. Ce type de plaidoyer servira de support à l'action des ONG membres<sup>237</sup> de ce réseau pour inciter les Etats à agir, sous contrainte de potentiels actions en justice. Ainsi des Etats qui échappaient à toute sanction, soit parce qu'elles n'existaient pas réellement en DIP, soit en utilisant leurs privilèges d'Etats souverains, pourront être ciblés par des ONG pour intensifier le plaidoyer ou les actions de lutte. Avec un risque pour les Etats retardataires d'être poursuivis en raison de leurs manquements en matière de lutte contre le réchauffement climatique. Tel le Canada qui, comme il en avait le droit selon le DIP, s'était retiré du Protocole de Kyoto en décembre 2011 après avoir dépassé ses contributions en GES et qui est maintenant poursuivi devant sa justice interne (en appel fédéral le 24 novembre 2020<sup>238</sup>) par 15 jeunes canadiens pour carence dans la lutte contre les changements climatiques. Les appelants, soutenus par plusieurs ONG<sup>239</sup>, demandent une ordonnance obligeant le gouvernement à mettre en œuvre un programme de remédiation climatique ... conformément à l'Accord de Paris.

---

<sup>233</sup> Jean-Pierre Marguénaud, Le droit de l'environnement et la Cour européenne des droits de l'homme (CEDH), Campus numérique Envidroit, tronc Commun, module de cours n°7, 22 février 2021. Page 30.

<sup>234</sup> Tribunal corr. de Lyon 16 sept. 2019. Appliquant C. Pen article 122-7 concernant le danger ou la nécessité.

<sup>235</sup> Tribunal corr. de Lyon, même jugement : "objectifs pouvant être perçus comme minimaux". Mais la Cour d'appel vaudoise (24 sept. 2020, Jug / 2020 / 333) a infirmé la décision du Tribunal pénal de Lausanne qui avait acquitté des activistes climatiques pour avoir envahi le siège du Crédit Suisse, et qui reconnaissait un « état de nécessité » compte tenu de l'urgence climatique.

<sup>236</sup> Climate Action Network, What are Transformative Nationally Determined Contributions? Briefing Paper for NDC Enhancement, June 8, 2020.

<sup>237</sup> En France cela inclut Les Amis de la Terre.

<sup>238</sup> <http://climatecasechart.com/non-us-case/la-rose-v-her-majesty-the-queen/>

<sup>239</sup> For Our Kids Canada, Friends of the Earth.

Par suite de sa défaite face à Urgenda, le Gouvernement Hollandais a décidé de réduire la capacité de ses centrales thermiques au charbon de 75% d'ici à 2030<sup>240</sup>, quitte à devoir faire face à d'autres pressions, notamment exercées par les propriétaires desdites centrales<sup>241</sup>.

Au Royaume-Uni et dans plusieurs juridictions de Common Law, la théorie du fait politique reste un obstacle aux actions climatiques. Ainsi dans l'affaire *Friends of the Earth Ltd v. Heathrow* de la Cour suprême du Royaume-Uni, 16 décembre 2020<sup>242</sup>, la Cour a relevé que le Gouvernement avait été averti par ses conseillers de la commission sur le changement climatique qu'il ne peut y avoir d'extension de la capacité aéroportuaire britannique sans que l'industrie de l'aviation ne parvienne à des réductions d'émissions rapides et massives. La Cour suprême a jugé que le Secrétaire d'État disposait d'un large pouvoir d'appréciation des éléments du changement climatique et du développement durable, dont il doit certes tenir compte en vertu de la Loi anglaise de 2008 sur l'aménagement du territoire. Le Gouvernement utilise donc cette latitude pour apprécier s'il devait tenir compte de l'Accord de Paris et dans quelle mesure. À ce titre, la Cour suprême a donc jugé que le secrétaire d'État a agi rationnellement dans sa prise sa décision.

Suite à l'émergence de nouvelles obligations climatiques en Droit financier, les ONGE peuvent désormais déplacer le domaine de la lutte climatique, ou ouvrir un nouveau front, sur le terrain de l'action en responsabilité climatique contre les gérants de fonds.

## **B - Le renforcement de l'action contre le *Greenwashing***

Une conférence organisée par la Banque des règlements internationaux (BRI) du 2 au 4 juin 2021 a réuni des autorités de tutelle financière et des acteurs du monde de la finance sur le thème des risques posés au système financier international par les changements climatiques. Il faut noter que la BRI est une des institutions clé du système de gestion des risques financiers internationaux, ce qui démontre une prise de conscience institutionnelle de l'ampleur des risques climatiques et de leur possible incidence menaçante, qualifiée de potentiellement « disruptive », sur le système monétaire et financier. Intitulée Green Swan

---

<sup>240</sup> SETZER J et BYRNES R, « Global trends in climate change litigation 2020 snapshot », publié le juillet 2020, [consulté le 21 mai 2021].

<sup>241</sup> L'énergéticien allemand RWE a déposé une demande d'arbitrage contre les Pays-Bas en vertu du traité sur la Charte de l'énergie (TCE) le 2 février 2021. Il sera compliqué pour les états membres de mettre fin à leurs obligations en vertu du TCE, qui comporte une clause de survie de 10 ans.

<sup>242</sup> *Friends of the Earth Ltd & Ors, (on the application of) v Heathrow Airport Ltd* [2020] UKSC 52 (16 December 2020)

2021, nom d'un rapport de la BIS de 2020<sup>243</sup>, en référence à la fois au changement climatique et au livre de N. N. Taleb paru après la crise de 2008<sup>244</sup>, la conférence a parvenu à un consensus sur deux points :

1. Le manque de données ESG demeure criant au niveau mondial (voir Chapitre 3 - Section 2 -§ 2 -C - « La data climatique des fonds d'investissement », page 112 ci-dessous).

2. Le temps des déclarations volontaires et du *Greenwashing* est dépassé.

On peut regretter que se soit manifestée une tendance ancienne de certaines organisations internationales gouvernementales de ne pas inclure les ONGE à leurs discussions. En effet, il n'y avait pas d'ONGE parmi les participants à la conférence Green Swan.

Les ONGE sont bien placées pour implémenter une stratégie internationale de recherche de la responsabilité climatique des gérants de fonds. Comme l'indique S. Lavorel le « *forum shifting* » n'est pas « *forum shopping* », ni fraude à la loi car « *le but recherché – modifier profondément le droit applicable – justifie d'investir les différents fora où les questions climatiques sont abordées...* »<sup>245</sup>. Il ne s'agit pas de changer artificiellement le siège d'une situation juridique, tel que dans l'affaire française de la Princesse de Bauffremont<sup>246</sup>, mais d'avoir une approche stratégique de l'action en justice, en tenant compte de la doxa, de l'état du droit local et du plaidoyer développé dans une juridiction.

A titre d'exemple, la plupart des actions climatiques contre des fonds de pension étant à ce jour intentées dans des pays de Common Law, ClientEarth, une ONGE implantée au Royaume-Uni et dans plus de 60 pays, soutient depuis octobre 2018 une action contre le fonds de pension britannique de Shell intentée par un des ex-employés de cette société, en premier devant le médiateur des retraites (« *Pension Ombudsman* »). Notons que ClientEarth est une ONGE purement juridique, dont la plupart des employés sont des *solicitors* ou avocats qualifiés et dont la mission principale est d'agir en justice pour défendre l'environnement<sup>247</sup>. Bien que l'Ombudsman n'ait pas donné suite à la demande de

---

<sup>243</sup> BOLTON Patrick, DESPRES Morgan, PEREIRA DA SILVA Luiz Awazu *et al.*, *The green swan* [en ligne], [s. n.], 2020, [consulté le 14 juin 2021].

<sup>244</sup> TALEB Nassim Nicholas et TALEB Nassim Nicholas, *The Black Swan*, Penguin Books, 2010.

<sup>245</sup> LAVOREL Sabine, « Le rôle des juges dans l'émergence d'une responsabilité climatique des États » [en ligne], *Rev. Jurid. L'environnement*, 46, Lavoisier, 2021. Citation page 57.

<sup>246</sup> ANCEL Bertrand et LEQUETTE Yves, *Les grands arrêts de la jurisprudence française de droit international privé - 5e éd.*, Dalloz, 2006.

<sup>247</sup> <https://www.fr.clientearth.org/notre-action/>

contraindre le fonds de pension de Shell à clarifier ses positions climatiques<sup>248</sup>, le fonds a modifié sa politique d'investissement pour y insérer des objectifs et processus de durabilité et il a rejoint le UN Principles for Responsible Investment (UNPRI). Nul doute que de telles actions verront le jour prochainement en Europe continentale.

L'Autorité de la concurrence et des marchés (Competition and Markets Authority, CMA) du Royaume-Uni a lancé en 2021 une étude visant à mieux comprendre comment la législation sur la protection des consommateurs peut être utilisée pour lutter contre les allégations environnementales fausses ou trompeuses. Le projet se concentre sur la façon dont les allégations concernant l'impact environnemental des produits et des services sont formulées, et si ces allégations sont étayées par des éléments de preuve vérifiables. Par ailleurs, la CMA a émis le 27 janvier 2021 des lignes directrices concernant les accords de secteur visant à promouvoir la lutte contre les changements climatiques et la création de standards et label en accord avec le droit anglais de la concurrence. Ces lignes directrices visent à faciliter lesdits accords de secteurs. Pour sa part, le *HM Treasury* (ministère britannique des finances) a publié le 22 avril 2021 les résultats de l'étude qui a débuté en 2019 sur la façon dont le système financier doit changer pour soutenir la transition nette-zéro et a recommandé de demander à la FCA de lutter plus sévèrement contre le *Greenwashing*.

Le rapport de l'ONGE 2DII<sup>249</sup> de juin 2021<sup>250</sup> identifie des lacunes réglementaires critiques, principalement en Europe, dans le domaine des « prétentions d'incidence environnementale » dans le secteur financier et propose un code de bonne conduite. Le rapport juge les prétentions et promesses publicitaires et celles présentées dans les documents précontractuels peu en adéquation avec les performances environnementales effectives et les portefeuilles. On retrouve ici un mécanisme similaire à celui observé dans le domaine du pricing (voir Chapitre 1 -Section 1 -§ 2 -B - « Le pricing des fonds », page 30 ci-dessus). Ces écarts, caractéristiques du *Greenwashing* portent atteinte au principe fondamental d'intégrité des marchés financiers. Le rapport identifie aussi des incohérences flagrantes entre la réglementation générale de la protection des consommateurs et celle des investisseurs individuels, les seconds étant peu protégés (voir Chapitre 1 -Section 2 -§ 3 -A

---

<sup>248</sup> <https://www.clientearth.org/latest/latest-updates/news/pensions-savers-are-holding-funds-feet-to-the-fire-on-climate/?query=pension+funds>

<sup>249</sup> 2 Degrees Investing Initiative, ONGE qui vise à aligner les marchés et les réglementations financières sur les objectifs de l'accord de Paris. <https://2degrees-investing.org/>

<sup>250</sup> THE 2° INVESTING INITIATIVE, « Sustainable finance and market integrity: promise only what you can deliver. », publié le juin 2021, [consulté le 12 juin 2021].

- « Une responsabilité des GFI historiquement peu effective », page 47 ci-dessus). Le code de bonne conduite proposé par 2DII ( Annexe 7 « Principes de marketing responsable pour le secteur financier », page 147 ci-dessous) inclut un renforcement de la surveillance réglementaire des promesses et allégations d'impact environnemental des GFI, une amélioration de la recherche et de la collecte **publique** de données afin d'élaborer des cadres fondés sur des données probantes pour évaluer l'incidence environnementale des portefeuilles sous-jacents. L'approche des GFI pour évaluer et suivre leur incidence climatique devra être significativement plus sophistiquée et prudente eu égard à leurs promesses (les « claims » en marketing) relatives aux impacts environnementaux.

Pour lutter contre le *Greenwashing*, la Commission européenne a lancé le 16 novembre 2020 une « Initiative visant à corroborer les allégations vertes ». Cette initiative est étroitement liée à d'autres politiques annoncées dans le Green Deal, telle que la révision du droit de la consommation de l'UE afin de donner aux consommateurs les moyens de participer activement à la transition écologique, le développement d'une réglementation concernant les produits durables et la stratégie de la ferme à la fourchette (Farm-to-Fork).

