

LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE DE LA BANQUE DE FRANCE : COMPLÉMENT AU RAPPORT DURABILITÉ 2025

Ce complément au *Rapport durabilité* développe la stratégie d'investisseur responsable (IR) de la Banque de France, stratégie en trois axes portant sur i) le climat, ii) les enjeux plus largement environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), et iii) son engagement auprès des entreprises dont elle est actionnaire.

Axe 1 : Climat et nature

La Banque de France s'est engagée à prendre en compte les enjeux liés au dérèglement climatique et à la préservation de la nature et des écosystèmes dans la stratégie d'investissement des portefeuilles dont elle a la pleine et entière responsabilité¹. Elle s'est pour cela fixé trois objectifs :

1. Réduire l'impact climatique de ses portefeuilles en alignant, à l'horizon 2025, les poches actions sur une trajectoire d'émissions de gaz à effet de serre compatible avec un scénario de réchauffement climatique inférieur à 1,5 °C par rapport aux niveaux préindustriels. Par ailleurs, cet objectif d'alignement sur 1,5 °C est étendu aux obligations d'entreprise à horizon fin 2026 (objectif 1) ;
2. Exclure les émetteurs dont l'implication dans les énergies fossiles est supérieure aux seuils retenus pour les indices alignés sur l'accord de Paris (objectif 2) ;
3. Contribuer au financement de la transition énergétique et écologique (TEE) et à la préservation de la nature en investissant dans des fonds thématiques et des obligations vertes (objectif 3).

Dans cette perspective, la Banque de France suit plus globalement l'impact et l'exposition de ses portefeuilles aux risques climatiques et aux pressions sur la nature. Les résultats présentés dans l'axe 1 sont arrêtés au 31 décembre 2025.

Alignement 1,5 °C des portefeuilles

La Banque de France s'est engagée à progressivement aligner ses portefeuilles sur une trajectoire de réchauffement climatique nettement inférieure à 1,5 °C. Ainsi, elle met en conformité ses investissements avec un engagement pris par la France dans le cadre de l'accord de Paris de 2015. Après avoir atteint une cible intermédiaire en alignant les poches actions de ses portefeuilles à une trajectoire de température inférieure à 2 °C en 2021, **la Banque de France a renforcé son ambition en atteignant dès 2023 une trajectoire compatible avec un réchauffement inférieur à 1,5 °C**. Cet objectif est de nouveau atteint à fin 2025 pour les poches actions de l'ensemble de ses portefeuilles pour compte propre. En 2024, **cet objectif a été élargi aux poches d'obligations d'entreprise des portefeuilles adossés aux engagements de retraite et aux fonds propres avec un horizon d'atteinte de**

¹ Il s'agit des portefeuilles adossés aux fonds propres, aux engagements de retraite, ainsi que les portefeuilles détenus pour compte propre en euros et devises adossés à la base monétaire.

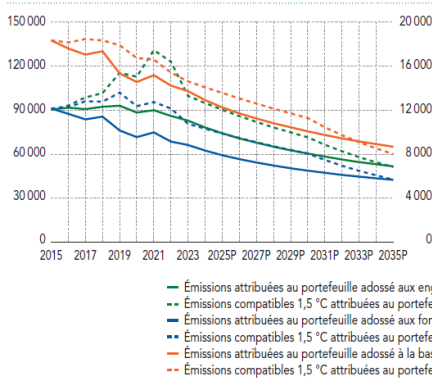
la cible à fin 2026. Si la température induite de la poche obligations d'entreprise du portefeuille adossé aux engagements de retraite est comprise entre 1,5 °C et 2 °C à fin 2025, **l'ensemble combiné des poches d'actifs privés (actions et obligations d'entreprise) est d'ores et déjà aligné sur une trajectoire de température inférieure à 1,5 °C.**

Pour apprécier l'alignement de ses portefeuilles, la Banque de France s'appuie sur la trajectoire d'émissions de gaz à effet de serre (GES) annuelles, passées et futures, des entreprises présentes dans son univers d'investissement. La comparaison avec une trajectoire de référence permet de juger de l'alignement de chaque entreprise sur une cible de réchauffement inférieure à 1,5 °C. L'alignement d'un portefeuille est ensuite apprécié en agrégeant, puis en comparant d'un côté les émissions passées et futures et, de l'autre, les émissions de référence des entreprises en portefeuille. Celles-ci sont chacune attribuées au prorata du poids de l'investissement rapporté à la valeur de l'entreprise.

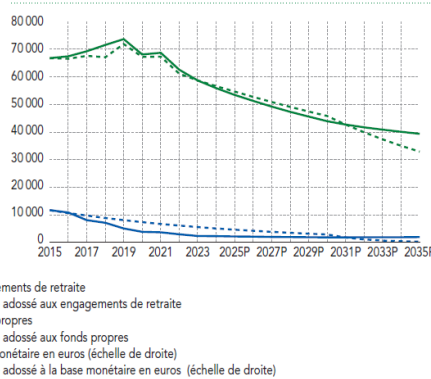
G1 Alignement 1,5 °C

(émissions carbone en t eqCO₂)

a) Des poches actions des portefeuilles



b) Des poches obligations d'entreprise des portefeuilles



Notes : Un portefeuille est aligné sur une trajectoire 1,5 °C si les émissions cumulées sur la période 2015-2035 qui lui sont attribuables sont inférieures aux émissions cumulées sur la même période compatibles avec l'alignement 1,5 °C.

Sur l'axe des abscisses, « P » signifie prévisionnel.

La trajectoire de température du portefeuille adossé à la base monétaire ne fait pas l'objet d'une certification par les commissaires aux comptes.

t eqCO₂, tonne équivalent carbone.

Source : S&P Global Sustainable1.

Pour aligner les portefeuilles, la Banque de France procède en deux étapes : i) elle applique un filtre excluant les entreprises dont la trajectoire est la moins compatible avec la cible de 1,5 °C ; et ii) elle favorise dans ses choix d'investissement des entreprises alignées sur cette cible. Le filtre climat conduit la Banque de France à exclure environ 5 % des entreprises les plus pénalisantes de son univers d'investissement (approche dite « *best-in-universe* »). Par exception, certaines de ces entreprises peuvent être conservées en portefeuille dès lors i) qu'elles mettent en œuvre une stratégie fortement contributive à la transition énergétique², et ii) que l'ensemble de la poche reste aligné sur la cible de 1,5 °C. Le filtre climat s'ajoute aux exclusions ESG effectuées au titre des axes 1 et 2 de la stratégie, qui

² Ce critère est apprécié à l'aide de plusieurs sources de données : celles de Carbon4 Finance et du Carbon Disclosure Project (CDP), ou encore par des entretiens avec des analystes courtiers spécialisés dans les secteurs concernés.

conduisent notamment la Banque de France à exclure de l'ensemble de ses portefeuilles certaines entreprises impliquées dans les énergies fossiles (cf. infra).

Les données d'alignement carbone sont fournies par le prestataire S&P Global Sustainable1. Elles portent sur les niveaux 1 et 2 des émissions de gaz à effet de serre (cf. *focus 1*), et s'étendent sur la période 2015-2035. Sur cette période, S&P Global Sustainable1 calcule pour chaque entreprise une trajectoire d'émissions carbone et la compare à une trajectoire théorique d'émissions permettant de se conformer à un réchauffement climatique inférieur à 1,5 °C. La trajectoire d'émissions carbone des entreprises est établie à partir des données passées et des objectifs publiés par les entreprises elles-mêmes ou, à défaut, par des estimations et projections. La trajectoire théorique d'alignement 1,5 °C, quant à elle, est calculée en s'appuyant sur deux méthodologies recommandées par l'initiative SBT (Science Based Targets initiative³) :

- S'agissant des entreprises les plus émettrices et dont les activités sont homogènes, S&P Global Sustainable1 se réfère aux budgets carbone sectoriels définis par l'Agence internationale de l'énergie (AIE⁴), puis leur applique la méthodologie dite « de décarbonation sectorielle » (SDA, *sectoral decarbonization approach*) : au sein de chaque secteur, chaque entreprise se voit attribuer un sous-budget carbone, fondé sur son intensité carbone, sa production et sa part de marché. Une entreprise dont la trajectoire d'intensité carbone reste supérieure à son budget théorique n'est donc pas alignée sur 1,5 °C ;
- S'agissant des autres entreprises, S&P Global Sustainable1 s'appuie sur le scénario 1,5 °C d'émissions carbone mondiales du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (Giec⁵), puis lui applique la méthodologie dite « des émissions par unité de valeur ajoutée » (GEVA, *greenhouse gas emissions per unit of value added*) : les entreprises doivent toutes réduire leur intensité carbone au même rythme (7 % par an), quel que soit leur secteur d'activité. Les entreprises qui ne réduisent pas leur intensité carbone à ce rythme ne sont donc pas alignées sur 1,5 °C.

Cette méthodologie, élaborée par S&P Global Sustainable1 est conforme aux recommandations émises en 2021 par le groupe de travail sur la publication d'informations financières relatives au climat (TCFD, Task Force on Climate-related Financial Disclosures) sur l'alignement de portefeuilles⁶.

Participer à la transition énergétique en excluant les émetteurs impliqués dans les énergies fossiles

³ L'initiative SBT est un partenariat entre le Pacte mondial (*Global Compact*) des Nations unies, le Carbon Disclosure Project (CDP), l'Institut des ressources mondiales (WRI, World Resources Institute) et le Fonds mondial pour la nature (WWF, World Wide Fund for Nature). Elle consiste à aider les entreprises à réduire leurs émissions de gaz à effet de serre, et ainsi viser un réchauffement climatique inférieur à 1,5°C, sur la base de données scientifiques.

⁴ Scénario « net zéro » du rapport *Perspectives sur les technologies énergétiques (Energy Technology Perspectives 2017, ETP 2017)* et scénario au-delà de 2 °C (*Beyond 2°C Scenario, B2DS*) de l'AIE.

⁵ Scénario *Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC ou Giec, Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat) Shared Socioeconomic Pathway (SSP, trajectoires socio-économiques partagées) 1-1.9* du Giec. Ce scénario est le plus optimiste parmi les cinq scénarios définis par le Giec et est aligné sur l'accord de Paris. Il s'agit d'un scénario à très faibles émissions avec un point culminant avant 2050.

⁶ TCFD (2021), *Measuring Portfolio Alignment: Technical Considerations*.

Dès 2018, conformément à sa charte d'investissement responsable (IR), la Banque de France excluait de ses portefeuilles les entreprises dont le chiffre d'affaires dépendait à plus de 20 % du charbon thermique (extraction ou production d'énergie à partir du charbon). La Banque de France a souhaité renforcer et élargir ces exclusions et a donc mis à jour sa charte d'IR en 2021, pour une entrée en application en 2024 :

- Charbon thermique : depuis fin 2024, la Banque de France applique une exclusion totale du secteur (chiffre d'affaires de 0 % pour l'extraction ou la production d'énergie à partir du charbon), après avoir abaissé dès fin 2021 son seuil d'exclusion à 2 % du chiffre d'affaires ;
- Pétrole et gaz : depuis fin 2024, elle applique les seuils d'exclusion prévus par le règlement européen 2019/2089 relatif aux indices de référence « transition climatique », et plus spécifiquement aux seuils applicables aux indices dits « alignés sur l'accord de Paris » (PAB, *Paris-aligned benchmarks*). Comme prévu dans l'acte délégué de la Commission européenne du 17 juillet 2020, la Banque de France exclut désormais de ses portefeuilles les entreprises dont le chiffre d'affaires dépend à plus de 10 % du pétrole ou à plus de 50 % du gaz ;
- Hydrocarbures non conventionnels : depuis fin 2024, elle exclut totalement les entreprises impliquées dans ce type d'hydrocarbures, qu'il s'agisse de pétrole de schiste, de gaz de schiste, de sables bitumineux ou d'exploration-exploitation en zone arctique et eaux profondes (seuil de chiffre d'affaires abaissé à 0 %, contre 10 % auparavant).