Le 21 avril 2021 la Commission européenne a aussi publié ses directives déléguées concernant les risques en matière de durabilité et les facteurs de durabilité à prendre en compte pour les OPCVM, les FIA, les fournisseurs de services d'investissements, les assureurs et réassureurs. Ces directives imposent aux GFI de modifier en premier leurs processus et systèmes de gestion des risques :

*« Les États membres veillent à ce qu(e)... les sociétés de gestion conservent les ressources et l'expertise nécessaires à l'intégration effective des risques en matière de durabilité. ».*

*« Les États membres veillent à ce que les sociétés d'investissement intègrent les risques en matière de durabilité dans la gestion des (fonds) ..., en tenant compte de la nature, de l'échelle et de la complexité de leur activité. »*

Le *Greenwashing* est en forte augmentation, mais pas uniquement dans le secteur de la gestion d'actifs financiers. En France, le Bilan Publicité & Environnement réalisé conjointement par l'ADEME et l'ARPP<sup>251</sup> en 2019 a analysé les publicités "de nature à induire en erreur" concernant leurs arguments écologiques. Ce sont celles qui contiennent des allégations centrales, infondées ou très excessives, qui insistent sur le message erroné par des éléments redondants (texte, visuel) et qui ne contiennent pas d'informations utiles

---

<sup>251</sup> Autorité de régulation professionnelle de la publicité

à l'analyse de leurs allégations environnementale. L'ARPP a demandé des modifications pour 89 % des publicités revues (ayant recours à un argumentaire environnemental) pour leur mise en conformité avec sa recommandation "Développement durable". En 2019, 11,6 % des publicités environnementales ne respectaient pas les règles déontologiques de l'ARPP, soit près du double de 2018, représentant un taux de non-conformités en forte hausse. Ce chiffre correspond à celui de 2DII pour 2020, 12% des promesses des fonds ESG en France étaient trompeuses en ce qu'elles liaient de manière inadéquates l'investissement dans un fonds à une incidence environnementale spécifique.

Le *Greenwashing* est un défi majeur pour les autorités de tutelle et de réglementation dans tous les domaines.

Il faut saluer néanmoins les efforts cohérents au niveau national et européen pour lutter contre le *Greenwashing* en matière de gestion d'investissements et pour mettre en place des obligations de transparence qui produiront des données nécessaires à l'évaluation des dommages et scénarios climatiques.

### **C - La data climatique des fonds d'investissement**

L'objectif du projet de loi Climat européenne<sup>252</sup>, qui inclut la France et le Luxembourg, est une réduction nette à l'échelle de l'économie par rapport aux émissions de 1990, d'au moins 55 % de réduction des gaz à effet de serre d'ici 2030, sans contribution des crédits internationaux. En apparence, l'industrie de la gestion d'actifs s'est inscrite dans cette mouvance climatique. En 2020, plus de 250 fonds européens existant ont changé de stratégie pour adopter des principes ESG<sup>253</sup> et plus de 500 ont été lancés qui se réclament de tels principes. Ces fonds ont dépassé €1.1 trilliard d'AUM. Mais, comme le souligne le rapport Slow Burn de Reclaim Finance<sup>254</sup> :

*« Le lien entre un renforcement de l'ESG et une réorientation des investissements des actifs non durables vers les actifs verts est loin d'être clair. »*

Pour implémenter leurs promesses (risque de *Greenwashing*) les gérants de fonds devront collecter, stocker et analyser continuellement les données de calcul des scénarios et trajectoires climatiques des fonds.

---

<sup>252</sup> [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_21\\_1828](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_1828). Consulté le 25 mai 2021.

<sup>253</sup> *ESG demand prompts more than 250 European funds to change tack*, Financial Times 16 février 2021. <https://www.ft.com/content/e0237f69-a8c8-4bfc-9ccc-c466fb11f401>

<sup>254</sup> SLOW BURN: Les gestionnaires d'actifs parient contre le climat, Lara Cuvelier, Reclaim Finance, avril 2021.



« Toute institution qui croit que le l'implémentation d'une approche d'investissement ou de prêt (comme le désinvestissement de certains actifs, l'augmentation de l'allocation à d'autres actifs ou le déploiement de certaines solutions) entraînera directement ou indirectement des impacts environnementaux dans l'économie réelle devrait étayer ses allégations en recueillant des preuves à l'appui du lien de causalité entre les actions du bailleur de fonds et les résultats. »

*Principes de marketing responsable pour le secteur financier, 2DII, Annexe 7, page 147 ci-dessous.*

Comme mentionné précédemment, les gérants ne peuvent plus prétendre ignorer le risque climatique. Ils ne peuvent non plus s'exonérer de leur incidence climatique en arguant du manque de certitude du dommage dont ils sont responsables, les bases de données existantes permettent des calculs précis des externalités actuelles et certaines. Il est possible que les GFI présenteraient en défense de tels arguments, comme ils l'ont fait maintes fois dans des situations comparables. Considérons aussi l'argument invoqué de l'ignorance légitime des risques financiers au moment de la crise des monnaies asiatiques en 1997. Comme le souligne Joseph Stiglitz<sup>255</sup>, les GFI ont prétendu que la crise était due au manque d'information fiable en Asie et donc hors de leur contrôle et de leur responsabilité. Cet auteur rappelle alors que les marchés où l'information est abondante et fiable présentent de plus faibles opportunités de rendement. Les gérants avaient vendu leurs fonds en présentant des performances élevées, qu'ils auraient dû mettre en perspective en informant leurs investisseurs que ces performances élevées s'accompagnaient de risques élevés dus, entre autres, à une information de faible qualité. Sur le couple risque / rendement, se référer à Chapitre 1 -Section 1 -§ 1 - « La théorie des portefeuilles et le couple risque / rendement ».

Outre l'argument de l'ignorance climatique, que le corpus actuel de data permettra de réfuter, reste de nombreuses questions liées à l'attribution des incidences climatiques.

Ainsi en Droit européen, on peut se référer au droit de la concurrence dans le cadre duquel la data disponible lors des actions en justice est abondante mais pas nécessairement ventilée pour chaque co-responsable. La question est de savoir comment répartir les responsabilités dans un procès climatique contre des gérants de fonds. Selon Ioannis

---

<sup>255</sup> STIGLITZ Joseph E., *Globalization and Its Discontents*, Penguin Books Ltd, 2009. Page 212.

Lianos<sup>256</sup>, en vertu de la Directive Dommages et intérêts 2014<sup>257</sup>, les entreprises qui violent le droit de la concurrence (par exemple les ententes) sont conjointement responsables pour « l'ensemble du préjudice causé par l'infraction » (article 11). A charge pour l'entreprise condamnée de recouvrer la part surpayée de toute autre entreprise contrevenante; ce montant étant déterminé « à la lumière de leur responsabilité relative dans le préjudice causé par la violation du droit de la concurrence » (article 11 (5)). C'est au co-responsable « principal » qu'il appartient de gérer les données de ventilation du dommage. Cette solution serait applicable pour l'indemnisation du préjudice causé par une empreinte de Scope 3, pour laquelle le fonds d'investissement paierait sa part du dommage climatique, à charge de dédommagement pour la partie de l'empreinte carbone causée non par les entreprises sous-jacentes du fonds en Scope 1 ou Scope 2, mais par les entreprises tierces, non-présentes dans le fonds. On peut aussi envisager un recours du GFI contre les sous-jacents ... à charge de disposer des données qui prouvent la faute commise par l'entreprise et l'absence d'acceptation des risques par le GFI.

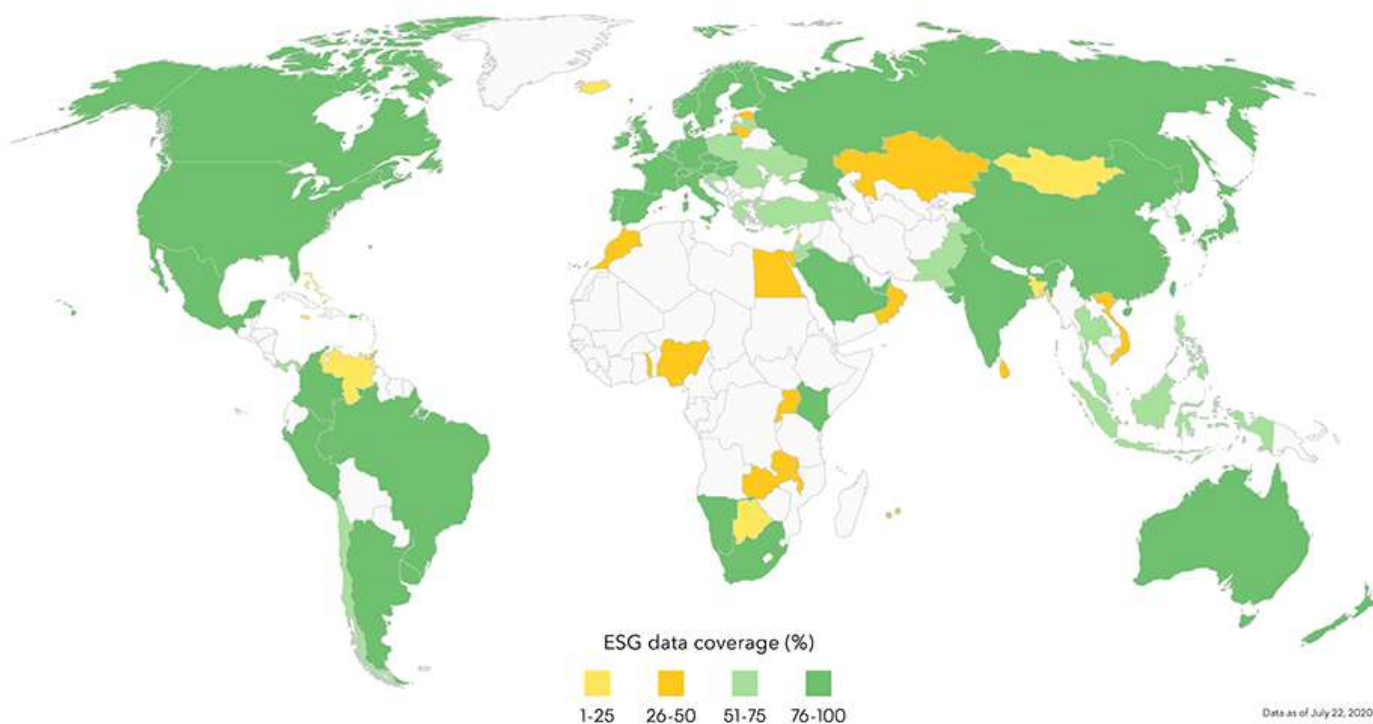
La data climatique progresse, même si comme indiqué sur la carte de disponibilité des données ESG de Bloomberg, beaucoup de progrès restent à faire pour pouvoir fournir aux nouveaux outils attributifs des éléments de calcul fiables et couvrant un large spectre d'informations (voir « *Figure 22 Couverture géographique des données ESG de Bloomberg* (mai 2021) », ci-dessous). A titre de comparaison locale, les serveurs de Météo France, organisme membre du GIEC, ont vu leur puissance de calcul multipliée par dix millions entre 1992 et 2020, passant de deux milliards de calculs par seconde à plus de vingt milliards de milliards (21 pétaflops)<sup>258</sup>. Les actions contre les gérants de fonds seront prochainement grandement facilitées par le développement concomitant des sciences attributives et des données climatiques et ESG des fonds. L'augmentation exponentielle de la data va permettre de pointer du doigt les responsables des changements climatiques.

---

<sup>256</sup> Lianos, I; (2015) Causal Uncertainty and Damages Claims for the Infringement of Competition Law in Europe. Yearbook of European Law , 2015 (1) pp. 1-61. (In press). Downloaded from UCL Discovery: <http://discovery.ucl.ac.uk/1471378>

<sup>257</sup> Directive 2014/104/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 relative à certaines règles régissant les actions en dommages et intérêts en droit national pour les infractions aux dispositions du droit de la concurrence des États membres et de l'Union européenne. JOUE L 349 du 5.12.2014, p. 1–19.

<sup>258</sup> <http://www.meteofrance.fr/nous-connaître/activites-et-metiers/les-supercalculateurs-de-meteo-france>. Consulté le 25 juin 2021.



**Figure 22 Couverture géographique des données ESG de Bloomberg (mai 2021)**

Ainsi, en France, le décret d'application de l'article 29 de la Loi Energie et Climat<sup>259</sup> (LEE) devrait permettre une expansion rapide de la data climatique des GFI. Le décret impose aux gérants de faire converger leur gestion des risques financiers « conventionnels » (marché, crédit, liquidité) et ceux relatifs au climat et à la biodiversité. Les GFI qui déclarent (ou promettent, notion de « claim ») des objectifs de durabilité doivent désormais poursuivre des stratégies d'investissement cohérentes avec les objectifs de long terme relatifs au changement climatique. Ceci nécessite un alignement avec les objectifs de l'Accord de Paris et inclut une estimation quantitative de l'impact financier des principaux risques ESG. Cette data sera publiée par les GFI et récoltable par des organismes indépendants et des ONGE par récupération directe ou par l'usage d'outils de « *deep learning* »<sup>260</sup> ou de « *parsing* »<sup>261</sup>. De plus, les gérants pourront mettre en ligne leurs données sur le Climate Transparency

<sup>259</sup> Décret n° 2021-663 du 27 mai 2021 pris en application de l'article L. 533-22-1 du code monétaire et financier, JORF n°0122 du 28 mai 2021, Texte n° 9.

<sup>260</sup> L'apprentissage profond est un ensemble de méthodes d'apprentissage automatique tentant de modéliser avec un haut niveau d'abstraction des données grâce à des architectures articulées de différentes transformations non linéaires. [www.wikipedia.fr](http://www.wikipedia.fr)

<sup>261</sup> Récolte de données réalisée sur internet par des outils d'intelligence artificielle, principalement par analyse syntaxique. [www.wikipedia.fr](http://www.wikipedia.fr)

Hub<sup>262</sup> (CTH) . Le décret impose aux gérants un suivi des performances au regard des objectifs climatiques stratégiques et la mise en place d'une démarche d'amélioration continue. Au sein de l'UE, la Commission étudie la mise en place d'un point d'accès unique européen pour les données financières et non-financières, le *European single access point* (ESAP)<sup>263</sup>.

Il n'existe pas à présent d'exemple d'implication ciblée de la LegalTech<sup>264</sup> dans les actions climatiques mais on peut songer que les outils de justice prédictive seront utiles dans des procès où la data sera souvent un élément essentiel de l'analyse juridique. En revanche, la FinTech se développe dans l'ESG, par exemple en utilisant l'IA pour adapter les portefeuilles aux préférences climatiques des clients, tel que le fait la société Neuroprofiler<sup>265</sup> en utilisant des techniques de finance comportementale. L'application de Neuroprofiler permet ainsi d'établir de manière interactive, non par des formulaires papier, les préférences ESG des investisseurs, qui sont ensuite analysées et calibrées afin de produire une échelle des incidences ciblées en fonction de ces préférences. Un moteur d'IA peut ensuite suggérer des portefeuilles d'investissements adaptés à ces objectifs. Cette approche est compatible avec la nouvelle réglementation ESG à laquelle les GFI sont désormais soumis. Là où les fonds s'écarteront de leurs objectifs climatiques, ils seront attaquables en justice.

En effet, outre les actions en responsabilité climatique globale contre les GFI, en réparation du préjudice climatique causé par le portefeuille dans son ensemble, on peut aussi envisager des actions ciblées contre des décisions précises des GFI qui seraient clairement en violation de leurs engagements climatiques ou bien des profils des investisseurs. Ainsi la Chambre commerciale de la Cour de cassation française dans une décision du 6 décembre 2017<sup>266</sup> a jugé que la responsabilité contractuelle du gérant était engagée pour non-respect du mandat de gestion sur certains sous-jacents. La Cour a relevé que « ... *certaines des titres choisis par la société ... ne répondaient pas aux orientations du mandat de gestion* ... ». On peut penser que certaines lignes du portefeuille, telles les sociétés actives dans l'exploration pétrolière seraient clairement contraires à une promesse

---

<sup>262</sup> <https://climate-transparency-hub.ademe.fr/> « Développé dans le cadre du projet Life Finance Climate, le Climate Transparency Hub est piloté par l'ADEME et le Commissariat Général au Développement Durable (CGDD) du Ministère de la Transition Écologique, en collaboration avec l'AMF, l'ACPR ».

<sup>263</sup> [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2021-european-single-access-point\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2021-european-single-access-point_en)

<sup>264</sup> *Legal technology*, start-ups dans le domaine juridique.

<sup>265</sup> <https://neuroprofiler.com/esgprofiler-fr/>

<sup>266</sup> Cass. com, 6 décembre 2017, no 16-23.991

d'alignement de type PAB, l'indice de référence fondé sur l'accord de Paris, compte tenu des données existantes et du récent rapport<sup>267</sup> de l'Agence Internationale de l'Energie (AIE, juin 2021). En effet, afin d'atteindre la neutralité carbone avant 2050, l'AIE juge nécessaire de mettre fin dès 2023 à toute exploration pétrolière et gazière. Le dommage causé par la ligne sous-jacente en question pourra alors être évalué avec la data disponible et attribué en proportion au GFI.

---

<sup>267</sup> IEA (2021), Net Zero by 2050, IEA, Paris <https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050>

## Conclusion

---

Face à l'urgence climatique, diverses initiatives du secteur financier et des changements réglementaires majeurs auront un impact significatif sur les activités quotidiennes des gérants de fonds d'investissement. Le secteur de la gestion d'actifs financiers n'est pas passif face à ces défis. Bien qu'environ 75 % des procès climatiques à ce jour aient été intentés contre des gouvernements, généralement par des ONGE ou des particuliers, et que les gérants de fonds d'investissement n'ont pas jusqu'à présent été soumis à un régime de responsabilité spécifique, cette responsabilité climatique est aujourd'hui indéniable. Mais le lien entre le renforcement de l'ESG et la transition des risques d'investissement au sein des portefeuilles vers les actifs verts n'est pas clairement démontré.

La mise en cause de la responsabilité climatique des GFI nécessitera un changement de paradigme car peu d'actions en justice ou procédures auprès des autorités de tutelle ont entraîné des sanctions ou des réparations dans les deux domaines du droit concernés, c'est-à-dire le droit de l'environnement, pour les pollueurs et le droit financier pour les gérants de fonds. De plus, pour agir il faudra distinguer les atteintes aux intérêts privés subjectifs des atteintes à l'intérêt objectif de protection du climat et des écosystèmes. L'action climatique contre les gérants demeurera encadrée par les concepts historiques de l'action judiciaire : les plaignants dans les poursuites climatiques contre les gestionnaires de fonds devront prouver la faute (généralement), le dommage et le lien de causalité.

A défaut d'engagement effectifs des Etats ou du secteur financier, l'implication d'ONGE sera cruciale pour catalyser les offensives judiciaires et de plaidoyer. La capacité de représentation commune des ONGE mais aussi leur insertion dans des réseaux internationaux amis leur permettra de définir des stratégies d'actions internationales séquencées et structurées selon de véritables plans d'action judiciaires. Sur la base de ces actions et condamnations, les ONGE implémenteront leur plaidoyer en forçant les gérants à revoir leurs objectifs et contributions climatiques et en poussant les autorités compétentes à structurer des régimes règlementaires et de tutelles durables, donc viables. Ce processus renforcera le caractère maïeutique du droit climatique.

Toute stratégie est un « Ensemble d'objectifs opérationnels choisi pour mettre en œuvre une politique préalablement définie »<sup>268</sup>. La fin de partie idéale (« *end game* ») optimale serait probablement un ensemble de comportements responsables de l'industrie de la gestion d'actifs, en rupture avec certaines pratiques du passé, dans lequel les gérants prennent des décisions alignées sur les objectifs internationaux de lutte contre les changements climatiques, d'une manière informée et transparente. Les documents d'information initiale devront contenir les informations nécessaires pour que les investisseurs puissent juger en toute connaissance de cause la stratégie climatique qui leur est proposée et les risques climatiques encourus. Les portefeuilles sous-jacents devront refléter et implémenter cette stratégie climatique comme le démontrera clairement le reporting périodique fourni aux investisseurs. Ce reporting non-financier constituera un véritable double du reporting des performances financières (elles-mêmes alignées sur le profil de risque / rendement des investisseurs). On peut concevoir une notion de portefeuille climatique cartographiant les incidences et la dynamique climatique des sous-jacents selon une taxinomie détaillée (voir Chapitre 2 -Section 2 -§ 1 - « Le pricing climatique des fonds d'investissement. », page 66 ci-dessus).

Le temps presse et l'alternative à l' *end game* idéal aurait de graves conséquences financières. Les risques posés par le changement climatique au système financier international sont désormais connus, même si leur ampleur reste à quantifier. Les organismes garants du système international de gestion des risques financiers, tels la BRI, réclament une prise de conscience institutionnelle rapide de l'ampleur des risques climatiques et de leurs effets potentiellement menaçants sur les marchés monétaires et financiers. La menace est climatique et financière, les deux sont intrinsèquement liés. A défaut d'action rapide les investisseurs et les portefeuilles des fonds dans lesquels ils ont investi courent un risque structurel de contagion. On songe à deux éléments majeurs de ce risque, qui sont d'ailleurs eux-mêmes imbriqués et qui concernent deux secteurs incontournables pour les fonds d'investissement : les banques et les énergéticiens.

1. Les risques climatiques systémiques pour les banques représentent 14% des actifs « actions »<sup>269</sup> et habituellement 40% des actifs obligataires des fonds d'investissement.

---

<sup>268</sup> ROBERT Paul, REY-DEBOVE Josette et REY Alain (dir.), *Le nouveau petit Robert*, Dictionnaires Le Robert, 2004.

<sup>269</sup> MSCI World index au 31 mai 2021

Selon l'ONGE Reclaim Finance les 11 plus grandes banques de la zone euro portent sur leurs bilans 532 milliards d'euros d'actifs directement liés au charbon, au pétrole et au gaz. Ce qui représente 95% de leurs fonds propres<sup>270</sup>. Les banques représentent aussi, habituellement, le plus important secteur privé dans les fonds obligataires, les fonds de pension et les portefeuilles obligataires des assureurs.

2. Les risques d'actifs échoués se profilent dans le secteur de l'énergie, qui représente 3% des actifs « actions » des fonds d'investissement mais impacte directement le secteur bancaire par effet de domino.

Dans les secteurs de l'exploration pétrolière et de la génération d'électricité au charbon, le concept d'actifs échoués, « stranded assets », est désormais connu et représente un risque réel de dépréciation financière. Comme nous l'avons décrit dans la Figure 19 L'incidence de la réglementation sur la demande d'équipement dépolluant (page 70 ci-dessus), la dépollution a un coût, que les règlements qui imposent des mesures de décommissionnement des plateformes pétrolières offshore (plus de 2000 dans le monde) et des centrales électriques font augmenter. Les majors pétrolières et les producteurs d'électricité doivent en principe engranger des provisions comptables leur permettant de faire face à ces obligations. Mais l'adéquation entre les montants mis en réserve par ces opérateurs privés et les coûts futurs des campagnes de décommissionnement qui devront être mises en place, en particulier en Europe pour le charbon et dans tous les océans pour l'offshore, n'est pas assurée. On a pu observer des cas dans lesquels les opérateurs initiaux, des majors dans leur secteur, cèdent en fin de course leurs actifs « problématiques » à des acteurs de second rang. Le droit de l'énergie, celui de l'environnement et celui de la concurrence ne permettent pas toujours de s'opposer à ce type de délestage.

Quelques exemples d'*end game* :

- L'énergéticien allemand RWE réclame au Gouvernement hollandais, en vertu du traité TCE<sup>271</sup> entre 1,2 et 1,5 milliard d'euros pour chaque gigawatt (GW) retiré du

---

<sup>270</sup> Reclaim Finance, rapport « Actifs fossiles, les nouveaux subprimes ? », 10 juin 2021.

<sup>271</sup> <https://france.attac.org/actus-et-medias/salle-de-presse/article/lancement-d-une-petition-europeenne-l-ue-et-la-france-doivent-sortir-du-traite>



réseau en Hollande<sup>272</sup> en vertu du plan d'arrêt de la production d'électricité au charbon.

- En Europe, la principale zone de risque se situe en Mer du Nord où le Royaume-Uni doit gérer la mise hors service de plus de 1 800 puits, 7 500 km de pipelines et plus de 100 plates-formes entre 2020 et 2025<sup>273</sup> pour un coût supérieur à 25 milliards d'euros.<sup>274</sup>
- Le gouvernement suédois, qui détient une participation majoritaire dans Vattenfall, une major du secteur de l'énergie, a été poursuivi en justice en Suède par l'ONGE PUSH pour avoir laissé cette société vendre sans garanties environnementales plusieurs centrales électriques au charbon et des actifs miniers à la filiale allemande d'une société tchèque (2016, demande rejetée en première instance<sup>275</sup>).
- Nombre d'Etats sur le territoire desquels se trouvent les plateformes offshore n'ont pas les ressources suffisantes pour suppléer les quelconques défaillances des opérateurs privés dans les opérations de décommissionnement qui couteront plusieurs centaines de milliards d'euros d'ici à 2050.

Les conséquences environnementales, climatiques et financières de ces risques sont immenses. L'intégration de ces risques dans la gestion des risques des gérants d'actifs est impérative et urgente. L'action en justice d'investisseurs et d'ONGE contre les gérants apparaît comme un déclencheur vital de ce changement de paradigme.

---

<sup>272</sup> RWE a déposé une demande d'arbitrage contre les Pays-Bas en vertu du traité sur la Charte de l'énergie (TCE) le 2 février 2021. Il sera compliqué pour les états membres de mettre fin à leurs obligations en vertu du TCE, qui comporte une clause de survie de 10 ans.