Par ailleurs, en 2024, la Banque de France a encore renforcé son engagement en faveur de la transition énergétique en décidant d'exclure toutes les entreprises développant de nouveaux projets d'extraction d'énergies fossiles. Cette exigence, entrée en vigueur au cours de l'année, vise à s'aligner sur les hypothèses du Giec et de l'AIE pour l'atteinte d'une trajectoire de réchauffement climatique inférieure à 1,5 °C à l'horizon 2100.

Pour mettre en œuvre ces exclusions, la Banque de France s'appuie sur les données de ses prestataires S&P Global Sustainable¹ et Institutional Shareholder Services (ISS). À fin 2024, le portefeuille de fonds propres ne détenait plus aucune entreprise impliquée dans le charbon thermique et le portefeuille d'engagements de retraite y était très légèrement exposé (environ 0,1 % des encours de sa poche actions, stable par rapport à l'année passée et 0,2 % de sa poche obligations d'entreprise, contre 0,6 % à fin 2023). Ces expositions découlent exclusivement des investissements réalisés par la Banque de France dans des fonds externes ouverts pour lesquels ses seuils d'exclusion en matière d'énergies fossiles ne peuvent être strictement appliqués.

[Contribution au financement de la transition énergétique et écologique et à la préservation de la nature](#)

Dans le cadre du premier axe de sa stratégie, la Banque de France entend également contribuer au financement de la transition énergétique et écologique (TEE) et à la préservation de la nature. Elle mesure cette contribution au travers de ses achats d'obligations vertes et de ses souscriptions dans des fonds thématiques dédiés à la TEE et à la préservation des écosystèmes.

[Les obligations vertes : doublement du montant détenu](#)

La Banque de France contribue directement au financement de la transition énergétique et écologique en achetant des obligations vertes dans l'ensemble de ses portefeuilles obligataires. Ces obligations vertes sont des titres souverains et quasi souverains, tels que les obligations assimilables du Trésor

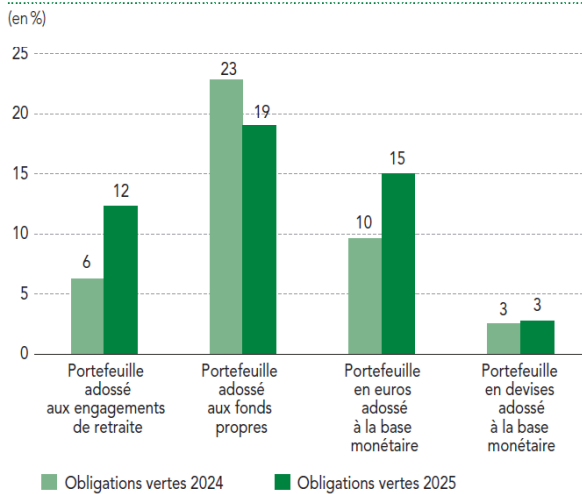
(OAT) vertes émises par la France, ainsi que certains titres émis par des entreprises. Elles financent des dépenses vertes : par exemple des investissements dans les transports publics, l'agriculture biologique ou le recyclage des déchets.

Le montant total d'obligations vertes détenues en portefeuille⁷ s'élevait à 21,6 milliards d'euros équivalents au 31 décembre 2025, en forte hausse par rapport à fin 2024 où elles représentaient 10,2 milliards d'euros. Au cours de l'année 2025, la Banque de France a réalisé des achats nets d'obligations vertes pour 11,4 milliards d'euros équivalents.

La part d'obligations vertes dans les portefeuilles adossés à la base monétaire atteint 19,4 milliards d'euros, soit 12,7 % des portefeuilles (contre 7,8 % en 2024). Le poids croissant de cette classe d'actifs est le résultat d'un objectif affirmé par la Banque de France de renforcer les investissements sur ce type d'obligations dans le cadre de l'augmentation de la taille du portefeuille.

La part d'obligations vertes au sein du portefeuille adossé aux engagements de retraite est également en nette hausse compte tenu d'une politique volontariste d'acquisition de ces instruments. Celle-ci s'est concrétisée en 2025 par la souscription dans deux fonds dédiés aux obligations vertes et la fixation d'un objectif de détention d'au moins 10 % de ces actifs au sein de la poche d'obligations souveraines. À fin 2025, cet objectif est atteint : les obligations vertes représentent 10,7 % des obligations souveraines détenues au titre des engagements de retraite. La part s'établit même à 12,0 % sur l'ensemble plus large des actifs obligataires, incluant les obligations d'entreprise.

G2 Part d'obligations vertes en portefeuilles



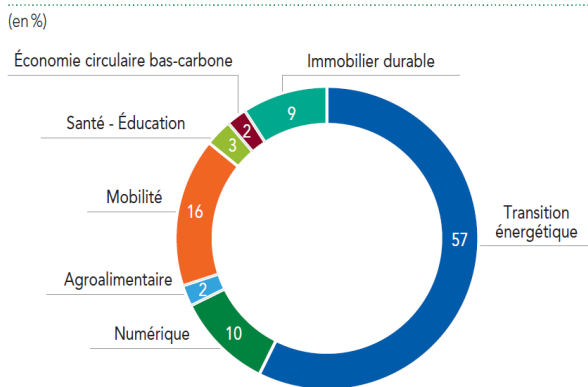
Source : Banque de France.

⁷ Les portefeuilles considérés sont ceux adossés aux fonds propres, aux engagements de retraite, ainsi qu'à la base monétaire (en euros et en devises).

Les investissements à impact environnemental : hausse de plus de 10 % du montant en un an
 Par sa politique d'investissement responsable, la Banque de France est engagée dans une politique d'investissement à impact au titre de la gestion de ses portefeuilles adossés aux fonds propres et aux engagements de retraite. Elle vise à soutenir des initiatives innovantes et responsables sur le plan environnemental tout en générant un rendement financier. La Banque de France est ainsi investie dans 27 fonds alternatifs représentant un engagement de 876 millions d'euros, dont 89 millions d'euros souscrits en 2025. Les projets financés sont localisés à 92 % dans l'Union européenne (dont 34 % en France).

Les initiatives portées par ces fonds concernent en premier lieu la transition énergétique (installation de fermes photovoltaïques, centrales éoliennes ou production de biocarburant) et couvrent également un large éventail de secteurs comme la mobilité propre ou le financement de projets immobiliers durables (rénovation énergétique des bâtiments).

G3 Répartition sectorielle des investissements dans des fonds à impact environnemental, à fin 2025



Source : Banque de France.

Dans ses investissements, la Banque de France privilégie les fonds détenteurs du label Greenfin, créé en 2015 par le ministère de la Transition écologique et solidaire pour garantir le caractère vert des activités financées par les fonds labellisés, ainsi que les labels ISR, LuxFLAG ESG et Towards Sustainability, autres labels de référence dans la certification des fonds durables.

Empreinte et intensité carbone

En complément de la température induite par ses actifs détenus, la Banque de France mesure l'impact carbone de ses portefeuilles, c'est-à-dire les émissions de gaz à effet de serre⁸ liées aux

⁸ Les indicateurs calculés prennent en compte d'autres gaz à effet de serre que le dioxyde de carbone (CO₂) : par exemple le méthane (CH₄) ou l'oxyde nitreux (N₂O). Ces différents gaz sont agrégés et exprimés en tonnes d'équivalent carbone (teqCO₂).

émetteurs dans lesquels elle investit, directement ou indirectement, au travers de fonds. Depuis 2023, cet impact carbone est calculé au moyen de quatre indicateurs harmonisés au sein des banques centrales qui composent l'Eurosystème (*cf. focus 2*) et qui en donnent des visions complémentaires : i) les émissions carbone en valeur absolue ; ii) l'empreinte carbone en capital ; iii) l'intensité carbone en chiffre d'affaires (ou en PIB pour les émetteurs souverains) ; et iv) la moyenne pondérée des intensités carbone. Ces métriques sont calculées à partir de données communes à l'ensemble des banques centrales de l'Eurosystème, fournies par le prestataire de données ISS⁹. Pour les entreprises, le périmètre d'émissions couvert correspond aux niveaux 1 et 2 d'une part (*cf. focus 1*), et depuis 2024, aux niveaux 1, 2 et 3 d'autre part¹⁰. Les émissions de niveaux 1, 2 et 3, sont notablement supérieures du fait du large périmètre des émissions de niveau 3. Pour les États, chaque indicateur est décliné selon deux approches, en fonction du périmètre d'émissions considérées : i) les émissions produites par le pays¹¹ ; et ii) les émissions consommées par le pays¹².

Les différents chiffres et graphiques présentés *infra* portent sur les émissions de niveaux 1 et 2 et, pour les États, sur l'approche par consommation.

L'empreinte carbone d'un portefeuille correspond aux émissions carbone des émetteurs pouvant être attribuées au portefeuille. Elles le sont au prorata du poids de l'investissement rapporté à la valeur de l'entreprise (ou, dans le cas d'un émetteur souverain, au prorata du poids de l'investissement dans le PIB de l'État correspondant).

Les mesures d'empreinte carbone, d'intensité carbone et de moyenne pondérée des intensités carbone pour chacun des portefeuilles sont présentées dans les graphiques 4, 5 et 6 *infra*. Elles ont été calculées pour chacun des quatre portefeuilles couverts par l'exercice de reporting de l'Eurosystème :

- **L'empreinte carbone en capital** rapporte l'empreinte carbone du portefeuille au montant investi par la Banque de France. Elle mesure ainsi des tonnes d'équivalent carbone par million d'euros investi. L'inclusion des émissions de *scope 3* induit une nette augmentation de l'ensemble des indicateurs climat en comparaison du périmètre réunissant les *scopes 1* et 2 seuls. Cela est dû en particulier à certains émetteurs du secteur industriel dont les émissions induites par les produits finaux sont particulièrement importantes¹³. À périmètre équivalent, la diminution de l'empreinte carbone des *scopes 1* et 2 pour les poches actions entre 2024 et 2025 est essentiellement liée à la baisse des émissions des entreprises en portefeuille, ainsi qu'au désinvestissement de certaines sociétés fortement émettrices. La mesure de l'empreinte carbone est également en diminution pour les poches obligations souveraines des portefeuilles adossés aux fonds propres et engagements de retraite sous l'effet d'un repli des émissions de plusieurs pays de l'Union européenne, notamment la France, ainsi que celle des pays nord-américains. La poche obligations d'entreprise du portefeuille adossé aux engagements de retraite voit quant à elle son empreinte carbone augmenter du fait de l'acquisition d'obligations d'entreprises encore fortement émettrices, notamment dans le secteur du ciment, mais qui suivent une trajectoire vertueuse d'alignement à 1,5 °C. Concernant la poche obligations

⁹ Données ISS en 2025, données ISS et Carbon4 Finance en 2024.

¹⁰ Cette démarche s'inscrit dans le souhait de l'Eurosystème d'adhérer aux meilleures pratiques de reporting climatique actuellement en vigueur. Cependant, il est important de noter que la prise en compte des émissions de type *scope 3* peut parfois conduire à des surestimations des émissions à l'échelle d'un portefeuille, notamment en raison des risques de double comptage, par exemple pour des entreprises opérant sur la même chaîne de valeur.

¹¹ Les émissions produites prennent en compte l'ensemble des émissions générées au sein des frontières d'un pays, pour la consommation nationale, mais également pour les exportations.

¹² Cette approche intègre l'ensemble des émissions consommées dans le cadre de la demande intérieure d'un pays, y compris les émissions importées.

¹³ Au premier rang desquels les machines-outils, le raffinage, l'automobile et le secteur de l'aviation

d'entreprise du portefeuille adossé aux fonds propres dont l'empreinte carbone augmente également par rapport à 2024, 99,4 % de l'empreinte carbone s'explique par la détention d'une obligation verte émise par une entreprise très émettrice du secteur gazier ; cette obligation a cependant par définition vocation à financer uniquement des projets à impact environnemental positif.