<sup>273</sup> <https://www.offshore-technology.com/features/featurecan-decommissioning-cause-more-harm-than-good-5756016/>

<sup>274</sup> <https://www.brinknews.com/managing-the-financial-risk-of-infrastructure-decommissioning/>

<sup>275</sup> <http://climatecasechart.com/climate-change-litigation/non-us-case/push-sweden-nature-youth-sweden-et-al-v-government-of-sweden/>

## Table des illustrations

---

|  |     |
|--|-----|
| Figure 1 Nombre global d'interventions réglementaires annuelles liées aux principes ESG. ....  | 13  |
| Figure 2 LPE - Ligne des portefeuilles efficients.....   | 21  |
| Figure 3 LMC - Ligne du marché de capitaux.....  | 21  |
| Figure 4 Les préférences de risque / rendement des investisseurs.....  | 22  |
| Figure 5 Portefeuilles optimaux pour A & B.....  | 22  |
| Figure 6 L'allocation d'actifs et la volatilité des portefeuilles.....   | 23  |
| Figure 7 Ecosystème d'un fonds d'actifs liquides ou cotés.....   | 27  |
| Figure 8 Afflux de nouveaux actifs dans les fonds communs (Etats-Unis) en fonction de la performance du marché. 2003 - 2018.....             | 30  |
| Figure 9 La dissymétrie des méthodes de calcul des frais de gestion des fonds d'investissement.....  | 31  |
| Figure 10 La chaîne des frais supportés par l'investisseur en fonds commun de placement. ....  | 33  |
| Figure 11 Les éléments de l'ESG.....   | 52  |
| Figure 12 Fonctionnement des indices climatiques et benchmarks.....  | 57  |
| Figure 13 Le Plan européen d'action pour la finance durable (2018) élargit le domaine fiduciaire de responsabilité des gérants de fonds..... | 59  |
| Figure 14 Taxinomie - Les critères du développement durable.....   | 62  |
| Figure 15 Processus de calcul de l'alignement taxinomique.....   | 63  |
| Figure 16 L'articulation des règles européennes.....   | 65  |
| Figure 17 Non-intégration des externalités négatives dans la courbe d'offre.....   | 67  |
| Figure 18 Intégration des externalités négatives dans la courbe d'offre.....   | 67  |
| Figure 19 L'incidence de la réglementation sur la demande d'équipement dépolluant.....   | 70  |
| Figure 20 Incidences du réchauffement climatique sur certaines activités.....  | 71  |
| Figure 21 Actions des GFI comparées à leurs engagements climatiques.....   | 92  |
| Figure 22 Couverture géographique des données ESG de Bloomberg (mai 2021).....   | 115 |
| Figure 23 Afflux d'actifs dans les fonds communs aux Etats-Unis en fonction de la performance de l'indice S&P500 de 1997 à 2003. ....        | 133 |
| Figure 24 Afflux de nouveaux actifs dans les fonds communs (Etats-Unis) en fonction de la performance du marché.....                         | 134 |
| Figure 25 Santander banque durable de l'année, Financial Times, 21 mai 2015.....   | 142 |

## Table des matières détaillée

---

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Remerciements</b> .....  | <b>2</b>  |
| <b>Droits d'auteurs</b> .....   | <b>3</b>  |
| <b>Liste des termes et abréviations</b> .....   | <b>4</b>  |
| <b>Table des matières</b> .....   | <b>9</b>  |
| <b>Introduction</b> .....   | <b>10</b> |
| <b>Chapitre 1 - Une responsabilité limitée des gérants de fonds</b> .....                   | <b>18</b> |
| Section 1 - Une chaîne de valeur mal appréhendée en droit .....                             | 20        |
| § 1 - La théorie des portefeuilles et le couple risque / rendement.....                     | 20        |
| A - La théorie de Markowitz.....  | 20        |
| B - L'implémentation pratique .....   | 24        |
| § 2 - La production et la distribution des fonds .....                                      | 26        |
| A - L'écosystème de la gestion de fonds .....   | 26        |
| 1. Une chaîne de valeur complexe.....   | 26        |
| 2. L'allocation des plus forts risques aux investisseurs les plus faibles. ....             | 27        |
| 3. « Buy high, sell low » .....   | 29        |
| B - Le pricing des fonds d'investissement.....  | 30        |
| 1. Les modèles de pricing .....   | 30        |
| 2. Les frais sous-jacents des fonds.....  | 32        |
| 3. Les frais additionnels des fonds.....  | 34        |
| Section 2 - Des régimes de responsabilité peu effectifs.....                                | 35        |
| § 1 - Une réglementation spécifique pour une responsabilité distincte .....                 | 36        |
| A - Une activité sous tutelle .....   | 36        |
| B - Une responsabilité distincte de celle des sous-jacents.....                             | 36        |
| § 2 - Les régimes comparés de responsabilité des GFI .....                                  | 39        |
| A - Les obligations contractuelles .....  | 39        |
| B - Les obligations fiduciaires des GFI .....   | 43        |
| C - Les obligations délictuelles .....  | 45        |
| § 3 - Une effectivité historiquement limitée des régimes de responsabilité .....            | 47        |
| A - Une responsabilité des GFI historiquement peu effective.....                            | 47        |
| B - L'effectivité réduite des sanctions environnementales.....                              | 50        |
| <b>Chapitre 2 - L'émergence d'une responsabilité climatique en gestion collective</b> ..... | <b>52</b> |
| Section 1 - Les nouvelles obligations climatiques des gérants de fonds .....                | 52        |
| § 1 - La soft law de l'investissement durable .....   | 54        |
| A - Les labels climatiques.....   | 54        |
| B - Les indices climatiques et indices de référence climatiques.....                        | 55        |
| § 2 - Le droit climatique contraignant .....  | 58        |
| A - Le cadre d'action européen.....   | 58        |
| B - Les règles européennes NFRD, SFDR, TR.....  | 59        |
| Section 2 - La reconnaissance d'un dommage et d'une action climatique .....                 | 65        |

|  |            |
|--|------------|
| § 1 - Le pricing climatique des fonds d'investissement.....                          | 66         |
| A - Les externalités environnementales.....  | 66         |
| B - L'intégration des externalités : Coase ou Pigou ?.....                           | 68         |
| § 2 - La détermination du dommage climatique.....                                    | 72         |
| A - Le préjudice écologique et climatique.....                                       | 72         |
| B - Un préjudice indéniable et calculable.....                                       | 74         |
| § 3 - Les parties et leur intérêt à agir.....  | 78         |
| A - L'action individuelle.....   | 78         |
| B - L'action conjointe ou de groupe.....   | 79         |
| C - L'action collective.....   | 80         |
| <b>Chapitre 3 - Une difficile mise en œuvre de la responsabilité climatique.....</b> | <b>82</b>  |
| Section 1 - Le droit international privé de l'action climatique contre les GFI.....  | 82         |
| § 1 - La juridiction compétente.....   | 83         |
| A - La compétence de droit commun.....   | 83         |
| B - La compétence internationale.....  | 83         |
| C - Les clauses attributives de juridiction.....                                     | 85         |
| § 2 - La loi applicable.....   | 86         |
| Remarque préliminaire sur la cohérence des qualifications.....                       | 86         |
| A - La loi compétente en matière contractuelle/.....                                 | 87         |
| B - La loi compétente en matière fiduciaire.....                                     | 89         |
| C - La loi compétente en matière délictuelle.....                                    | 90         |
| Section 2 - Les tests de l'action en réparation.....                                 | 92         |
| § 1 - Les critères comparés requis pour la réparation du dommage climatique.....     | 93         |
| A - La faute.....  | 93         |
| 1. L'absence d'engagements climatiques du GFI.....                                   | 93         |
| 2. Le non-respect d'engagements ou obligations climatiques du GFI.....               | 94         |
| 3. Le défaut de bonne intendance / <i>stewardship</i> .....                          | 96         |
| B - Le dommage.....  | 99         |
| 1. Scope 1, Scope 2 et Scope 3.....  | 99         |
| 2. La qualification du préjudice.....  | 100        |
| 3. Le rapport d'écart de production 2020.....  | 101        |
| C - Le lien causal.....  | 102        |
| § 2 - La consolidation de l'action climatique contre les GFI.....                    | 106        |
| A - Le renforcement de la pression des ONGE.....                                     | 106        |
| B - Le renforcement de l'action contre le <i>Greenwashing</i> .....                  | 108        |
| C - La data climatique des fonds d'investissement.....                               | 112        |
| <b>Conclusion.....</b>   | <b>118</b> |
| <b>Table des illustrations.....</b>  | <b>122</b> |
| <b>Table des matières détaillée.....</b>   | <b>123</b> |
| <b>Références bibliographiques.....</b>  | <b>126</b> |
| <b>Références de sites internet.....</b>   | <b>129</b> |
| <b>Références de jurisprudence.....</b>  | <b>130</b> |

|  |            |
|--|------------|
| <b>Annexes</b> .....   | <b>132</b> |
| Annexe 1. Buy high, sell low.....  | 133        |
| Annexe 1.1. Avant et après la bulle des dot.coms.....  | 133        |
| Annexe 1.2. Avant et après la récession économique globale de 2008.....                                  | 134        |
| Annexe 2. Modèle de questionnaire de détermination du profil d'investisseur d'un client particulier..... | 135        |
| Annexe 3. Le coût d'image de l'investissement durable.....   | 142        |
| Annexe 3.1. Santander élue banque durable de l'année 2015 .....  | 142        |
| Annexe 4. Les frais sous-jacents des fonds d'investissement.....   | 143        |
| Annexe 4.1. L'exemple du jet privé payé par les clients .....  | 143        |
| Annexe 4.2. Les distributeurs ne présentent pas clairement les frais à leurs clients....                 | 144        |
| Annexe 5. Plan d'action pour la finance durable, Commission européenne, mars 2018 .                      | 145        |
| Annexe 6. Courrier bancaire, déclaration de durabilité .....   | 146        |
| Annexe 7. Principes de marketing responsable pour le secteur financier .....                             | 147        |
| Reality based .....  | 147        |
| Evidence building .....  | 147        |
| Additionality.....   | 148        |
| Leadership .....   | 148        |

## Références bibliographiques

---

ANCEL Bertrand et LEQUETTE Yves, *Les grands arrêts de la jurisprudence française de droit international privé - 5e éd.: Grands arrêts*, 5e édition., Paris, Dalloz, 2006, 832 p.

BOLTON Patrick, DESPRES Morgan, PEREIRA DA SILVA Luiz Awazu *et al.*, *The green swan: central banking and financial stability in the age of climate change* [en ligne], [s. l.], [s. n.], 2020, [consulté le 14 juin 2021]. <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>

BREALEY Richard A. et MYERS Stewart C., *Principles of corporate finance*, 5. ed., Internat. ed., New York, McGraw-Hill, 1996.

BURGER Michael, WENTZ Jessica et HORTON Radley, « The Law and Science of Climate Change Attribution » [en ligne], *Columbia Journal of Environmental Law*, 45, février 2020, n° 1. <https://journals.library.columbia.edu/index.php/cjel/article/view/4730>

CAPITANT Henri, TERRÉ François, LEQUETTE Yves *et al.*, *Les grands arrêts de la jurisprudence civile T2 - 13e éd.: Obligations, contrats spéciaux, sûretés*, 13e édition., [s. l.], Dalloz, 2015, 910 p.

*Id.*, *Les grands arrêts de la jurisprudence civile T1 - 13e éd.: Introduction, personnes, famille, biens, régimes matrimoniaux, successions*, 13e édition., [s. l.], Dalloz, 2015, 792 p.

CELERIER Claire et VALLEE Boris, « What Drives Financial Complexity? A Look into the Retail Market for Structured Products » [en ligne], *SSRN Electronic Journal*, 2013, [consulté le 27 octobre 2020]. <http://www.ssrn.com/abstract=2289890>

CLARE Andrew, MOTSON Nick, PAYNE Richard *et al.*, « Heads We Win, Tails You Lose. Why Don't More Fund Managers Offer Symmetric Performance Fees? » [en ligne], *SSRN Electronic Journal*, 2014, [consulté le 27 octobre 2020]. <http://www.ssrn.com/abstract=2525545>

COASE R. H., « The Problem of Social Cost » [en ligne], *The Journal of Law & Economics*, 3, [University of Chicago Press, Booth School of Business, University of Chicago, University of Chicago Law School], 1960, p. 1-44. <http://www.jstor.org/stable/724810>

COURET Alain, NABASQUE Hervé Le, COQUELET Marie-Laure *et al.*, *Droit financier*, 3e édition., [s. l.], Dalloz, 2019, 1664 p.

DALBARADE Jean-Marcel, *Mathématiques des marchés financiers*, Paris, Ed. ESKA, 2005.

DAVID René, JAUFFRET-SPINOSI Camille et GORÉ Marie, *Les grands systèmes de droit contemporains - 12e éd.: Précis*, 12e édition., Paris, Dalloz, 2016, 542 p.

DEBARD Thierry et GUINCHARD Serge, *Lexique des termes juridiques 2020-2021 - 28e éd.*, Edition 2020-2021., [s. l.], Dalloz, 2020, 1150 p.

DEIRMENDJIAN Élisabeth, « La stratégie d'anticipation procédurale en matière civile », p. 685.

EUROPEAN COMMISSION. DIRECTORATE GENERAL FOR JUSTICE AND CONSUMERS., GFK., TIME.LEX. *et al.*, *Consumer market study on environmental claims for non-food products: final report*. [en ligne], LU, Publications Office, 2014, [consulté le 13 juin 2021]. <https://data.europa.eu/doi/10.2838/646530>

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (GREAT BRITAIN), GREAT BRITAIN, TREASURY *et al.*, *Interim Report of the UK's Joint Government-Regulator TCFD Taskforce*. [en ligne], [s. l.], [s. n.], 2020, [consulté le 18 mai 2021]. <https://www.webarchive.org.uk/access/resolve/20201110001724/https://assets.publishing.service.g>

[ov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/933782/FINAL\\_TCFD\\_REPORT.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/933782/FINAL_TCFD_REPORT.pdf)

HEEDE Richard, *Carbon Majors Accounting for carbon and methane emissions 1854--2010 Methods & Results Report* [en ligne], [s. l.], [s. n.], 2019, [consulté le 25 mai 2021]. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:101:1-2019022204221944769571>

HUSA Jaakko, *A New Introduction to Comparative Law*, Oxford ; Portland, Oregon, Hart Publishing, 2015, 298 p.

LAPLACE Pierre-Simon, *Essai philosophique sur les probabilités* [en ligne], [s. l.], Bachelier, 1840, Titre-TdM p. [https://fr.wikisource.org/wiki/Essai\\_philosophique\\_sur\\_les\\_probabilit%C3%A9s#](https://fr.wikisource.org/wiki/Essai_philosophique_sur_les_probabilit%C3%A9s#)

LAVOREL Sabine, « Le rôle des juges dans l'émergence d'une responsabilité climatique des États » [en ligne], *Revue juridique de l'environnement*, 46, Lavoisier, 2021, n° 1, p. 37-62. <https://www.cairn.info/revue-revue-juridique-de-l-environnement-2021-1-page-37.htm>

MARJANAC Sophie et PATTON Lindene, « Extreme weather event attribution science and climate change litigation: an essential step in the causal chain? » [en ligne], *Journal of Energy & Natural Resources Law*, 36, Routledge, 2018, n° 3, p. 265-298. <https://doi.org/10.1080/02646811.2018.1451020>

MARKOWITZ Harry, « Portfolio Selection » [en ligne], *The Journal of Finance*, 7, 1952, n° 1, p. 77-91, [consulté le 9 mai 2021]. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>

MINISTÈRE DE L'ECONOMIE, DG TRÉSOR, « Référentiel du Label ISR », juillet 2020, p. 43.

NEYRET Laurent, « La reconnaissance de la responsabilité climatique », *Recueil Dalloz*, Dalloz, novembre 2015, n° 39, p. 2278.

PIGOU A.C., *The Economics of Welfare (1921)* [en ligne], [s. l.], Palgrave Macmillan, 2013. <https://books.google.fr/books?id=26kAAwAAQBAJ>

PRIEUR Michel, COHENDET Marie-Anne, DELZANGLES Hubert *et al.*, *Droit de l'environnement - 8e ed.*, [s. l.], Dalloz, 2019, 1440 p.

ROBERT Paul, REY-DEBOVE Josette et REY Alain (dir.), *Le nouveau petit Robert: dictionnaire alphabétique et analogique de la langue française*, Nouv. éd., Paris, Dictionnaires Le Robert, 2004, 2949 p.

SETZER J et BYRNES R, « Global trends in climate change litigation 2020 snapshot », publié le juillet 2020, [consulté le 21 mai 2021]. [https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2020/07/Global-trends-in-climate-change-litigation\\_2020-snapshot.pdf](https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2020/07/Global-trends-in-climate-change-litigation_2020-snapshot.pdf)

SHEYKOVA VÉRONIKA, « Le préjudice financier », Université Cergy-Pontoise, 2016.

SOLANA Javier, « Climate Litigation in Financial Markets: A Typology » [en ligne], *Transnational Environmental Law*, 9, mars 2020, n° 1, p. 103-135, [consulté le 24 mai 2021]. [https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S2047102519000244/type/journal\\_article](https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S2047102519000244/type/journal_article)

STIGLITZ Joseph E., *Globalization and Its Discontents*, [s. l.], Penguin Books Ltd, 2009.

Id., *Economics*, 1st ed., New York, W.W. Norton, 1993, 1142 p.

TALEB Nassim Nicholas et TALEB Nassim Nicholas, *The Black Swan: the impact of the highly improbable*, Revised edition., London, Penguin Books, 2010, 444 p.

THE 2° INVESTING INITIATIVE, « Sustainable finance and market integrity: promise only what you can deliver. », publié le juin 2021, [consulté le 12 juin 2021]. <https://finance-climact.fr/wp-content/uploads/2021/06/Sustainable-Finance-and-Market-Integrity-3.pdf>

UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME, *Global climate litigation report 2020 status review* [en ligne], [s. l.], [s. n.], 2020, [consulté le 3 juin 2021]. <https://www.unenvironment.org/resources/report/global-climate-litigation-report-2020-status-review>

WANG Kevin Q., « Buy High and Sell Low » [en ligne], *SSRN Electronic Journal*, 2011, [consulté le 10 mai 2021]. <http://www.ssrn.com/abstract=1099964>

*Mémento Patrimoine 2019-2020*, Edition 2019-2020., [s. l.], Francis Lefebvre, 2019, 1590 p.

« Primary Market Technical Note 801.1: Disclosures in relation to ESG matters, including climate change », p. 7.

« Regulatory Initiatives Grid - May 2021 », p. 40.

« IPCC-Special-Report-1.5-SPM\_fr.pdf », [consulté le 25 mai 2021]. [https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/sites/2/2019/09/IPCC-Special-Report-1.5-SPM\\_fr.pdf](https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/sites/2/2019/09/IPCC-Special-Report-1.5-SPM_fr.pdf)



## Références de sites internet

---

|  |   |
|--|---|
| Autorité des marchés financiers française, AMF                           | <a href="https://www.amf-france.org">https://www.amf-france.org</a>                               |
| La Commission de Surveillance du Secteur Financier luxembourgeoise, CSSF | <a href="https://www.cssf.lu/fr/">https://www.cssf.lu/fr/</a>                                     |
| CURIA - Cour de justice de l'Union européenne                            | <a href="https://curia.europa.eu/jcms/jcms/j_6/fr/">https://curia.europa.eu/jcms/jcms/j_6/fr/</a> |
| EU law - EUR-Lex (europa.eu)   | <a href="https://eur-lex.europa.eu/">https://eur-lex.europa.eu/</a>                               |
| Financial Conduct Authority du Royaume-Uni, FCA                          | <a href="https://www.fca.org.uk">https://www.fca.org.uk</a>                                       |
| Investment Company Institute, ICI  | <a href="https://www.ici.org/">https://www.ici.org/</a>   |
| JSTOR Home   | <a href="https://www.jstor.org/">https://www.jstor.org/</a>                                       |
| Law Teacher, UK  | <a href="https://www.lawteacher.net">https://www.lawteacher.net</a>                               |
| Légifrance, service public français de la diffusion du droit             | <a href="https://www.legifrance.gouv.fr">https://www.legifrance.gouv.fr</a>                       |
| Légilux, Journal officiel du Grand-Duché de Luxembourg                   | <a href="http://legilux.public.lu/">http://legilux.public.lu/</a>                                 |
| ResearchGate, USA  | <a href="https://www.researchgate.net/">https://www.researchgate.net/</a>                         |
| Sabin Center for Climate Change Law, USA                                 | <a href="https://climate.law.columbia.edu/">https://climate.law.columbia.edu/</a>                 |
| Wikisource   | <a href="https://fr.wikisource.org/">https://fr.wikisource.org/</a>                               |

## Références de jurisprudence

---

### Jurisprudence

|   |     |
|---|-----|
| Bolam v Friern Hospital Management Committee [1957] 1 WLR 583.....  | 45  |
| Bonnington Castings Ltd v Wardlaw [1956] AC 613 .....   | 103 |
| CA Nouméa du 25 février 2014 (n°11/00187), Assoc. Action biosphère c/ Société Vale, Dr. envir.<br>2014. 212 ..... | 73  |
| CAA Bordeaux, 24 janvier 2013, 3ème chambre, N° 10BX02881 .....   | 50  |
| Cass. ass. plén., 29 juin 2007, D. 2007. Pan. 2346, GAJC T2 230 .....   | 39  |
| Cass. ass. plén., 29 mars 1991, D. 1991. 324. Blieck. GAJC T2 229 .....   | 39  |
| Cass. civ. 1re, 17 déc. 1985, Bull. civ. I, no 354 .....  | 85  |
| Cass. civ. 1 <sup>re</sup> , 18 sept. 2008, no 06-22.038 .....  | 80  |
| Cass. civ. 1 <sup>re</sup> , 30 janv. 2013, Bull. civ. I, no 9 .....  | 85  |
| Cass. civ. 1re, 8 nov. 2007, no 06-15.873 .....   | 102 |
| Cass. civ. 2 <sup>e</sup> , 12 mai 1966, Bull. civ. II, no 564 .....  | 100 |
| Cass. civ. 2 <sup>e</sup> , 8 juin 2011, n°10-15500, SNC Alvéa .....  | 79  |
| Cass. civ. 3e, 1er juill. 2009, no 07-21.954.....   | 80  |
| Cass. civ. 3 <sup>e</sup> , 24 mai 2018, no 17-18.866.....  | 81  |
| Cass. civ. 3 <sup>e</sup> , 9 juin 2010, no 09-11.738 .....   | 81  |
| Cass. civ., 11 janv. 1922, GAJC, 12e éd. 2008, n° 181 .....   | 40  |
| Cass. civ., 18 mars 1878. GADIP, 2006, no 6, p. 48 .....  | 109 |
| Cass. com, 6 décembre 2017, no 16-23.991.....   | 116 |
| Cass. com., 22 novembre 2005, Eurodirect Marketing pourvoi n°03-20600 .....                                       | 102 |
| Cass. com., 24 juin 2008, n° 06-21.798, FP P+B+R+I.....   | 41  |
| Cass. com., 7 janvier 2014, 11-24.157, Publié au bulletin .....   | 84  |
| Cass. crim. 1 <sup>er</sup> juin 1932, DP 1932. 1. 102 .....  | 100 |
| Cass. crim., 25 septembre 2012, 10-82.938.....  | 73  |
| CC n° 2011-116 QPC du 8 avril 2011, JO 9 avril 2011, p 6361, texte n° 89 .....                                    | 101 |
| CE, 6ème SSJS, 02/07/2015, 366108, Inédit au recueil Lebon .....  | 45  |
| CJCE 10 juin 2004, no C-168/02.....   | 84  |
| CJCE 17 sept. 2002, Aff. C-334/00 .....   | 84  |
| CJCE 27 sept. 1988, Kalfelis, affaire 189/87 .....  | 89  |

|  |         |
|--|---------|
| CJUE 13 septembre 2018 (demande de décision préjudicielle de la Cour administrative - Luxembourg) – UBS Europe.....      | 48      |
| CJUE 15 juin 2017, no C-249/16.....  | 84      |
| CJUE 17 décembre 2015, Neptune Distribution, C-157/14 .....  | 95      |
| CJUE 1re ch., 12 sept. 2018, no C-304/17.....  | 84      |
| CJUE 21 janvier 2016, ERGO Insurance et Gjensidige Baltic, C-359/14.....   | 86      |
| CJUE 28 janv. 2015, no C-375/13.....   | 85      |
| CJUE 3 octobre 2019, Verein für Konsumenteninformation, no C-272/18.....   | 88      |
| CJUE 4 juin 2015, Teekanne, C-195/14.....  | 95      |
| CJUE 5 juin 2014, Kone AG c/ OBB-Infrastruktur AG. C-557/12. Recueil numérique<br>ECLI:EU:C:2014:1317 .....              | 78      |
| Cowan v Scargill [1984] 3 WLR 501.....   | 44      |
| Fairchild v Glenhaven [2002] 3 WLR 89.....   | 103     |
| Friends of the Earth Ltd & Ors, (on the application of) v Heathrow Airport Ltd [2020] UKSC 52 (16<br>December 2020)..... | 108     |
| Hadley v Baxendale (1854) 9 Ex 341 .....   | 101     |
| Kaefer Aislamientos SA De CV v AMS Drilling Mexico SA De CV & Ors [2019] EWCA Civ 10 (17<br>January 2019) .....          | 83      |
| Lister v Hesley Hall, 7 [2001] UKHL 22, [2002] 1 A.C. 215.....   | 39      |
| Lliuya c. RWE .....  | 91, 105 |
| Lloyd v Google LLC [2019] EWCA CIV 1599 .....  | 80      |
| Maison de la Poésie. Cass. civ. 3e, 31 oct. 2012, n°11-16.304 : JurisData n° 2012-024285.....                            | 68      |
| Mark McVeigh v. Retail Employees Superannuation Pty Ltd, FC Australia, GD, NSW .....                                     | 94      |
| Martin v Edinburgh District Council [1988] S.C.L.R. 90 .....   | 44      |
| Plan B Earth v. Secretary of State, [2020] UKSC 52 .....   | 75      |
| Salomon v A Salomon & Co Ltd [1896] UKHL 1, [1897] AC 22. ....   | 37      |
| SPL Private Finance v Arch Financial Products [2014] EWHC 4268 [178] .....   | 44      |
| TA 23 juillet 2003, n° 15464 du rôle .....   | 78      |
| TA Paris, 3 février 2021, Association notre affaire à Tous et autres n°1904967 .....                                     | 75      |
| Ware v Regent's Canal Co (1858) 3 De G & J 212 .....   | 78      |