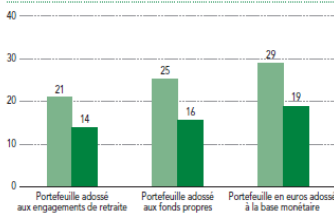
L'empreinte carbone des portefeuilles souverains adossés à la base monétaire est en baisse, aussi bien pour les avoirs en devises (- 10 %) que pour les portefeuilles en euros (- 16 %). Cette évolution est essentiellement liée à une baisse des émissions brutes des principales expositions souveraines et à la prise en compte des indicateurs carbone dans les stratégies d'allocation de la Banque de France.

Les changements décrits *supra* se répercutent également sur les métriques d'intensité carbone et de moyenne pondérée des intensités carbone présentées plus loin.

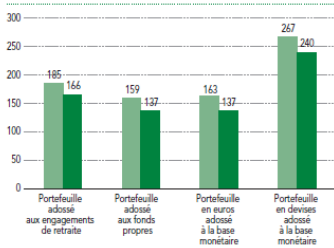
G4 Empreinte carbone en capital (émissions des scopes 1 et 2)

(en t eqCO₂ par million d'euros investis)

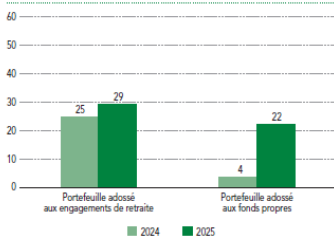
a) Des poches actions



b) Des poches obligations souveraines (approche consommation)



c) Des poches obligations d'entreprise



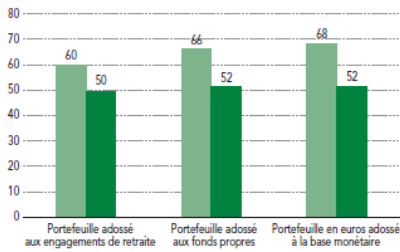
Note : 1 eqCO₂ tonne équivalent carbone.
Sources : ISS (Institutional Shareholder Services), Carbon4 Finance, Bloomberg, Banque mondiale; calculs Banque de France.

- **L'intensité carbone en chiffre d'affaires** (ou en PIB) rapporte le total des émissions carbone du portefeuille à la part du chiffre d'affaires (ou de PIB) de l'ensemble des émetteurs allouée au portefeuille (au prorata du pourcentage de détention). Elle rend compte de l'efficacité carbone du portefeuille constitué d'entreprises et d'États, mesurée en tonnes d'équivalent carbone par million d'euros de chiffre d'affaires (ou de PIB).

G5 Intensité carbone en chiffre d'affaires et en PIB (émissions des scopes 1 et 2)

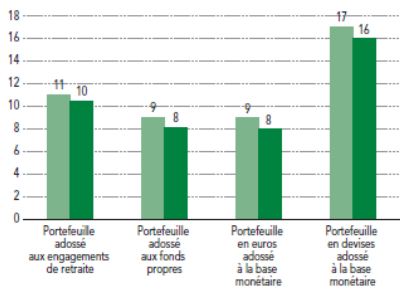
a) En chiffre d'affaires des poches actions

(en t eqCO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires)



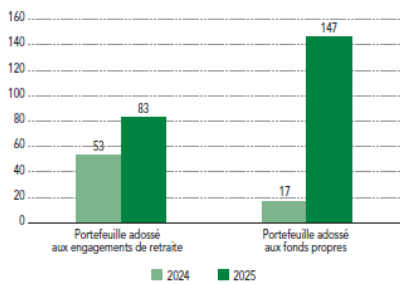
b) En PIB des poches obligations souveraines (approche consommation)

(en t eqCO₂ par million d'euros de PIB)



c) En chiffre d'affaires des poches obligations d'entreprise

(en t eqCO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires)



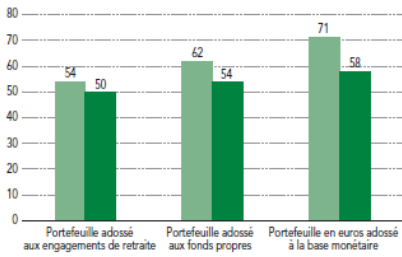
Note : t eqCO₂, tonne équivalent carbone.
Sources : ISS (Institutional Shareholder Services), Carbon4 Finance, Bloomberg, Banque mondiale; calculs Banque de France.

- **La moyenne pondérée des intensités carbone** pondère l'intensité carbone des émetteurs (émissions / chiffre d'affaires ou PIB) par leur poids dans le portefeuille. Cet indicateur est recommandé par la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD).

G6 Moyenne pondérée des intensités carbone (émissions des scopes 1 et 2)

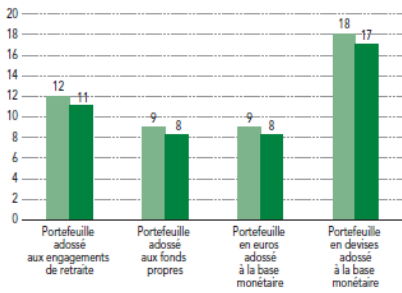
a) En chiffre d'affaires des poches actions

(en t eqCO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires)



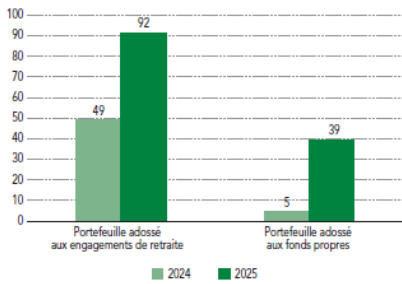
b) En PIB des poches obligations souveraines (approche consommation)

(en t eqCO₂ par million d'euros de PIB)



c) En chiffre d'affaires des poches obligations d'entreprise

(en t eqCO₂ par million d'euros de chiffre d'affaires)



Note : t eqCO₂, tonne équivalent carbone.
Sources : ISS (Institutional Shareholder Services), Carbon4 Finance, Bloomberg, Banque mondiale ; calculs Banque de France.

Exposition aux risques physiques et aux risques de transition

Les risques climatiques recouvrent les risques physiques et les risques de transition :

- Les risques physiques peuvent résulter soit d'événements ponctuels, tels que les sécheresses ou les inondations, soit de changements progressifs, tels que la hausse des températures. Ces risques se traduisent par des dommages matériels, une baisse de productivité, ou encore par des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales des entreprises en portefeuille ;
- Les risques de transition correspondent aux risques financiers liés au processus d'ajustement vers une économie bas-carbone : évolutions réglementaires, technologiques ou de marché.

Pour l'analyse des risques physiques auxquels sont exposés ses portefeuilles, la Banque de France suit un indicateur composite calculé par le prestataire spécialisé S&P Sustainable1¹⁴, qui analyse l'exposition de chaque émetteur à ce type de risques. L'exposition est calculée au moyen d'un score échelonné de 0 à 100, où 0 représente le risque le plus faible et 100 le risque le plus élevé. Dix risques sont ici modélisés : inondation côtière, inondation pluviale, crue, chaleur extrême, froid extrême, cyclone tropical, feu de forêt, stress hydrique, sécheresse, glissement de terrain.

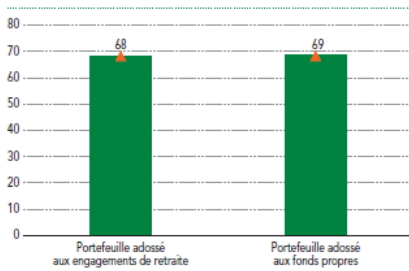
Ces différents risques auront des répercussions matérielles plus ou moins élevées selon le scénario de changement climatique considéré et se matérialiseront de manière différenciée selon la localisation des actifs de l'entreprise (dommages directs, augmentation des coûts d'exploitation, potentielle interruption d'activité, etc.). Dans une optique conservatrice, la Banque de France a choisi de calculer le risque maximal pesant sur son portefeuille. Elle a donc retenu comme hypothèse le scénario le plus pessimiste : un réchauffement climatique élevé, de type SSP5-8.5 au sens du Giec. Il s'agit d'un scénario de réchauffement compris entre + 3,3 °C et + 5,7°C par rapport au niveau préindustriel d'ici 2100, qui implique un triplement des émissions de gaz à effet de serre d'ici 2075. Enfin, l'horizon de temps retenu pour l'évaluation des portefeuilles est fixé à 2050.

¹⁴ À l'issue de l'appel d'offres de renouvellement des prestataires de données extrafinancières, le fournisseur du score d'exposition aux risques physiques a changé (données Moody's en 2024 et S&P Global Sustainable1 en 2025).

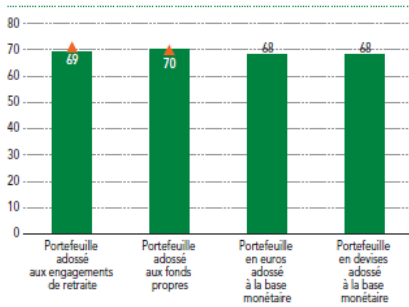
G7 Exposition aux risques physiques des portefeuilles à fin 2025

(score de risques physiques sur 100)

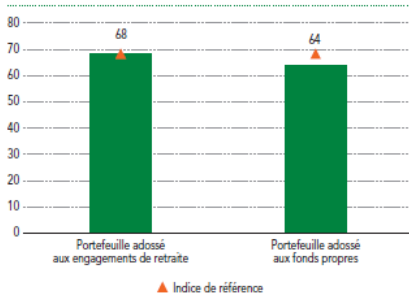
a) Poches actions



b) Poches obligations souveraines



c) Poches obligations d'entreprise



Source : S&P.

En 2025, les poches actions du portefeuille adossé aux fonds propres et du portefeuille adossé à la caisse de retraite montrent une performance en matière de risques physiques très proche de celle des indices de référence (écart de 0 à +0,3 point). Il en va de même pour la poche obligations d'entreprise du portefeuille adossé à la caisse de retraite (-0,1 point). Les risques auxquels ces poches sont les plus exposées sont le stress hydrique, la chaleur extrême, la sécheresse et dans une moindre mesure les inondations pluviales. Le risque physique qui aurait le plus d'impact financier serait la chaleur extrême ; les autres risques présentant un impact financier potentiel limité. Enfin, la poche obligations d'entreprise du portefeuille adossé aux fonds propres bénéficie d'un effet de composition et présente un score bien inférieur à celui de l'indice de référence (-4,4 points). Un émetteur dont la part dans le portefeuille est significative est ainsi noté bien en deçà de la moyenne de l'indice de référence.

La poche d'obligations souveraines du portefeuille adossé à la caisse de retraite est moins exposée aux risques physiques que son indice de référence (- 2 points). Cette bonne performance s'explique notamment par la sous-pondération (par rapport à l'indice) du portefeuille à l'Espagne et à l'Italie au profit de la France. Enfin, la poche d'obligations souveraines du portefeuille adossé aux fonds propres affiche une performance en ligne avec celle de l'indice de référence. La sécheresse et le stress hydrique sont les principaux risques pesant sur ces deux poches.

Le changement de prestataire en 2025 ne permet pas de comparer les résultats avec ceux de l'année précédente. Aussi, les données de 2024 ne sont-elles pas reprises dans cette analyse.

Impact sur la nature

L'accélération de la perte de biodiversité pose aujourd'hui des risques majeurs pour l'intégrité des écosystèmes naturels et la pérennité des sociétés humaines. Si la 15^e conférence des Parties (COP15) sur la diversité biologique, qui s'est tenue à Montréal en décembre 2022, a permis d'aboutir à un premier accord sur un cadre mondial de préservation de la nature, les efforts en la matière restent largement insuffisants. Pourtant, la pression sur la nature se répercute directement sur des services essentiels au bon fonctionnement des sociétés. Ces services dits « écosystémiques » comprennent par exemple la fourniture de ressources essentielles telles que la nourriture, le bois ou l'eau. Ils jouent également un rôle de régulateur pour le climat, la purification de l'eau, la fertilisation des sols et la pollinisation.