## Annexes

---

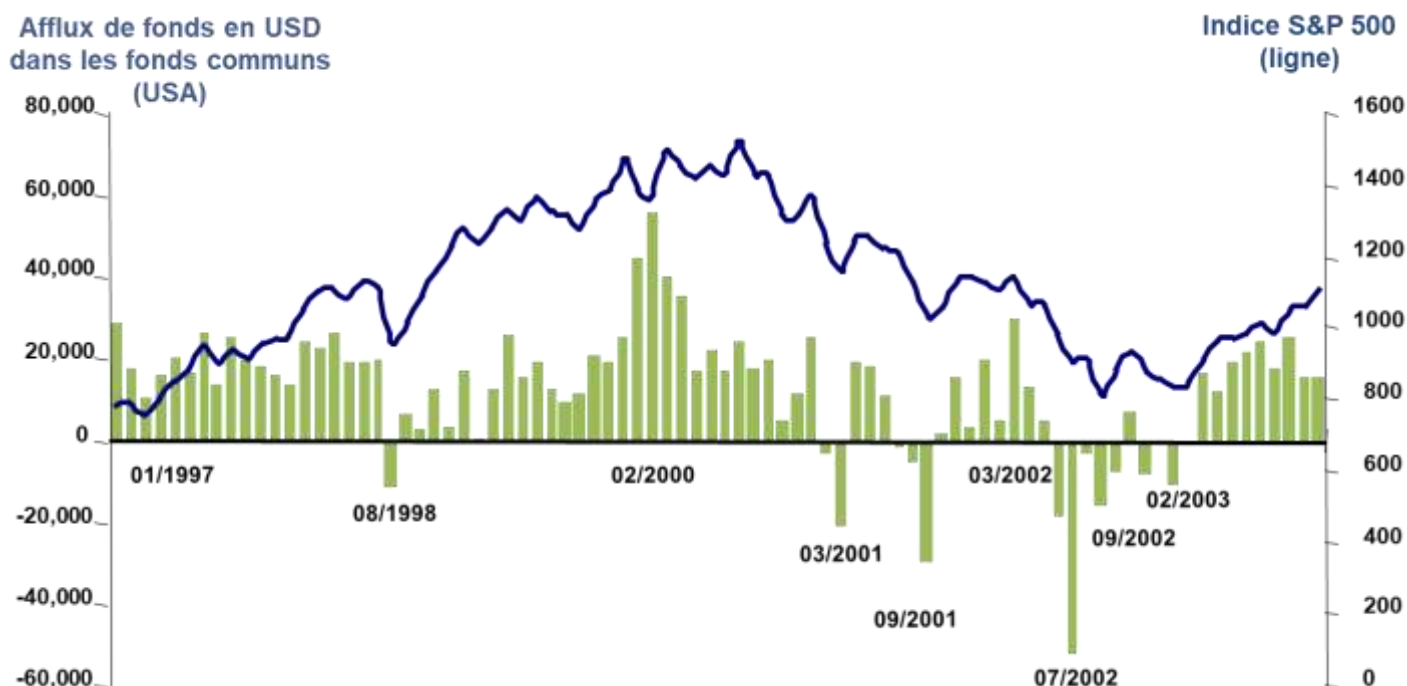
|   |     |
|---|-----|
| Annexe 1. Buy high, sell low.....   | 133 |
| Annexe 1.1. Avant et après la bulle des dot.coms.....   | 133 |
| Annexe 1.2. Avant et après la récession économique globale de 2008.....                                     | 134 |
| Annexe 2. Modèle de questionnaire de détermination du profil d'investisseur d'un client<br>particulier..... | 135 |
| Annexe 3. Le coût d'image de l'investissement durable.....  | 142 |
| Annexe 3.1. Santander élue banque durable de l'année 2015 .....   | 142 |
| Annexe 4. Les frais sous-jacents des fonds d'investissement.....  | 143 |
| Annexe 4.1. L'exemple du jet privé payé par les clients .....   | 143 |
| Annexe 4.2. Les distributeurs ne présentent pas clairement les frais à leurs clients....                    | 144 |
| Annexe 5. Plan d'action pour la finance durable, Commission européenne, mars 2018 .                         | 145 |
| Annexe 6. Courrier bancaire, déclaration de durabilité .....  | 146 |
| Annexe 7. Principes de marketing responsable pour le secteur financier .....                                | 147 |

## Annexe 1. Buy high, sell low.

L'observation des décisions d'achat et de vente de fonds d'investissement depuis un quart de siècle montre que les investisseurs particuliers ont tendance à prendre de mauvaises décisions d'achat et de vente. Ils souscrivent dans des fonds communs lorsque leur prix de marché est haut et vendent lorsqu'il est bas. « Buy high, sell low ». Plusieurs analyses ont démontré que l'explication de ce phénomène est psychologique et non liée à la théorie de la finance de marché. L'analyse de K. Wang<sup>276</sup> est objective, elle s'attache à l'observation des écarts de prix par rapport à leur moyenne historique. À mesure que le prix d'une action atteint un niveau anormalement élevé ou bas par rapport à une fourchette de négociation à long terme, les investisseurs ignorent une possible réversion. Ils réajustent mentalement, sans calcul de valeur intrinsèque, ce qu'ils perçoivent comme le prix moyen. C'est alors qu'ils achètent ou vendent, à un niveau respectivement très haut ou très bas.

### Annexe 1.1. Avant et après la bulle des dot.coms.

Le phénomène d'achat des investisseurs individuels a été très marqué avant et après la bulle d'internet qui a explosée en 2000.



**Figure 23 Afflux d'actifs dans les fonds communs aux Etats-Unis en fonction de la performance de l'indice S&P500 de 1997 à 2003.**

<sup>276</sup> WANG Kevin Q., « Buy High and Sell Low » [en ligne], *SSRN Electron. J.*, 2011, [consulté le 10 mai 2021].

## Annexe 1.2. Avant et après la récession économique globale de 2008.

Malheureusement, on ne peut pas déduire du comportement des investisseurs « retail » qu'ils ont tiré les conséquences de l'éclatement de la bulle internet. Les plus forts retraits opérés des fonds communs de placement ont eu lieu principalement au creux de la valorisation boursière en 2009.

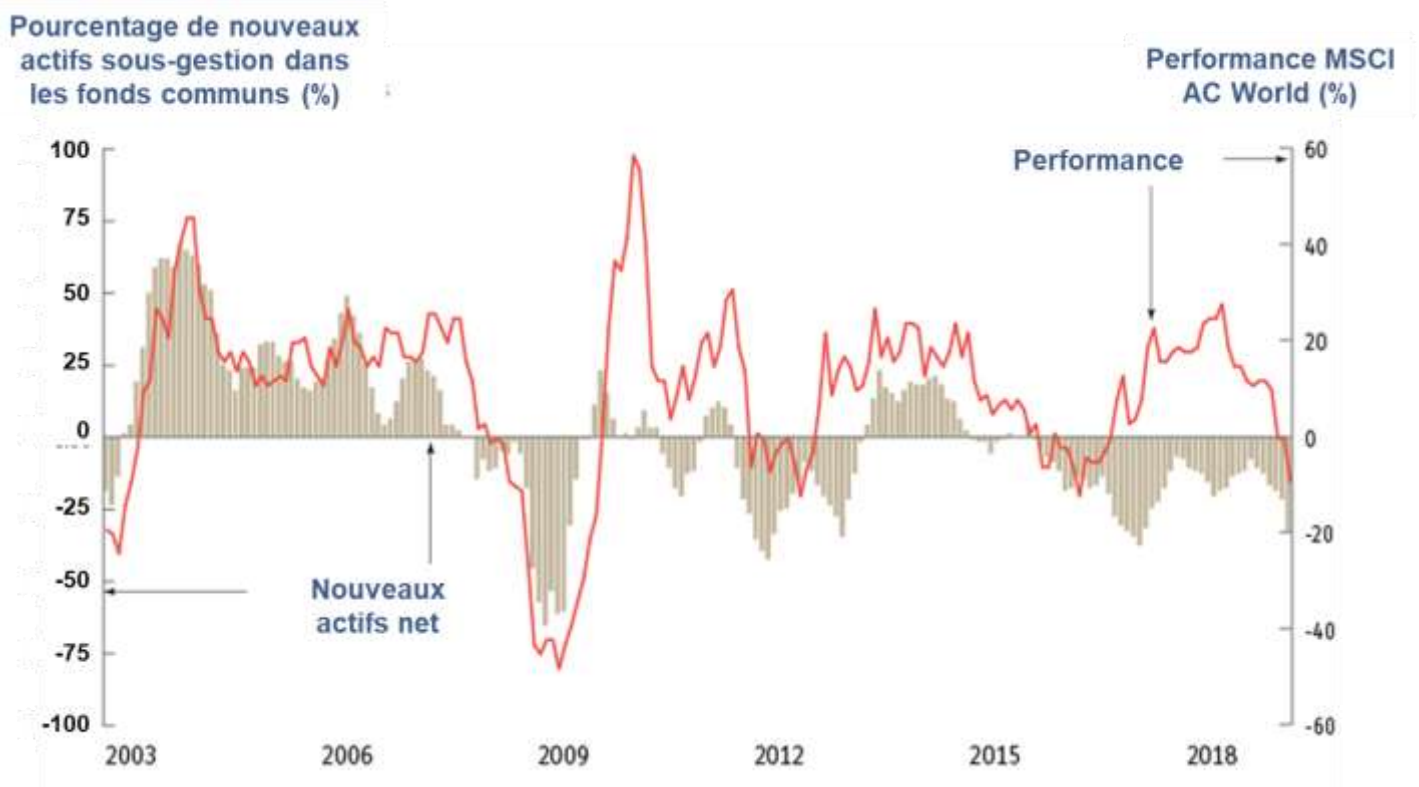


Figure 24 Afflux de nouveaux actifs dans les fonds communs (Etats-Unis) en fonction de la performance du marché.

2003 - 2018

## Annexe 2. Modèle de questionnaire de détermination du profil d'investisseur d'un client particulier

### PROFIL D'INVESTISSEUR - PERSONNE PHYSIQUE

La compréhension de vos objectifs d'investissement, de votre appétit pour le risque, de votre niveau de connaissance et de votre expérience en matière d'instruments financiers et de marchés de capitaux constitue un élément clé de notre relation. Elle nous permet de vous proposer des services et solutions en ligne avec votre profil d'investisseur et le niveau de protection requis.

Ainsi, nous avons besoin d'informations concernant votre situation financière, vos plans et objectifs d'investissement ainsi que l'horizon d'investissement que vous êtes prêt à envisager. Votre tolérance au risque peut être différente de votre capacité de prise de risque, laquelle est déterminée par votre situation financière.

C'est pourquoi nous avons élaboré un questionnaire nous permettant d'identifier votre profil d'investisseur et d'être ainsi en mesure d'évaluer l'adéquation d'un instrument financier ou d'une transaction en fonction de ses risques et caractéristiques. Il est donc important que vous répondiez l'ensemble des questions posées et que vous nous teniez informés de toute modification ultérieure des informations fournies.

Nous vous recommandons de lire attentivement la notice légale qui figure la fin de ce document.

Les informations que vous nous communiquez dans le présent profil d'investisseur sont strictement confidentielles.

### Partie 1 - Connaissances et expérience

#### 1.1. Comment prenez-vous habituellement vos décisions d'investissement ?

- Je reste informé et prends mes décisions d'investissement en toute indépendance.
- Je reste informé et consulte un professionnel avant de prendre mes décisions en toute indépendance.
- Je me fie généralement aux conseils d'un professionnel.
- Je délègue généralement la gestion de mes actifs / investissements un professionnel.

*La banque utilise un système de pondération des réponses. Plus un investisseur score haut, plus il sera classé comme agressif.*

*Un investisseur qui lit la presse spécialisée n'a pas nécessairement une forte appétence pour le risque. De même un investisseur qui délègue la gestion de son portefeuille peut être agressif.*

**1.2. Êtes-vous familiarisé avec les produits d'investissement suivants ?**

|  | Je ne connais pas ce produit | Je comprends les principales caractéristiques ainsi que les risques sous-jacents du produit... |   |
|--|------------------------------|--|---|
|  |                              | ...et j'ai investi moins de 3 fois dans ce produit au cours des 5 dernières années             | ...et j'ai déjà investi au moins 3 fois dans ce produit au cours des 5 dernières années |
| <b>Instruments du marché monétaire</b> (par exemple, comptes épargne, dépôts à terme)  | <input type="checkbox"/>     | <input type="checkbox"/>   | <input type="checkbox"/>  |
| <b>Obligations</b>   |                              |  |   |
| Obligations traditionnelles  | <input type="checkbox"/>     | <input type="checkbox"/>   | <input type="checkbox"/>  |
| Obligations complexes (par exemple, obligations convertibles)  | <input type="checkbox"/>     | <input type="checkbox"/>   | <input type="checkbox"/>  |
| <b>Actions</b>   |                              |  |   |
| Actions cotées   | <input type="checkbox"/>     | <input type="checkbox"/>   | <input type="checkbox"/>  |
| Actions non cotées   | <input type="checkbox"/>     | <input type="checkbox"/>   | <input type="checkbox"/>  |
| <b>Produits structurés</b>   |                              |  |   |
| Avec protection du capital (à l'échéance)  | <input type="checkbox"/>     | <input type="checkbox"/>   | <input type="checkbox"/>  |
| Sans protection du capital (par exemple, reverse convertible, dépôts structurés, obligations fiduciaires, exchange-traded notes (ETN))           | <input type="checkbox"/>     | <input type="checkbox"/>   | <input type="checkbox"/>  |
| <b>Fonds</b>   |                              |  |   |
| Fonds d'investissement traditionnels (par exemple, OPCVM)  | <input type="checkbox"/>     | <input type="checkbox"/>   | <input type="checkbox"/>  |
| Fonds d'investissement alternatifs (par exemple, hedge funds, fonds de capital-investissement, fonds de capital-risque, fonds immobiliers, etc.) | <input type="checkbox"/>     | <input type="checkbox"/>   | <input type="checkbox"/>  |
| <b>Exchange-traded funds</b>   | <input type="checkbox"/>     | <input type="checkbox"/>   | <input type="checkbox"/>  |
| <b>Dérivés</b> (par exemple, contrats à terme, contrats à change à terme, options, warrants)   | <input type="checkbox"/>     | <input type="checkbox"/>   | <input type="checkbox"/>  |
| <b>Matières premières et métaux précieux</b>   | <input type="checkbox"/>     | <input type="checkbox"/>   | <input type="checkbox"/>  |
| <b>Devises</b> (change)  | <input type="checkbox"/>     | <input type="checkbox"/>   | <input type="checkbox"/>  |

*Un investisseur peut connaître un produit et même avoir investi dans cette classe d'actif sans pour autant être agressif. Or la pondération donnera à ces réponses une note élevée.*

**1.3 Savez-vous que le taux de change des devises étrangères peut affecter la valeur de votre portefeuille ?**

- Oui
- Non

**1.4. Suivez-vous régulièrement l'actualité financière ?**

- Oui
- Non



## Partie 2 - valuation de la tolérance au risque

### 2.1. Quelle est la principale raison de vos investissements sur les marchés de capitaux ?

- Je souhaite en priorité protéger la valeur de mon capital.
- Je souhaite disposer d'un revenu complémentaire avec une faible exposition de mon capital aux risques de marché.
- Je souhaite obtenir un rendement attrayant et accepte l'exposition de mon capital aux risques de marché.
- Je souhaite obtenir un rendement élevé et accepte une exposition significative de mon capital aux risques de marché.

### 2.2. Quelle échéance envisagez-vous pour réaliser vos objectifs d'investissement ?

- Moins de 2 ans
- Entre 2 et 5 ans
- Entre 5 et 10 ans
- Plus de 10 ans

### 2.3. Comment répartiriez-vous vos investissements entre les deux instruments suivants, en tenant compte de leur rendement potentiel sur un an ?

*L'horizon d'investissement est un des principaux outils utilisé pour augmenter les risques dans les portefeuilles. L'investisseur à long terme se verra classé comme agressif.*

**Perte  
Gain**

**Aucun(e) gain / perte**

#### **Type A** *Risque faible / rendement potentiel faible*

25% 50% 75% 100%

#### **Type B** *Risque élevé / rendement potentiel élevé*

25% 50% 75% 100%

*Notice légale : Ces fourchettes reposent sur des hypothèses simplifiées et sont fournies des fins d'illustration uniquement. Elles ne reflètent pas de modèle de portefeuille réel.*

- 100 % dans des instruments de Type A
- 75 % dans des instruments de Type A et 25 % dans des instruments de Type B
- 50 % dans des instruments de Type A et 50 % dans des instruments de Type B
- 25 % dans des instruments de Type A et 75 % dans des instruments de Type B
- 100 % dans des instruments de Type B

2.4. Les graphiques ci-dessous représentent la fluctuation de quatre portefeuilles court et long terme, d'un niveau de fluctuation faible ou élevé. Les investissements qui fluctuent offrent généralement de meilleures opportunités de croissance long terme, mais peuvent également générer des pertes plus importantes.

**Quel portefeuille sélectionneriez-vous pour atteindre vos objectifs d'investissement ?**

Portefeuille 1

Portefeuille 3

Portefeuille 2

Portefeuille 4

*Notice légale : Ces graphiques reposent sur des hypothèses simplifiées et sont fournis des fins d'illustration uniquement. Elles ne reflètent pas de modèle de portefeuille réel.*



2.5. Attitude face au risque : la valeur d'un de vos investissements diminue nettement. Que faites-vous ?

- Je réduis le risque en vendant tout ou partie de ma position.
- Je réduis le risque si la situation ne s'améliore pas.
- Je ne fais rien et j'attends que la situation s'améliore.
- Je profite de la situation pour renforcer ma position.

**2.6. Quel niveau de fluctuation annuelle pouvez-vous accepter ?**

- Je vise un rendement de 2 % et accepte que la valeur du portefeuille puisse fluctuer de 8 % (positivement ou négativement).
- Je vise un rendement de 4 % et accepte que la valeur du portefeuille puisse fluctuer de 16 % (positivement ou négativement).
- Je vise un rendement de 6 % et accepte que la valeur du portefeuille puisse fluctuer de 24 % (positivement ou négativement).
- Je vise un rendement de 10 % et accepte que la valeur du portefeuille puisse fluctuer de plus de 24 % (positivement ou négativement).

*Un Investisseur attentiste, qui ne fait rien face à la volatilité n'est pas nécessairement agressif ; il pourrait aussi être en situation de panique.*

## Partie 3 - Evaluation de votre situation financière et de votre capacité de prise de risque

### 3.1. Total des actifs

|   | Moins de 25.000 EUR      | 25.000 EUR - 250.000 EUR | 250.000 EUR - 1.000.000 EUR | 1.000.000 EUR - 5.000.000 EUR | Plus de 5.000.000 EUR    |
|---|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| Liquidités (dépôts et titres négociables) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>    | <input type="checkbox"/>      | <input type="checkbox"/> |
| Immobilier (valeur nette)                 | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>    | <input type="checkbox"/>      | <input type="checkbox"/> |
| Autres                                    | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>    | <input type="checkbox"/>      | <input type="checkbox"/> |

### 3.2. Quelle proportion du total de vos liquidités et actifs financiers avez-vous choisi de confier à notre banque ?

- Moins de 25 %
- Entre 25 % et 50 %
- Entre 50 % et 75 %
- Plus de 75 %

### 3.3. Quel est votre revenu net mensuel (salaire, intérêts, loyer, dividendes) ?

- Moins de 2.500 EUR
- Entre 2.500 EUR et 7.500 EUR
- Entre 7.500 EUR et 20.000 EUR
- Plus de 20.000 EUR

*Un fort taux d'épargne et des revenus en hausse ne signifient pas que l'investisseur devrait être classé comme agressif.*

### 3.4. Quelle proportion de votre revenu pourriez-vous épargner sans affecter votre niveau de vie ?

- Moins de 10 %
- Entre 10 % et 25 %
- Entre 25 % et 50 %
- Plus de 50 %

### 3.5. Comment envisagez-vous l'évolution de votre revenu annuel au cours des cinq prochaines années (hors rendements d'investissements) ?

- En hausse (par exemple, promotion)
- Stable (par exemple, croissance en ligne avec l'inflation)
- En baisse (par exemple, retraite, changement d'emploi)
- Fluctuant (par exemple, propriétaire de ma propre entreprise)

### 3.6. Quel niveau de liquidité souhaitez-vous pour votre portefeuille d'investissement ?

- Moins de 25 %
- Entre 25 % et 50 %
- Entre 50 % et 75 %
- Plus de 75 %

### Acceptation de la déclaration par le client

Je, soussigné, accepte et confirme par la présente l'exactitude et l'exhaustivité des informations présent questionnaire de profil

Fait \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
Signature du

### Refus du client de compléter le questionnaire

En raison de votre refus de fournir les informations requises à la banque, celle-ci ne sera pas en mesure de déterminer votre profil d'investissement. La banque ne peut dès lors vous donner aucun conseil ni gérer votre portefeuille. En refusant de compléter ce questionnaire, vous devez également avoir conscience que, s'agissant des services (en particulier l'exécution de transactions) autres que le conseil en gestion de portefeuille, la banque ne pourra pas déterminer le caractère approprié du produit ou envisagé

Fait \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
Signature du

### Détermination du profil d'investisseur par la banque

Sur la base des informations fournies dans le présent questionnaire, le profil d'investisseur du

**Notice légale importante** : Veuillez noter que les informations fournies dans ce profil d'investisseur sont strictement confidentielles. Nous considérerons que les informations que vous avez communiquées dans ce questionnaire sont fiables, correctes, complètes et jour et qu'elles offrent un aperçu précis de votre situation et de vos capacités financières, de votre appétit pour le risque et de vos objectifs d'investissement. Banque ABC (la « Banque ») ne peut être tenue responsable des informations contenues dans le présent document. Celui-ci a été préparé des fins d'information uniquement et ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une offre ou une invitation à procéder à une quelconque forme d'investissement. Les graphiques, illustrations et/ou montants figurant dans certaines questions sont fournis titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un engagement de la Banque. Il revient à l'investisseur concerné de juger de la pertinence des informations contenues dans ce document en fonction de ses besoins et de ses objectifs personnels et de se faire conseiller avant de prendre une quelconque décision d'investissement sur la base desdites informations. Dans toute la mesure permise par la loi, la Banque décline toute responsabilité quant à toute décision d'investissement par un investisseur fondée sur les informations contenues dans le présent questionnaire, et quand toute perte ou tout dommage découlant d'une quelconque utilisation du présent questionnaire ou de son contenu. Ce questionnaire et les informations qu'il contient ne peuvent être reproduits ou dupliqués sous quelque forme que ce ne soit, ni transmis sans l'accord écrit préalable de la Banque.

### Annexe 3. Le coût d'image de l'investissement durable

#### Annexe 3.1. Santander élue banque durable de l'année 2015

La défense d'une image de marque respectueuse des principes ESG / ISR a un coût pour les entreprises sous-jacentes dans les portefeuilles ainsi que pour les opérateurs financiers. Ce coût les incite à intégrer des externalités positives afin de réduire leur incidence climatique. Dans le cas de Santander, la communication couvre l'investissement responsable, la RSE, l'empreinte carbone propre et l'impact positif.



Figure 25 Santander banque durable de l'année, Financial Times, 21 mai 2015



## Annexe 4. Les frais sous-jacents des fonds d'investissement

### Annexe 4.1. L'exemple du jet privé payé par les clients

Source : Financial Times  
21 octobre 2014

# Private jets expensed with hedge fund fees

## High costs and expenses erode returns

STEVE JOHNSON

Some hedge fund managers are taking salaries, private-jet expenses and entertainment costs directly out of the funds they manage, according to investors and consultants.

Hedge funds notoriously charge high upfront fees, with the "2 and 20" model of a 2 per cent annual management fee and 20 per cent performance fee the historic norm.

Despite this, some are charging their costs and expenses to the funds they manage, eroding investors' returns still further.

"We have seen some very bad examples, such as hedge funds paying salaries from the funds and private jets put through the fund expenses," said Ed Francis, head of investment for Europe, the Middle East and Africa at Towers Watson, a consultant. He described these charges as "pernicious".

"This is certainly very true of some of the larger established funds. They would put salaries and expenses through and that was pretty normal," said a former fund of hedge funds manager, who declined to be named. The manager estimated the cost as around 30 basis points a year.

Phillip Chapple, executive director of KB Associates, an operational consultancy, said other hedge funds were charging marketing expenses, data fees and the costs of Bloomberg terminals and research directly to funds.

"I think a lot of managers see this as a way of eating up expenses that they incur as a fund manager," he said. "It is very hard to look people in the eye and justify some of that stuff. If you find them doing this, then you wonder what else they are doing."

The charges are legal if they are outlined in a fund's offering memorandum or private placement memorandum. However, these documents are "typically written in a way to encompass most things imaginable", according to Joshua Barlow, associate director at Paamco, a fund of hedge fund manager.

Many charges, such as those for audit fees, legal fees, administration costs and tax filings, are widely seen as legitimate.

Mr Barlow said he had seen "surprising" levies for "employee salaries, technology, regulatory filings, fund portfolio and accounting systems, outsourced middle office, insurance,

*continued on page 7*

## Fund Fees

age 1  
vel and enter-  
in some cases,  
they raise the  
s the manage-  
paying going

es were being  
aid a greater  
ional due dili-  
tional invest-  
ngly replace  
als as the pri-  
investors.

ors to hedge  
funds said they were willing to invest in the worst offenders if their performance was sufficiently good, while others admitted they did not have the resources to check exactly what

towards?"

"We have seen instances where they can be quite large," said Stephen Oxley, managing director of Paamco. "They might say they need to use an executive jet to visit a company, but that doesn't cut any ice for us. We have it in our sub-advisory agreements that we are not going to pay. We are not going to invest unless this is sorted out."

Mr Francis said the most

they were being charged for.