Au regard des dépendances et risques pour le système financier, la Banque de France souhaite placer les enjeux liés à la nature au cœur de ses préoccupations. Elle continue de participer aux efforts pour développer un cadre de mesure d'impact qui permet d'aider à la définition de cibles crédibles sur ces enjeux. Depuis 2023, la Banque de France publie donc des indicateurs évaluant l'empreinte sur la biodiversité des portefeuilles auxquels s'applique sa politique d'investissement sociale et responsable (ISR). Cela inclut les portefeuilles d'actions, d'obligations d'entreprise et d'obligations souveraines adossés à ses fonds propres et à ses engagements de retraite, ainsi que ses portefeuilles d'obligations souveraines en euros et devises adossés à la base monétaire.

La méthodologie de la Corporate Biodiversity Footprint (CBF)

Les indicateurs d'impact sur la biodiversité des portefeuilles financiers de la Banque de France s'appuient sur la méthodologie *Corporate Biodiversity Footprint* (CBF) développée par le prestataire de données français Iceberg Data Lab.

La CBF repose sur une méthodologie permettant i) d'exploiter les données disponibles sur les chaînes de valeur des entreprises, et ii) de modéliser les différentes pressions environnementales causées par les intrants et les extrants du processus de production de l'entreprise. C'est à notre connaissance la méthodologie la plus robuste développée jusqu'ici pour estimer les conséquences de l'activité d'une entreprise sur la diversité des espèces, celles-ci n'étant pas observables et mesurables directement. La CBF permet ainsi de quantifier l'empreinte de l'activité sur les cinq pressions sur la nature identifiées par l'IPBES¹⁵ : la destruction et l'artificialisation des milieux naturels, la surexploitation des ressources, le changement climatique, la pollution et les espèces invasives.

¹⁵ La Plateforme intergouvernementale scientifique et politique sur la biodiversité et les services écosystémiques (IPBES, *Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services*) est, à l'instar du Giec pour le climat, la référence dans l'évaluation de l'état de la biodiversité mondiale.

L'agrégation de ces différentes pressions et leur transformation¹⁶ en mesure commune de pression sur la diversité des espèces permettent d'obtenir un impact négatif exprimé en km².MSA (*mean species abundance*, abondance moyenne des espèces). Ce résultat permet de ramener l'estimation de l'impact négatif sur la biodiversité à un équivalent exprimé en perte totale de diversité des espèces sur une surface donnée. Par exemple, une entreprise ayant une mesure CBF égale à - 1 000 km².MSA a, par son activité, causé l'équivalent d'une perte complète de biodiversité dans un écosystème non perturbé sur une surface de 1 000 km², sur une période d'un an. Autrement exprimé, l'activité de l'entreprise durant l'année écoulée a été équivalente à l'artificialisation¹⁷ complète de 1 000 km² d'écosystème originellement non perturbé. La déclinaison de cette méthodologie à l'univers souverain transpose cette approche par une évaluation de l'impact à partir du produit intérieur brut (PIB) et des chaînes de valeur associées à chaque secteur d'activité. Cette méthode prend ainsi en compte les impacts liés aux importations et exportations des produits consommés ou vendus en dehors du territoire national.

La CBF s'enrichit cette année d'une actualisation de sa méthodologie de calcul. Celle-ci offre désormais une granularité plus fine, avec notamment une ventilation des pressions par type d'écosystème et l'intégration de nouveaux facteurs de pression sur la biodiversité.

La Banque de France a souhaité établir une mesure agrégée de l'impact sur la diversité des espèces de ses portefeuilles d'actions et d'obligations. Pour cela, elle a retenu des méthodologies d'agrégation et des métriques cohérentes avec les indicateurs calculés pour l'empreinte carbone de ses portefeuilles. Trois indicateurs sont ainsi présentés dans ce rapport : i) l'impact biodiversité total absolu ; ii) l'empreinte biodiversité ; et iii) la moyenne pondérée des intensités biodiversité (*cf. focus 6*). Dans le même esprit que pour les émissions de gaz à effet de serre, la métrique *Corporate Biodiversity Footprint* (CBF) peut être décomposée en trois niveaux (*scopes*) selon l'impact direct de l'émetteur (*scope 1*), l'impact lié à sa consommation d'énergie (*scope 2*) et l'impact lié à sa chaîne de valeur en amont et en aval (*scope 3*). La métrique CBF retenue ici intègre la somme des trois *scopes* pour notamment prendre en compte le rôle prépondérant des chaînes de valeur des entreprises dans leur impact sur la nature. Ce choix d'inclure les trois *scopes* entraîne un biais de surestimation en raison des doubles comptages qui peuvent s'opérer au sein d'un portefeuille. En effet, lorsque celui-ci détient plusieurs émetteurs présents sur une même chaîne de valeur, il y a une double comptabilisation des empreintes : en amont et en aval.

- **L'impact biodiversité total absolu du portefeuille**¹⁸ agrège la totalité de l'empreinte biodiversité du portefeuille (CBF) qui peut être attribuée aux investissements de la Banque de France. Il mesure ainsi l'impact négatif sur la diversité des espèces des entreprises en portefeuille, exprimé en km².MSA. Sur la quasi-totalité des portefeuilles considérés, l'impact biodiversité total absolu diminue par rapport à l'exercice précédent, principalement sous l'effet d'une diminution de l'empreinte par million d'euros investi (*cf. infra*). L'impact total absolu des portefeuilles d'actions excède cependant celui de leur indice de référence. La surexposition au secteur bancaire, dont l'impact en *scope 3* est élevé, en est principalement la cause. Les portefeuilles d'obligations souveraines adossés aux engagements de retraite et aux fonds propres présentent à l'inverse un impact absolu plus faible que leur indice, du fait d'une exposition concentrée sur les émetteurs souverains de la zone euro. S'agissant des portefeuilles adossés à la base monétaire, la hausse de la taille des portefeuilles libellés en euros augmente mécaniquement leur impact absolu.

¹⁶ Cette transformation est réalisée à travers le [modèle Globio \(Global biodiversity model for policy support\)](#). Ce modèle a pour objectif de modéliser les impacts de l'activité humaine sur la biodiversité et les écosystèmes.

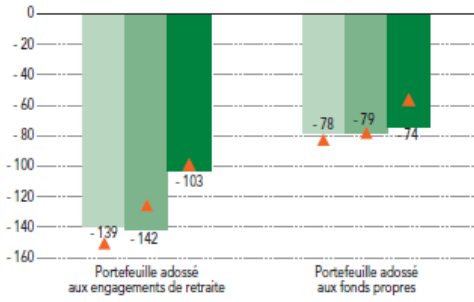
¹⁷ L'artificialisation d'un sol est la perte de ses qualités.

¹⁸ Cf. focus 6 pour disposer des formules de calcul des métriques biodiversité des portefeuilles.

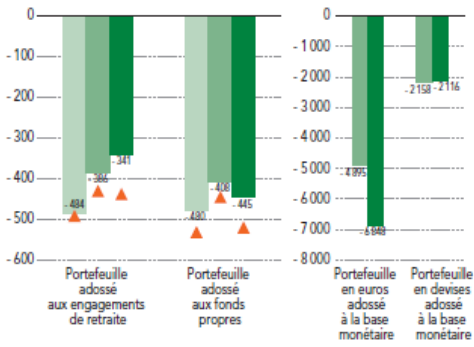
G8 Impact biodiversité total absolu

(en km².MSA)

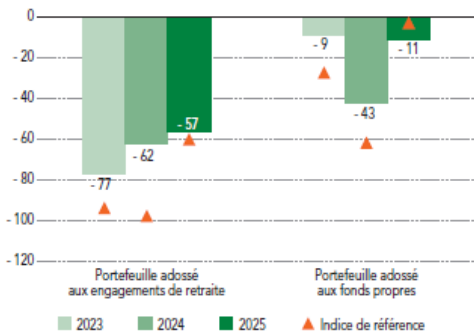
a) Des poches actions



b) Des poches obligations souveraines

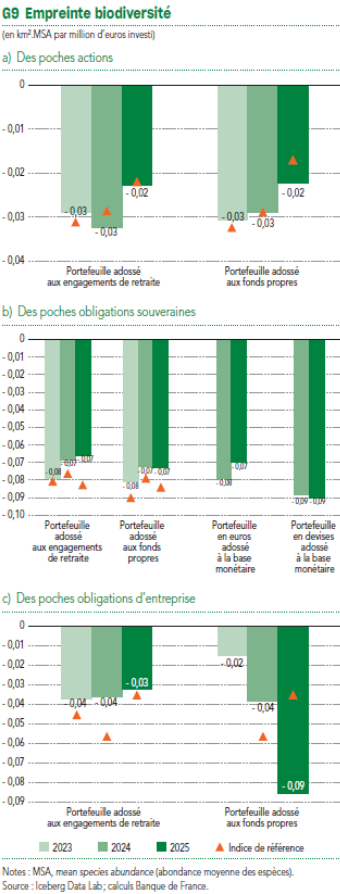


c) Des poches obligations d'entreprise



Note : MSA, mean species abundance (abondance moyenne des espèces).
 Source : Iceberg Data Lab ; calculs Banque de France.

- **L’empreinte biodiversité** est une métrique permettant de ramener l’impact biodiversité total absolu à la valeur totale du portefeuille. Cette métrique exprime l’empreinte biodiversité générée par chaque million d’euros valorisé dans le portefeuille. Elle permet ainsi d’établir des comparaisons entre des portefeuilles de taille différente. L’impact biodiversité rapporté au volume des investissements fait ressortir pour 2025 une meilleure performance par rapport à l’exercice précédent sur la plupart des portefeuilles considérés, en particulier pour les poches actions. La forte hausse observée sur le portefeuille d’obligations d’entreprise adossé aux fonds propres s’explique par la forte diminution de la taille du portefeuille et sa faible diversification résiduelle. L’empreinte biodiversité des portefeuilles d’obligations souveraines est relativement stable sur l’ensemble des portefeuilles. Celle des portefeuilles adossés à la base monétaire en devises est légèrement plus élevée que pour les autres portefeuilles, en raison de leur exposition géographique diversifiée sur des émetteurs hors zone euro. Or ces derniers sont moins performants que les grands émetteurs souverains de la zone euro.



- **La moyenne pondérée des intensités biodiversité** est calculée en pondérant l'intensité de l'impact biodiversité des émetteurs (CBF rapportée aux actifs de l'entreprise ¹⁹ ou au PIB ²⁰) par leur poids dans le portefeuille. Cet indicateur fournit ainsi une mesure de l'exposition des portefeuilles aux entreprises présentant un impact biodiversité élevé au regard du capital qu'elles emploient. La quasi-totalité des portefeuilles affiche cette année des performances plus favorables que celles observées en 2024. Une partie de ces évolutions peut toutefois s'expliquer par un changement de facteur d'attribution dans la méthodologie CBF de calcul de l'indicateur, avec l'utilisation du *total asset minus cash* (actif total moins trésorerie) à la place du *capital employed* (capital employé) utilisé pour les années 2023 et 2024. Les moyennes pondérées des intensités biodiversité des portefeuilles sont presque systématiquement inférieures à celles des indices de référence. En effet, les exclusions appliquées au titre de la politique d'investissement responsable engendrent des biais sectoriels favorables. Pour les portefeuilles souverains, les effets sont identiques à ceux décrits pour l'empreinte biodiversité (*cf. supra*).

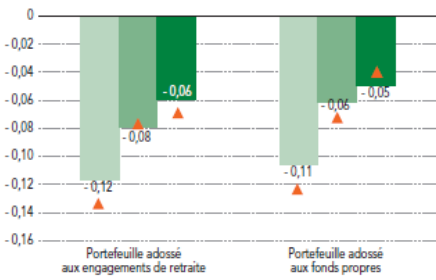
¹⁹ Depuis 2025, l'indicateur financier utilisé pour le calcul de la moyenne pondérée des intensités biodiversité des portefeuilles d'émetteurs privés est le *total asset minus cash*.

²⁰ Sur l'univers souverain, l'indicateur de moyenne pondérée des intensités biodiversité est, par construction, le même que celui de l'empreinte biodiversité.

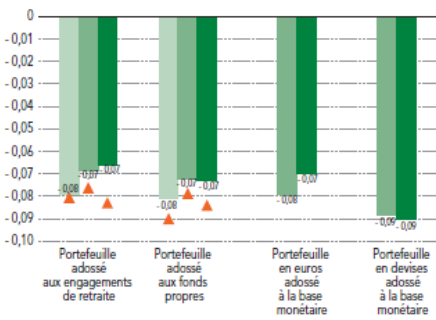
G10 Moyenne pondérée des intensités biodiversité

(en km²MSA par million d'euros de capital employé)

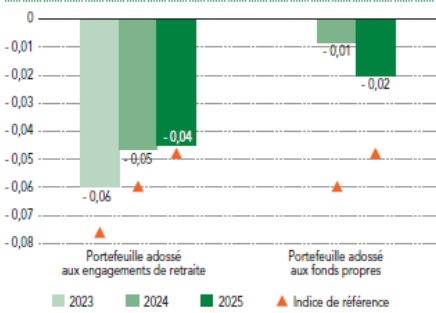
a) Des poches actions



b) Des poches obligations souveraines



c) Des poches obligations d'entreprise



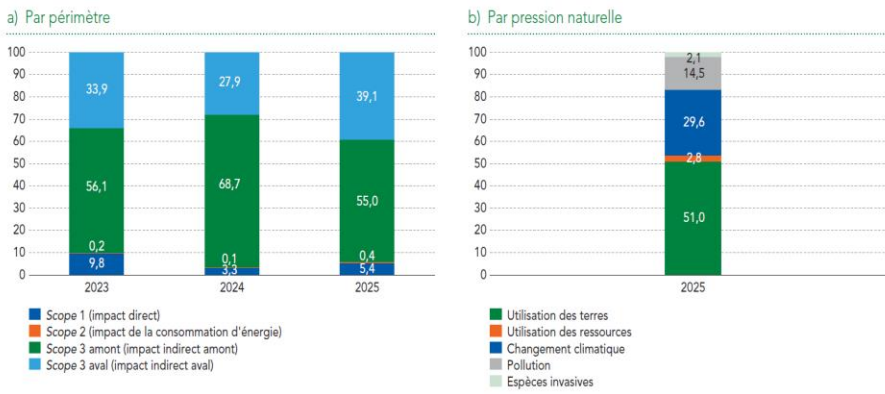
Notes : MSA, mean species abundance (abondance moyenne des espèces).
Source : Iceberg Data Lab ; calculs Banque de France.

La Banque de France présente une mesure de la contribution de chacun des trois *scopes* de la CBF, ainsi que de chacune des cinq pressions environnementales à son indicateur d'empreinte biodiversité. L'objectif est de mieux comprendre l'origine de l'impact sur la nature de ses portefeuilles d'actions et d'obligations d'entreprise adossés aux engagements de retraite et aux fonds propres. Le *scope* 3 (94 % du score), plus particulièrement le *scope* 3 amont (55 %), représente ainsi une grande part de l'empreinte calculée. Le poids de l'empreinte du *scope* 3 aval augmente quant à lui sous l'effet des

changements méthodologiques mis en œuvre. La principale pression naturelle responsable de l'impact biodiversité des portefeuilles d'actions et d'obligations d'entreprise est l'utilisation des terres (51 %).

G11 Contributions relatives à l'empreinte biodiversité sur les portefeuilles d'actions et d'obligations d'entreprise, à fin 2025

(% du total de l'impact en km².MSA)



Note : MSA, mean species abundance (abondance moyenne des espèces).
Source : Iceberg Data Lab ; calculs Banque de France.

Focus sur les secteurs prioritaires

En cohérence avec les recommandations formulées par le groupe de travail sur les informations financières liées à la nature (Taskforce on Nature-related Financial Disclosures, TNFD), la Banque de France publie cette année un indicateur portant sur l'exposition de ses portefeuilles aux secteurs présentant des dépendances et/ou des impacts matériels vis-à-vis de la nature au sens de la TNFD²¹. Elle identifie également les trois secteurs auxquels les portefeuilles sont les plus exposés.

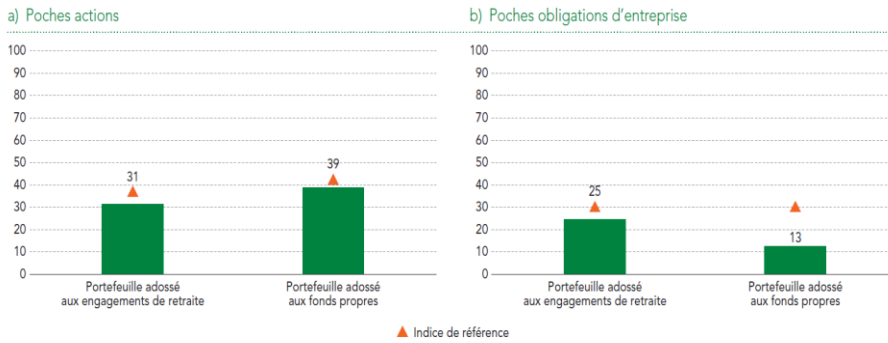
Ce nouvel indicateur couvre les portefeuilles d'actions et d'obligations d'entreprise adossés aux engagements de retraite et aux fonds propres. Il fournit une vue d'ensemble des dépendances et des impacts potentiels, et non effectifs, vis-à-vis de la nature. Les entreprises opérant dans ces secteurs sont davantage susceptibles de présenter des dépendances et des impacts, mais ceux-ci sont influencés par de nombreux facteurs, tels que la localisation des actifs, les mesures mises en œuvre pour les atténuer ou encore la robustesse des chaînes d'approvisionnement.

À fin 2025, 33% de l'encours des portefeuilles d'actions et d'obligations d'entreprise adossés aux engagements de retraite et aux fonds propres était exposé à des secteurs présentant des impacts et dépendances potentiellement importants vis-à-vis de la nature selon la TNFD. L'exposition est donc plus faible que celle affichée par l'indice de référence (38 %). Cela se vérifie également pour chaque portefeuille pris individuellement, sous l'effet des biais sectoriels engendrés par les exclusions appliquées au titre de la politique d'investissement responsable de la Banque de France.

²¹ Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (2024), *Sector guidance – Additional guidance for financial institutions*, juin.

G12 Part des portefeuilles exposée à des secteurs jugés prioritaires par la TNFD, à fin 2025

(en % de l'encours des portefeuilles)



Note : Liste des secteurs ayant une dépendance ou un impact matériel vis-à-vis de la nature selon la Task Force on Nature-related Financial Disclosures (TNFD).
Sources : TNFD, ISS ; calculs Banque de France.

Principales expositions à des secteurs jugés prioritaires par la TNFD, à fin 2025

(en % de l'encours des portefeuilles non souverains adossés aux engagements de retraite et aux fonds propres)

Secteurs	Part des portefeuilles
Semi-conducteurs et équipements pour semi-conducteurs	8
Biens de consommation durables et habillement	6
Services aux collectivités, et services commerciaux et professionnels	3

Sources : TNFD, ISS ; calculs Banque de France.

Exposition des portefeuilles aux enjeux liés à l'eau

La Banque de France a identifié les enjeux liés à l'eau comme un axe d'analyse prioritaire, du fait de leur positionnement au croisement des enjeux climat et nature, de leur impact direct sur des secteurs clés de l'économie française et de leur potentiel de diffusion systémique. À ce titre, elle publie pour la première fois deux indicateurs figurant parmi les principales incidences négatives (*Principal Adverse Impacts*, PAI) définies par le règlement SFDR ²² (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*) sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers. Ces

²² Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019.

indicateurs couvrent les portefeuilles d'actions et d'obligations d'entreprise adossés aux engagements de retraite et aux fonds propres²³.

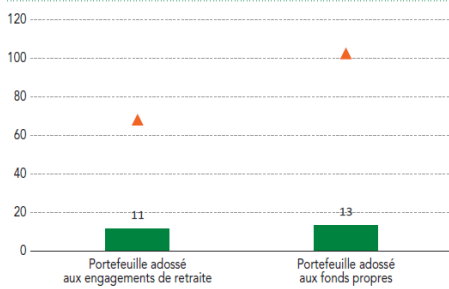
Le premier indicateur, qui correspond au PAI 8, porte sur les rejets de substances polluantes dans l'eau, approximés par la demande chimique en oxygène (DCO). Celle-ci mesure la quantité d'oxygène nécessaire pour dégrader les polluants présents dans l'eau. L'indicateur mesure les rejets des émetteurs pouvant être attribués aux portefeuilles, en rapportant l'investissement à la valeur de l'entreprise. Il est calculé sur le périmètre des secteurs pour lesquels cet enjeu est considéré comme matériel (l'industrie, la chimie ou encore le secteur agricole par exemple).

La quantité de rejets dans l'eau est largement inférieure au niveau de l'indice de référence, et ce pour tous les portefeuilles couverts. Cela s'explique notamment par l'exclusion de certaines entreprises de l'industrie de la chimie dans les portefeuilles.

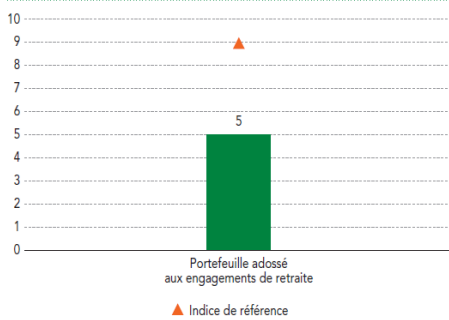
G13 Rejets dans l'eau de substances polluantes attribuables aux portefeuilles, à fin 2025

(en tonnes)

a) Poches actions



b) Poches obligations d'entreprise



Note : Le portefeuille d'obligations d'entreprise adossé aux fonds propres étant concentré sur quelques émetteurs non couverts pour cet indicateur, ce portefeuille n'est pas représenté.

Source : ISS, calculs Banque de France.

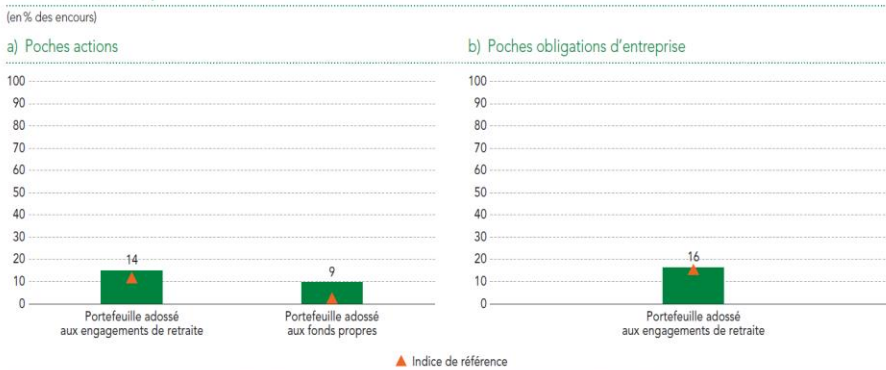
Le second indicateur, figurant parmi les principales incidences négatives (PAI) additionnelles, correspond à la part des portefeuilles investie dans des entreprises dont les politiques de gestion de

²³ À l'exception du portefeuille d'obligations d'entreprise adossé aux fonds propres, qui présente des résultats non significatifs sur ces indicateurs en raison d'une trop faible diversification.

l'eau sont jugées insuffisantes. Le périmètre de cet indicateur est celui des secteurs pour lesquels cet enjeu de la gestion de l'eau est considéré comme matériel, tels que l'industrie, l'énergie et les biens de consommation. Pour calculer cet indicateur, une évaluation qualitative de la politique de gestion de l'eau est réalisée pour chaque émetteur. De nombreux critères sont pris en compte, tels que la consommation d'eau dans des régions sous stress hydrique, l'utilisation d'eau douce ou encore les cibles de réduction de consommation d'eau fixées par l'entreprise.

Les portefeuilles affichent dans l'ensemble des performances comparables à celles de leur indice de référence. Les portefeuilles actions présentent toutefois une surexposition à des entreprises dont les enjeux de gestion de l'eau sont pris en compte de manière jugée insuffisante, en raison notamment d'une moindre diversification par rapport à l'indice de référence.