"The onus is on the investor to understand what they are invested in [but] it is slightly hidden in the documentation. We had to go digging for it," said the former fund manager.

Jack Inglis, chief executive of the Alternative Investment Management Association, said: "Managers disclose all fees and expenses that are directly or indirectly borne by investors."



## Annexe 4.2. Les distributeurs ne présentent pas clairement les frais à leurs clients

Source : Financial Times 21 septembre 2012

# Fund selling is a 'rip off' – consumers

### News analysis

Retail investors say distributors fail to offer the cheapest funds, writes **Robert Cookson**

European fund distributors are "ripping off" retail investors by offering expensive products even when cheaper alternatives are available, consumer groups have warned.

Guillaume Prache, head of the European Federation of Financial Services Users, a lobby group that represents 4m individual investors, said banks, financial advisers and fund platforms seemed more concerned about receiving sales commissions from asset managers than they were about protecting the interests of their clients.

He cited the example of ING Direct, the online banking arm of ING, which offers French investors a passive index-tracking fund with annual fees of 150 basis points – even though a virtually identical fund is a sixth of the price.

The fund in question, the ING Direct CAC 40, tracks the French equity index and is managed by Lyxor, the asset management subsidiary of Société Générale.

Lyxor offers the same exposure through an exchange traded fund for just 25 basis points a year.

ING also sells funds tracking the Dow Jones Industrial Average and the Euro Stoxx 50, each costing 150bp in management fees. Exposure to both indices can be bought through exchange traded funds for no more than 33bp.

"It's a rip off," said Mr Prache. "It's misleading information because they sell you a fund that is available six times cheaper elsewhere."

Mairé Ginhoux, head of communications at ING Direct France, defended the pricing of its funds, saying they had no entry, exit or trading fees and were therefore "particularly appropriate for small investments" and "rather short periods" of a few weeks.

Wide discrepancies in pricing, even for passive funds, are commonplace across Europe. In the UK, the market-leading Hargreaves Lansdown platform offers a Virgin fund tracking the FTSE All Share index with a management fee of 100 basis points and another from Scottish Widows costing just 7bp.

Hargreaves said it offered a wide range of funds and the fee levels were up to the fund managers.

The European Commis-

### The high price of charges

#### Effect of fees on returns

**£10,000**

invested in two funds with 8% annual growth



#### Fee levels for index tracker funds

Annual management fee (basis points)



Sources: ING Direct; Hargreaves Lansdown

FT Graphic

sion this year proposed a ban on "inducements", the payments that asset managers make to advisers in return for selling their funds. But last month, the European Parliament rejected the proposal, concluding that transparent disclosure was preferable to prohibition.

Under Mifid, the Markets in Financial Instruments Directive, inducements may only be paid when they are clearly disclosed to investors "in a manner that is comprehensive, accurate

and understandable".

But retail investors are not always told how much of their fees go to the distributor in commission. France's markets regulator found in a survey of financial intermediaries that two-thirds of them did not comply with European rules on inducements.

Greater transparency would help investors, said Mick McAteer, chairman of the European Commission's Financial Services User Group. But he argued that disclosure was not enough

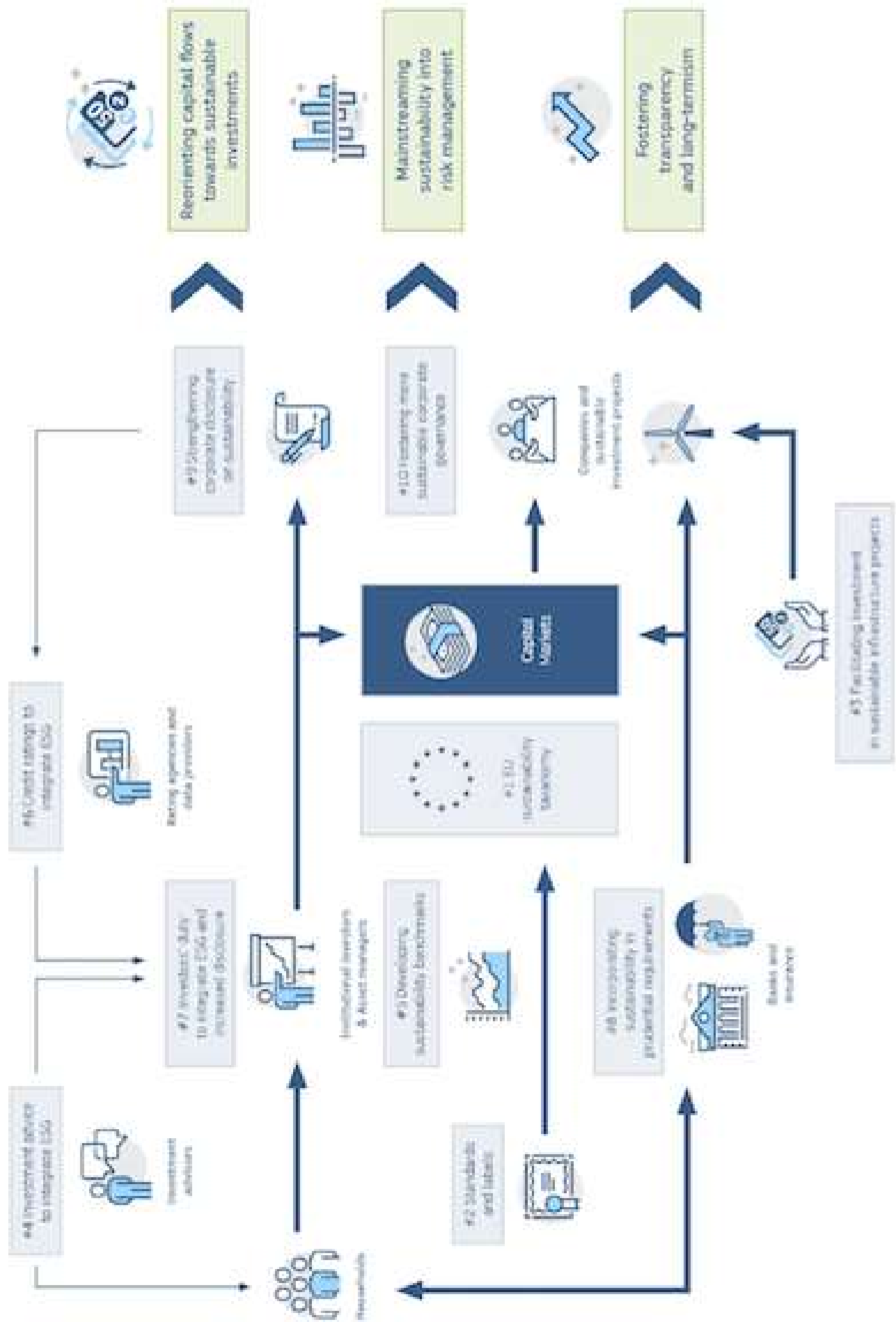
and that, in order for investors to get a fair deal, regulators "need to break the link between fund manager and distributor".

He is pushing for Brussels to follow the approach taken by the UK with its ban on inducements under the retail distribution review.

Analysts at Deloitte have estimated that annual fees on retail investment products in the UK may be squeezed as much as 50 basis points as fees become more transparent.



Annexe 5. Plan d'action pour la finance durable, Commission européenne, mars 2018



## Annexe 6. Courrier bancaire, déclaration de durabilité

### DÉCLARATION DE DURABILITÉ

De : Bank XYZ

À : Client

Cher client,

La banque met l'accent sur la durabilité en minimisant notre propre impact direct ainsi que notre impact indirect à travers les activités de nos clients et nos investissements. Pour ce faire, XYZ Bank a mis en place un cadre de gestion des risques pour la durabilité qui fait de la durabilité une partie des objectifs commerciaux de la banque.

Dans ce cadre, la Politique sur les risques pour la durabilité énonce les principes de durabilité qui guident notre approche en matière de gestion des risques pour la durabilité et une liste d'exclusion à partir de laquelle nous devons vérifier les activités commerciales de nos clients.

Cette liste d'exclusion couvre les transactions et les activités liées à des pratiques contraires aux efforts de conservation, considérées comme inférieures aux normes et considérées comme contraires à l'éthique, nuisibles, exploitatrices ou abusives.

Dans les pratiques considérées comme inférieures aux normes, nous avons inclus les pratiques suivantes :

....

Dans le cadre de la diligence raisonnable de nos clients, j'ai informé notre département Conformité que vous agissez selon les normes commerciales internationales conformément aux exclusions énumérées ci-dessus.

Veillez s'il vous plaît nous tenir informés s'il y a des changements.  
Meilleures salutations, XYZ Bank.

## **Annexe 7. Principes de marketing responsable pour le secteur financier**

Draft Principles of Responsible Environmental Marketing for the Finance Sector

The 2° Investing Initiative (2DII)

June 2021

### **Reality based**

Financial institutions should ensure that all information reported and documented is built around fact-based assumptions in order to limit misleading communication, in particular they should:

- Avoid ambiguous statements equating the deployment of a sustainable investment strategy (the means) with environmental impacts in the real economy (the ends).
- Refrain from equating an evolution of the boundaries of their asset portfolio (e.g. divestment from an entity owning a coal-fired power plant) with environmental impacts in the real economy (e.g. closure of a coal-fired power plant replaced by renewables) as a direct consequence of their actions.
- Refrain from equating an increase in their allocation to certain financial assets (e.g. increase in green bond exposure, or assets under management in green funds) with an increase of investments in the real economy (e.g. increase in capital expenditure in green projects) as a consequence of their actions.

### **Evidence building**

Any institution that believes the deployment of an investment/lending approach (such as divestment from certain assets, the increase in allocation to other assets or the deployment of certain tools) will lead directly or indirectly to environmental impacts in the real economy should substantiate its claims by collecting evidence supporting the causal link between the financier's actions and the outcomes.

For this purpose, the institution should:

- Lay out each assumption made for the specific cause and the evidence available (ex-ante) to support the investment thesis.
- Collect further evidence (ex-post) and report how it supports—or contradicts—its thesis; This evidence-based approach aims to avoid any ambiguity between assumptions (i.e. divestment from coal mining companies prevents new coal

projects from being financed) and facts and build evidence on an on-going basis to improve the investment thesis continuously.

### **Additionality**

An institution should refrain from suggesting that the environmental impacts of its investees and borrowers can automatically be credited to its investment/lending strategy and from reporting these impacts as if the financial institution itself was delivering them. A financier cannot automatically take credit for the investee's climate impact (i.e. low level and/or reductions of GHG emissions in the real economy) if there is no evidence that the financier's climate action was a key driver for the GHG emissions change.

This involves refraining from suggesting that:

- The provision of financing to green activities brings a critical contribution to their development, if these activities do not face difficulties accessing finance in the first place;
- Its refusal to finance brown activities prevents the institution's access to finance, if the evidence suggests that the effect is fully offset by other finance sector players;
- Its strategy triggered the environmentally friendly practices of investees/borrowers if their decision were already made or have been primarily driven by other factors.

### **Leadership**

Sustainable finance and market integrity: promise only what you can deliver 41 The absence of scientific evidence on the effectiveness of various investment techniques in delivering real impact should not prevent leading financial institutions from implementing best practices and experimenting with new ones. Leading impact investors assess the effectiveness of their approach, acknowledge shortcomings, and learn from their mistakes to fine tune their investment thesis and approach.

## La responsabilité climatique des gérants de fonds

---

### Résumé

---

Le domaine de la gestion collective, domaine technique, quantitatif, polinodal et international est mal appréhendé en droit. La responsabilité juridique des gérants de fonds est rarement engagée avec succès par les investisseurs et les associations qui les représentent. Pourtant le secteur fait face à un changement de paradigme qui le met face à ses responsabilités climatiques. Ce mémoire a pour objet de dessiner les contours d'une stratégie effective d'engagement de la responsabilité climatique des gérants de fonds.

Mots-clés : Accord de Paris, biodiversité, climat, environnement, GIEC, impact environnemental, sciences attributives, adaptation climatique, contentieux climatique, justice climatique, responsabilité climatique, activisme judiciaire, plaidoyer climatique, allocation d'actifs, analyse financière, ESG, FCP, fonds d'investissement, gestion de fonds, investissement responsable, ISR, ODD, OPCVM, responsabilité civile, pertes financières, profil d'investissement, résilience, RSE, SICAV.

### Climate Liability of Fund Managers

---

#### Abstract

---

The asset management sector is technical, quantitative, polinodal and international; it is poorly understood in legal circles. The legal liability of fund managers is rarely successfully sought by investors and organisations that represent them. Yet the sector is facing a paradigm shift towards its climate responsibilities. The purpose of this brief is to outline an effective strategy to seek the climate liability of fund managers.

Keywords : Paris Agreement, biodiversity, climate, environment, IPCC, environmental impact, attributive sciences, climate adaptation, climate litigation, climate justice, climate liability, judicial activism, climate advocacy, asset allocation, financial analysis, ESG, FCP, investment funds, fund management, responsible investment, SRI, SDG, UCITS, civil liability, financial losses, investment profile, resilience, CSR, SICAV.

---