G14 Part du portefeuille investie dans des entreprises dont les politiques de gestion de l'eau sont jugées insuffisantes, à fin 2025



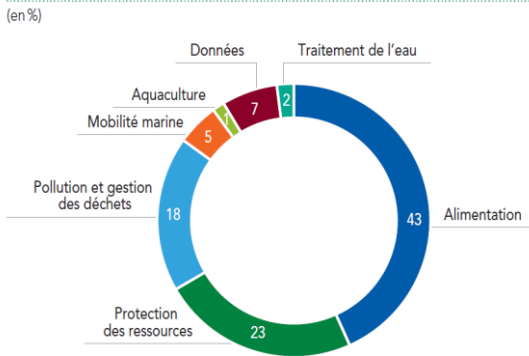
Note : Le portefeuille d'obligations d'entreprise adossé aux fonds propres étant concentré sur quelques émetteurs non couverts pour cet indicateur, ce portefeuille n'est pas représenté.
Source : ISS, calculs Banque de France.

Investissements à impact positif sur la nature et la biodiversité

Soucieuse d'encourager les actions en faveur de la préservation de la nature, la Banque de France s'est engagée dans une politique volontariste au titre de la gestion de ses fonds propres et de ses engagements de retraite. Elle est engagée à hauteur de 81 millions d'euros dans des fonds thématiques spécifiquement dédiés à la préservation de la nature. En 2025, la Banque de France a accentué son engagement par une souscription, à hauteur de 19 millions d'euros, dans un nouveau fonds à impact dédié à la biodiversité marine. Celui-ci vient compléter un premier investissement sur la même thématique en 2022. Par ailleurs, la Banque de France poursuit son engagement au travers d'un fonds coté dédié à la biodiversité et lancé en 2024 en partenariat avec le groupe Caisse des Dépôts (cf. focus 7). D'autres projets en faveur de la nature sont également financés au travers de fonds non cotés souscrits par la Banque de France. Ces investissements contribuent au développement de projets couvrant des secteurs tels que le traitement des déchets présents dans les océans, la réduction des émissions de substances polluantes, la moindre exploitation des ressources, la régénération des forêts ou encore la production d'une alimentation plus durable, notamment par des projets d'agriculture régénératrice.

Commenté [AC1]: @ Pôle Digital
Lien à activer ici.

G15 Répartition sectorielle des investissements à impact biodiversité, à fin 2025



Source : Banque de France.

1 Les trois niveaux d'émissions de gaz à effet de serre définis par le GHG Protocol

Le Protocole des gaz à effet de serre (GHG Protocol) de 2001 sur la mesure des émissions de gaz à effet de serre (GES) des entreprises a distingué trois niveaux d'émissions :

- le niveau 1 (*scope 1*) correspond aux émissions directes d'une entreprise, c'est-à-dire émises par des sources détenues ou contrôlées par elle : par exemple, les GES émis par les véhicules détenus par l'entreprise ;
- le niveau 2 (*scope 2*) correspond aux émissions indirectes liées à la consommation d'énergie fournie par d'autres sociétés : par exemple, les GES émis lors de la production de l'électricité consommée par l'entreprise ;
- le niveau 3 (*scope 3*) correspond aux émissions indirectes liées à la chaîne de valeur i) en amont (émissions des fournisseurs), et ii) en aval (émissions liées à l'utilisation des biens vendus) de l'entreprise : par exemple, pour un constructeur automobile, les GES émis i) par les fournisseurs, et ii) par les véhicules produits et vendus par l'entreprise.

2 L'exercice de reporting climatique harmonisé Eurosystem

En 2021, les 19 banques centrales de la zone euro – l'Eurosystem – ont défini un cadre général afin d'initier une démarche commune de transparence en matière de climat. Ce cadre s'applique aux portefeuilles qu'elles détiennent individuellement hors politique monétaire et sur lesquels elles ont la pleine et entière responsabilité. L'Eurosystem a également sélectionné, par un appel d'offres commun, des fournisseurs de données d'impact climatique afin de pouvoir effectuer un reporting harmonisé sur la base de données identiques. Les fournisseurs de données climatiques retenus sont Institutional Shareholder Services (ISS) et Carbon4 Finance jusqu'en 2024, puis Institutional Shareholder Services (ISS) pour l'exercice 2025. L'Eurosystem a ensuite conduit des travaux qui se poursuivent encore afin de déterminer et faire évoluer les indicateurs communs, fondés sur une même méthodologie. Le périmètre élargi de cet exercice de reporting commun, réalisé pour la quatrième année consécutive, porte sur l'ensemble des portefeuilles hors politique monétaire libellés en euros et en devises, ainsi que sur les programmes d'achats de politique monétaire des banques centrales de l'Eurosystem²⁴. Le calcul et la publication des indicateurs pour ces portefeuilles restent délégués à chaque banque centrale nationale en ce qui concerne les portefeuilles gérés pour compte propre, et à la Banque centrale européenne (BCE) pour les portefeuilles de politique monétaire. C'est à ce titre que la Banque de France intègre dans ce rapport les indicateurs définis en commun par l'Eurosystem sur les portefeuilles en euros et en devises adossés à la base monétaire gérés pour compte propre, ainsi que sur les portefeuilles adossés aux engagements de retraite et aux fonds propres (*cf.* Rapport durabilité 2025, [partie 4, tableau 1](#)). Depuis 2024, le périmètre des indicateurs calculés prend en compte les émissions dites « de scope 3 » (*cf. la définition dans le focus 1*) pour les émetteurs privés. Par ailleurs, outre la part d'obligations vertes détenue dans les portefeuilles, sont également publiées les parts d'obligations sociales et durables. Cet exercice de reporting harmonisé, publié annuellement, continuera d'être enrichi progressivement afin de contribuer à mieux appréhender l'impact climatique et social de l'action des banques centrales.

²⁴ Programmes d'achats d'obligations publiques (émises par des émetteurs souverains, des agences et des émetteurs supranationaux), d'obligations d'entreprise et d'obligations sécurisées, réalisés dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP).

3 Les fournisseurs de données sélectionnés par la Banque de France

Les indicateurs climatiques et relatifs aux critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) reposent sur les données publiées par les émetteurs (par exemple, les émissions carbone des entreprises et des émetteurs souverains), ainsi que sur des modèles et méthodologies de calcul (par exemple, l'attribution des émissions carbone à un portefeuille d'actifs financiers). Ces données sont fournies aux investisseurs par des prestataires spécialisés et font l'objet de choix méthodologiques et de modélisation.

La Banque de France s'appuie sur plusieurs prestataires de données qu'elle a scrupuleusement sélectionnés après avoir examiné notamment la qualité de leurs données et de leurs méthodologies. À l'issue d'un appel d'offres public conduit en 2025, elle a choisi de nouveaux fournisseurs pour certaines données extra-financières, tout en reconduisant son contrat avec S&P Global Sustainable¹ pour le calcul de l'alignement de température. La Banque de France s'appuie également sur le prestataire ISS (Institutional Shareholder Services), sélectionné dans le cadre d'un appel d'offres réalisé par l'Eurosystème et dont les données servent à la réalisation du reporting commun harmonisé des banques centrales qui le composent.

Liste des fournisseurs de données extra-financières de la Banque de France en 2024 et en 2025

Type d'indicateur	Fournisseur de données	
	2024	2025
Alignement de température	S&P Global Sustainable ¹	S&P Global Sustainable ¹
Données d'émissions carbone	ISS Carbon4Finance	ISS
Données d'impact biodiversité	Iceberg Data Lab	Iceberg Data Lab
Données de risques physiques	Moody's	S&P Global Sustainable ¹
Scores ESG	Moody's	ISS

Note : ESG, critères environnementaux, sociaux et de gouvernance ; ISS, Institutional Shareholder Services.
Source : Banque de France.

Enfin, la Banque de France a souhaité que les principales métriques climatiques publiées dans ce rapport soient certifiées par ses commissaires aux comptes, Forvis Mazars et Deloitte. Ces derniers ont ainsi garanti la fiabilité des métriques publiées dans le cadre du reporting harmonisé Eurosystème²⁵, ainsi que la trajectoire de température des portefeuilles adossés aux fonds propres et aux engagements de retraite sur laquelle la Banque de France affiche un engagement fort par la fixation d'un objectif d'alignement à 1,5 °C.

²⁵ Émissions totales, empreinte carbone, intensité carbone, WACI (*weighted average carbon intensity*, moyenne pondérée des intensités carbone) et part d'obligations vertes, durables et sociales.

4 Indices de référence

La gestion d'actifs compare les résultats des portefeuilles à ceux de leurs indices de référence. Ces indices sont représentatifs des marchés sur lesquels les portefeuilles sont investis, et sont construits à partir de la composition des principaux indices boursiers.

Les indices de référence servent classiquement à évaluer la sur- ou sous-performance financière d'un portefeuille au regard d'un univers d'investissement comparable. Toutefois, ils permettent également d'analyser son positionnement extra-financier.

Avec l'essor des stratégies d'investissement responsable, de nouveaux indices intégrant une dimension environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) accrue ont vu le jour ces dernières années. La Commission européenne a ainsi défini en 2020 deux catégories d'indice intégrant des critères climatiques : les *climate transition benchmarks* (CTB) (indices de transition climatique) et les *Paris-aligned benchmarks* (PAB) (indices alignés sur l'accord de Paris). Leur objectif est d'orienter les investissements vers des entreprises dont la trajectoire de décarbonation est compatible avec les engagements pris lors de l'accord de Paris. Dans son acte délégué, la Commission précise les critères permettant de qualifier un indice comme étant PAB ou CTB²⁶. La Banque de France s'appuie sur ce cadre afin de sélectionner les fonds externes dans lesquels elle investit, en adéquation avec sa politique d'investissement responsable. Elle a par ailleurs mis à jour les indices de sa référence stratégique pour ses portefeuilles hors politique monétaire, afin que ceux-ci reflètent son ambition en matière d'actions ESG.

²⁶ Notamment, rythme de décarbonation de l'indice d'une année sur l'autre, seuils d'exclusion des entreprises impliquées dans les énergies fossiles, etc.

5 La construction d'un nouvel indicateur de mesure de l'impact carbone des portefeuilles souverains

En 2023, à la demande de son comité actif-passif et dans la poursuite de sa stratégie d'investissement responsable, la Banque de France a mené des travaux afin de verdir les portefeuilles d'obligations souveraines en euros et en devises adossés à la base monétaire (réserves de change et portefeuilles en euros gérés pour compte propre). Des recherches ont été engagées afin de construire un indicateur interne permettant de noter les États souverains en fonction de leur performance climatique. Cet indicateur est pris en compte depuis le début de 2024 dans le modèle d'allocation d'actifs utilisé pour une partie des réserves de change. Il permet également d'avoir une mesure agrégée de l'impact carbone de l'ensemble des portefeuilles souverains en euros et en devises de la Banque hors politique monétaire.

Afin de ne pas pénaliser uniquement les pays industriels fortement émetteurs de gaz à effet de serre, un autre indicateur a été proposé en s'inspirant de la littérature²⁷. Celui-ci combine les intensités carbone de production (émissions territoriales) et de consommation (émissions territoriales + émissions importées – émissions exportées). Cet indicateur prend la forme d'un z-score, qui mesure le positionnement d'une valeur (ici l'intensité carbone d'un pays) au sein d'une population (ici un ensemble de pays). Le z-score représente le nombre d'écart-types par rapport à la moyenne de la population. Il permet de standardiser des données et de les rendre comparables, même si elles proviennent de distributions différentes avec des échelles différentes. Les sources de données sont celles qui sont préconisées par l'ASCOR (*Assessing Sovereign Climate-related Opportunities and Risks*, Évaluation des opportunités et risques souverains liés au climat). Elles reposent sur des informations publiques et fiables, avec un historique suffisamment profond pour en déduire des tendances. Ces tendances sont également prises en compte dans l'indicateur final : aux données statiques d'intensité carbone de production et de consommation s'ajoute également une évaluation de leur évolution temporelle. Cette dimension supplémentaire permet de tenir compte de l'impact de la stratégie climatique des États sur leurs émissions de gaz à effet de serre. Ainsi, l'indicateur discriminant actuellement retenu est un z-score composite qui reflète pour moitié la vision « production » et pour moitié la vision « consommation ». Il reflète également pour moitié les valeurs statiques et pour moitié leurs tendances, de manière à considérer un panel suffisamment large et équilibré de méthodologies et d'indicateurs. En 2024, une composante mesurant l'ambition climatique des pays à moyen terme a été ajoutée dans le calcul du z-score. Cette composante tient compte de l'écart entre les objectifs nationaux pour 2030 et une trajectoire d'émissions du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (Giec) correspondant à un réchauffement de la planète limité à 1,5 °C par rapport à la température mondiale moyenne durant l'ère préindustrielle.

Un z-score à 0 correspond à un pays situé dans la moyenne, tandis qu'un z-score négatif correspond à un pays plus vert que les autres et qu'un z-score positif montre un pays moins performant climatiquement. Depuis 2024, l'allocation stratégique des réserves de change prend en compte cet indicateur en complément du couple rendement-risque habituel lors de la décision d'allocation. Ainsi, les portefeuilles souverains gérés par la Banque de France suivent une dynamique de verdissement, le z-score agrégé²⁸ étant de – 0,37 fin 2025, tandis qu'il était de + 0,10 en 2022.

²⁷ Réseau pour le verdissement du système financier (NGFS, *Network for Greening the Financial System*), *Considering climate-related risks and transition impact in the sovereign investments of central banks – Data, metrics and implementation issues*, mai 2024, et ASCOR, *ASCOR framework: methodology note*, novembre 2023 (première publication de l'Initiative pour une trajectoire de transition ou *Transition Pathway Initiative*).

²⁸ Moyenne pondérée par les encours du z-score de chaque pays.

Évolution du z-score



Sources : PRIMAP-hist, FMI, Banque mondiale, Climate Analytics; calculs Banque de France.

6 Calcul des empreintes carbone et biodiversité

Moyenne pondérée des intensités carbone	$= \sum_n^i \left(\frac{\text{Montant investi}_i}{\text{Valeur totale du portefeuille}} \right) \times \left(\frac{\text{Émissions carbone}_i}{\text{CA ou PIB, population, dépenses de consommation}_i} \right)$
Total des émissions carbone	$= \sum_n^i \left(\frac{\text{Montant investi}_i}{\text{Valeur d'entreprise ou PIB}_i} \times \text{Émissions carbone}_i \right)$
Empreinte carbone en capital	$= \frac{\sum_n^i \left(\frac{\text{Montant investi}_i}{\text{Valeur d'entreprise ou PIB}_i} \right) \times \text{Émissions carbone}_i}{\text{Valeur totale du portefeuille}}$
Intensité carbone en chiffre d'affaires (CA) ou PIB	$= \frac{\sum_n^i \left(\frac{\text{Montant investi}_i}{\text{Valeur d'entreprise ou PIB}_i} \times \text{Émissions carbone}_i \right)}{\sum_n^i \left(\frac{\text{Montant investi}_i}{\text{Valeur d'entreprise ou PIB}_i} \times \text{CA ou PIB, population, dépenses de consommation}_i \right)}$
Impact biodiversité total absolu du portefeuille	$= \sum_{i=1}^n \frac{\text{Montant investi}_i}{\text{Valeur de l'entreprise}_i \text{ ou PIB}_i} \times \text{CBF}_i$
Empreinte biodiversité	$= \frac{\sum_{i=1}^n \frac{\text{Montant investi}_i}{\text{Valeur de l'entreprise}_i \text{ ou PIB}_i} \times \text{CBF}_i}{\sum_{i=1}^n \text{Montant investi}_i}$
Moyenne pondérée des intensités biodiversité	$= \sum_{i=1}^n \text{Poids}_i \times \frac{\text{CBF}_i}{\text{Capital employé}_i \text{ ou PIB}_i}$

7 Lancement d'un fonds dédié à la biodiversité, en partenariat avec le groupe Caisse des Dépôts

En décembre 2024, la Banque de France et le groupe Caisse des Dépôts ont lancé un fonds dédié au développement d'une nouvelle méthodologie d'analyse de l'impact biodiversité des entreprises. Géré par BDF Gestion, filiale de gestion d'actifs de la Banque de France, le fonds met en œuvre une stratégie de gestion thématique sur les actions en intégrant les analyses biodiversité développées par CDC Biodiversité, filiale du groupe Caisse des Dépôts.

Inspirée de l'approche « LEAP » (*Locate, Evaluate, Assess, Prepare*) promue par le groupe de travail sur les informations financières liées à la nature (TNFD, Taskforce on Nature-related Financial Disclosures), la méthodologie développée par CDC Biodiversité vise à évaluer de manière qualitative le degré de prise en compte des enjeux liés à la préservation de la diversité des espèces par les entreprises. Sa philosophie globale consiste, pour chaque entreprise, à identifier en premier lieu ses enjeux principaux vis-à-vis de la nature en fonction de son activité et de sa chaîne de valeur. Elle vise ensuite à évaluer dans quelle mesure ces enjeux sont bien pris en compte dans les plans d'action de l'entreprise. En complément des approches quantitatives de l'empreinte biodiversité, qui mesurent l'impact absolu d'une entreprise sur la nature, il s'agit de déterminer si une entreprise est plus engagée et exemplaire sur la réduction de son impact sur la nature que d'autres entreprises comparables. L'évaluation repose pour chaque entreprise sur une analyse qualitative en quatre étapes : i) matérialité des enjeux de biodiversité pour le secteur ; ii) transparence de l'entreprise ; iii) actions déjà mises en place ; et iv) stratégie de long terme.

Cette collaboration avec le groupe Caisse des Dépôts s'inscrit dans la continuité des efforts déployés par la Banque de France pour encourager l'intégration des risques liés à la nature. Le fonds a été pensé comme une expérience d'intégration d'objectifs nature dans un portefeuille d'investissement. Il vise à contribuer à améliorer la qualité de l'intégration de critères biodiversité dans les stratégies d'investissement, en finançant le développement d'une méthodologie qui complète les métriques biodiversité existantes. Par ailleurs, les analyses conduites permettent de dresser un panorama approfondi du degré de maturité des grandes entreprises françaises en matière de prise en compte des enjeux liés à la nature.

S'appuyant sur les analyses qualitatives réalisées par CDC Biodiversité, BDF Gestion conduit des actions d'engagement ciblées auprès des sociétés en portefeuille dont la prise en compte des enjeux liés à la nature est jugée insuffisante au regard de leurs pairs et des spécificités de leur chaîne de valeur. Le dialogue avec les sociétés porte sur les axes d'amélioration proposés par CDC Biodiversité et vise à inciter les entreprises à améliorer leur prise en compte des enjeux liés à la nature

Axe 2 : Critères environnementaux, sociaux et de gouvernance

Au titre du deuxième axe de sa politique, la Banque de France s'est engagée à intégrer les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans la gestion de ses actifs.

En amont de ses investissements et afin de s'aligner sur les exigences du label ISR français, elle exclut au moins 30 % de son univers entreprises sur la base de critères ESG. En aval de ses investissements, la Banque de France poursuit sa démarche de transparence en présentant annuellement une série d'indicateurs sur la performance ESG de ses portefeuilles au sein de ce deuxième axe. Enfin, depuis 2021, l'intégration des enjeux ESG se traduit également par des investissements à impact au sein de fonds thématiques et d'obligations sociales.

Filtre ESG

Historiquement, pour intégrer les critères ESG dans la gestion de ses actifs, la Banque de France a choisi de s'appliquer une des exigences du label investissement socialement responsable (ISR), soutenu par le ministère de l'Économie et des Finances. En pratique, ce choix signifie l'exclusion d'au moins 30 % (20 % avant la réforme de 2023) de son univers d'investissement entreprises (actions et obligations) axée sur les entreprises les moins performantes sur la base des critères et des scores ESG. Par cet alignement aux exigences du label, la Banque de France s'assure ainsi que les facteurs ESG influencent réellement la gestion de ses actifs, avec la volonté de correspondre aux standards d'investissement responsable en vigueur.

Ce filtre ESG est construit à partir de trois types d'exclusions : i) les exclusions normatives ; ii) les exclusions sectorielles ; et iii) les exclusions sur la base de scores ESG.

Premièrement, les **exclusions normatives** ont été prévues par la charte d'investissement responsable (IR) de la Banque de France. Elles portent sur l'ensemble de l'univers d'investissement, au-delà des seules poches actions. Par conséquent, la Banque de France n'investit pas dans :

- les armes controversées, c'est-à-dire les entreprises impliquées dans la production, l'emploi, le stockage, la commercialisation ou le transfert de mines antipersonnel ou de bombes à sous-munitions, ces armes étant interdites par les conventions d'Ottawa (1999) et d'Oslo (2010) ;
- les entreprises et États qui ne respectent pas la réglementation relative à la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme (LBC-FT) : États sous embargo, États et territoires jugés non coopératifs en matière d'échanges d'informations fiscales par le Groupe d'action financière (Gafi), et entreprises faisant l'objet de controverses en matière de LBC-FT ;
- les entreprises ne respectant pas les principes de l'Organisation internationale du travail (OIT), notamment le respect de la liberté d'association et du droit à la négociation collective, l'élimination du travail forcé et du travail des enfants, et l'absence de discriminations en matière d'emploi et de profession.

Deuxièmement, les **exclusions sectorielles** concernent les énergies fossiles, y compris non conventionnelles, et le tabac. Pour mettre en œuvre ces exclusions, la Banque de France s'appuie sur les données de ses prestataires S&P Global Sustainable¹ et ISS, ainsi que sur les données dont dispose sa filiale de gestion d'actifs BDF Gestion.

Troisièmement, la Banque de France complète ses exclusions normatives et sectorielles par **l'exclusion des entreprises dont le score ESG ²⁹, secteur par secteur (approche dite « best-in-class », meilleure de sa catégorie), est le plus faible**. Le seuil d'exclusion s'est renforcé en 2024 en passant, avec la réforme du label ISR, de 20 % à 30 % des émetteurs ayant les scores ESG les plus faibles. Il s'agit d'un score composite, élaboré par ISS pour chaque entreprise (cf. *focus 8 pour la méthodologie*).

Sur les aspects liés à l'environnement, les indicateurs portent par exemple sur l'intensité carbone, l'existence d'une stratégie environnementale, la prévention des risques d'atteinte à la biodiversité ou encore la gestion environnementale de la chaîne d'approvisionnement. Concernant le domaine social, les indicateurs portent notamment sur la santé et la sécurité au travail, l'absence de discriminations et aussi la formation des employés. Enfin, les indicateurs relatifs à la gouvernance concernent par exemple la composition des conseils d'administration, l'indépendance des membres et les modalités de rémunération des dirigeants.

Scores ESG

Outre les filtres des titres sur la base des scores ESG calculés par ISS, la Banque de France suit le score ESG moyen global de chaque portefeuille ³⁰ par classe d'actifs. Les scores individuels des émetteurs sont ensuite agrégés (moyenne pondérée par les encours) pour obtenir le score moyen des portefeuilles.

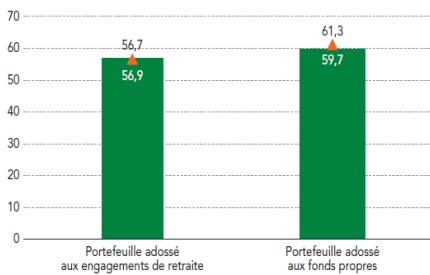
²⁹ Suite à l'appel d'offres de renouvellement des prestataires de données extra-financières, le fournisseur du score ESG a changé (données Moody's en 2024, puis ISS en 2025).

³⁰ Le périmètre concerne les portefeuilles adossés aux fonds propres, aux engagements de retraite et les portefeuilles obligataires en euros et en devises adossés à la base monétaire.

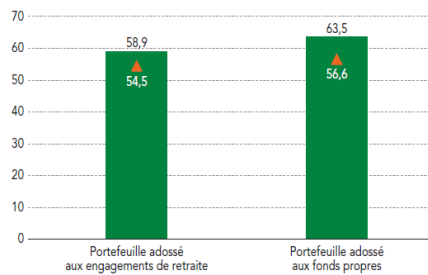
G1 Scores ESG moyens des portefeuilles à fin 2025

(score sur 100)

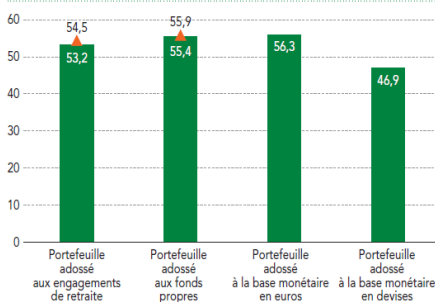
a) Poches actions



b) Poches obligations d'entreprise



c) Poches obligations souveraines



▲ Indice de référence

Note : ESG, critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. Le score ESG varie de 0 à 100.
Source : ISS.

En 2025 ³¹, les scores ESG des portefeuilles adossés aux fonds propres et aux engagements de retraite étaient tous supérieurs au seuil de qualité ESG (ou seuil « prime » à 50 fixé par ISS).

Les scores ESG des poches actions et obligations d'entreprise sont supérieurs à ceux des indices de référence (de + 0,2 à + 6,9 points), à l'exception de la poche actions du portefeuille adossé aux fonds propres (- 1,5 point). La poche obligations d'entreprise du portefeuille adossé aux fonds propres affiche, comme l'année dernière, un score très largement supérieur à l'indice de référence, notamment du fait du poids important d'un émetteur performant en matière ESG.

Les scores ESG des poches obligations souveraines ressortent quant à eux légèrement en deçà des scores des indices de référence, respectivement - 0,5 point et - 1,3 point pour le portefeuille adossé aux fonds propres et celui adossé aux engagements de retraite.

Comme l'an dernier, la publication des scores ESG pour les portefeuilles en euros et en devises adossés à la base monétaire prend en compte les expositions aux obligations souveraines et assimilées. Cette démarche répond à un objectif de transparence et à une recherche d'harmonisation des publications, quand bien même, à ce stade, la Banque de France ne s'assigne pas d'objectif quantifié sur les enjeux

³¹ Le changement de fournisseur de données (Moody's en 2024, puis ISS en 2025) limite la comparabilité du score avec l'année précédente. Aussi, les scores 2024 communiqués en 2025 ne sont pas repris dans ce rapport.

ESG sur ses portefeuilles souverains. À fin 2025, la performance ESG des portefeuilles en euros était bonne (score de 56/100), mais plus faible sur les portefeuilles en devises (score de 47/100), majoritairement exposés à la dette souveraine des États-Unis.

Indicateurs sociaux

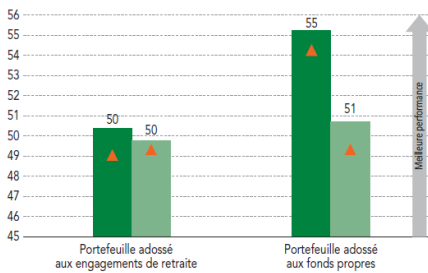
La Banque de France renforce progressivement le volet social de sa stratégie d'investissement responsable. Pour cela, elle complète l'utilisation du score ESG (*cf. supra*) par un focus sur certains sous-scores pertinents en matière de performance sociale de ses portefeuilles d'actions et d'obligations d'entreprise. En raison du changement de prestataire de données, de Moody's à ISS, la Banque de France a sélectionné les trois nouveaux indicateurs suivants, proches thématiquement des anciens indicateurs :

- **Score de santé et sécurité au travail (*health and safety*)**. Cet indicateur fournit un score de performance des entreprises vis-à-vis de leur personnel en matière de santé et sécurité (management de la santé et sécurité, taux d'accident, occurrence d'accidents mortels, gestion de la santé mentale, santé et sécurité des travailleurs sur site, mesures de protection des correspondants en zone à risques, protection des travailleurs exposés à des substances dangereuses, controverses concernant la santé).
- **Score égalité des chances et non-discrimination (*equal opportunities and non-discrimination*)**. Cet indicateur évalue la performance sur des thèmes tels que la politique de non-discrimination, les mesures de promotion de l'égalité des chances et de promotion de la diversité, la répartition par sexe et les controverses en matière de discrimination.
- **Score de responsabilité du produit (*customer and product responsibility rating*)**. Cet indicateur évalue le caractère responsable du produit vis-à-vis des clients. Deux aspects principaux sont évalués : **l'impact social des produits et services** et les **aspects sociaux tout au long de la chaîne de production**.

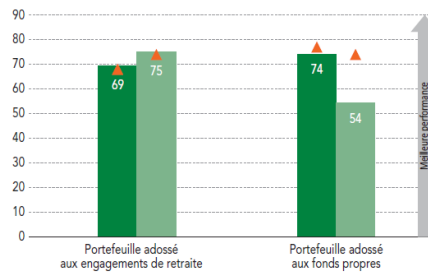
G2 Scores sociaux des poches actions et obligations d'entreprise des portefeuilles, à fin 2025

(score sur 100)

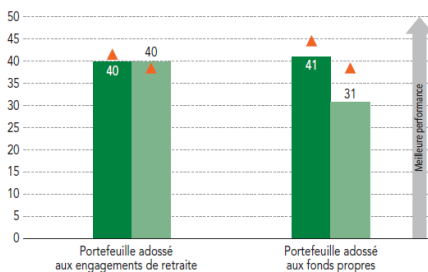
a) Score de santé et sécurité au travail



b) Score de non-discrimination



c) Score de responsabilité produits et services



■ Actions ■ Obligations d'entreprise ▲ Indice de référence

Source : ISS.

Au 31 décembre 2025, pour les portefeuilles adossés aux fonds propres et aux engagements de retraite, les différents sous-scores des poches actions et obligations d'entreprise étaient globalement en ligne avec ceux des indices de référence.

Quelle que soit la poche, le sous-score « non-discrimination » est le plus élevé, atteignant près de 75 sur la poche obligations d'entreprise du portefeuille adossé à la caisse de retraite. Cette performance est en lien avec celle de l'indice de référence, exigeant en la matière. Ce score est néanmoins 20 points en-dessous de celui de l'indice de référence sur la poche obligations d'entreprise du portefeuille adossé aux fonds propres, principalement en raison de la concentration élevée sur un émetteur dans le portefeuille.

Sur le volet « santé et sécurité », la performance sociale des portefeuilles apparaît comme étant robuste (supérieure à 50) et légèrement supérieure à celle de l'indice de référence sur l'ensemble des poches (écarts de +0,41 à +1,38).

Enfin, sur les aspects « responsabilité produits », les scores sont plus faibles que sur les autres indicateurs mais restent proches de l'indice de référence (écarts de -1,6 à +1,42 point pour le portefeuille adossé aux engagements de retraite ; de -3,7 à -7,7 points pour les portefeuilles adossés aux fonds propres). Sur la poche actions du portefeuille adossé aux fonds propres, l'écart n'est pas négligeable (-3,7 points) et s'explique principalement par des biais sectoriels. Sur la poche obligations

d'entreprise du portefeuille adossé aux fonds propres, la forte concentration du portefeuille sur un émetteur accentue l'écart.

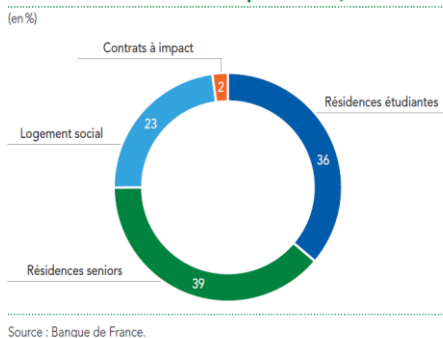
Investissement à impact social

Afin de renforcer le volet social de sa stratégie d'investissement responsable, la Banque de France a également diversifié les thématiques couvertes par ses investissements à impact. Ainsi, depuis 2021, elle a élargi ses achats d'obligations vertes aux obligations sociales et aux obligations durables³². Au 31 décembre 2025, en plus des 21,6 milliards d'euros investis dans des obligations vertes, 7,5 milliards d'euros ont été investis dans des obligations sociales et durables³³. La détention des obligations sociales et durables a une nouvelle fois fortement progressé en 2025 (+ 2 milliards d'euros), dans un contexte d'augmentation de la taille du portefeuille en euros adossé à la base monétaire qui a permis d'accentuer les efforts de constitution d'un socle d'actifs sociaux et durables. Ce type d'obligations représente désormais respectivement 5 % et 3,8 % des obligations souveraines et assimilées des portefeuilles en euros et en devises adossés à la base monétaire. Tous portefeuilles confondus, le volume d'obligations sociales atteint 3,9 milliards d'euros en 2025, soit 12 % du volume total des obligations à impact.

La Banque de France accompagne par ailleurs le développement de fonds thématiques dont la stratégie d'investissement inclut l'atteinte d'un impact social et sociétal fort. Dans ce cadre, elle est engagée à hauteur de 59 millions d'euros dans des fonds thématiques à dimension sociale et notamment dans un fonds externe coté à hauteur de 45 millions d'euros. Ce fonds investit en capitaux propres ou en dette dans des entreprises ancrées dans l'économie sociale et solidaire. D'autres projets sont également financés par des fonds à impact sur le secteur immobilier avec, par exemple, la mise à disposition de logements d'urgence auprès d'associations luttant contre le mal-logement (Samusocial de Paris et Habitat et Humanisme).

Afin de garantir l'aspect social et solidaire de ces placements, la Banque de France privilégie les fonds labellisés dans ce domaine. Elle s'appuie notamment sur le label Finansol, créé par l'association FAIR (financer, accompagner, impacter, rassembler) en 1997, ainsi que sur le label ISR, créé par le ministère de l'Économie et des Finances en 2016.

G3 Répartition sectorielle des investissements dans des fonds non cotés à impact social, à fin 2025



³² Les obligations dites « durables » peuvent financer à la fois des activités vertes et des activités sociales.

³³ Ce chiffre inclut les investissements des portefeuilles adossés aux fonds propres et aux engagements de retraite, ainsi que les portefeuilles en euros et en devises adossés à la base monétaire.

8 Méthodologie de construction des scores ESG

Pour les émetteurs souverains, le score ESG agrège plusieurs sous-scores pondérés par leur degré de matérialité (son évaluation s'appuie notamment sur les 17 objectifs rassemblés sous le vocable « Objectifs de développement durable – ODD » établis par les Nations unies). Les données d'entrée sont issues d'institutions gouvernementales, internationales, voire non-gouvernementales. Chaque pays est ensuite noté en performance absolue par rapport au profil ESG cible. Les notes sont ensuite normalisées sur 100 à partir d'un seuil de performance ESG (*prime threshold*). Les sous-scores portent sur le champ de responsabilité des États en matière ESG (utilisation des ressources, mix énergétiques, accès à la santé, accès à l'éducation, État de droit, responsabilité de l'État, élections libres, etc.).

Pour les émetteurs privés, pour chaque secteur d'activité, le score ESG agrège une centaine de données brutes pertinentes choisies parmi une bibliothèque de plus de 700 indicateurs. Ces données permettent le calcul de scores thématiques à plusieurs niveaux d'agrégation, jusqu'au score de performance ESG global en passant par exemple par le score environnemental, le score social et celui de gouvernance.

Afin de garantir une exigence ESG minimale tous secteurs confondus, le score pondère plus lourdement les indicateurs portant sur les risques les plus matériels de chaque secteur. Ainsi, d'une entreprise à l'autre, les données d'entrée et les sous-scores disponibles ne sont pas toujours les mêmes, mais chaque niveau de score permet de comparer entre elles les entreprises notées pour une thématique donnée. Le score ESG global qui est le plus haut niveau d'agrégation offre ainsi la couverture la plus large et la plus grande comparabilité tous secteurs confondus, notamment grâce à une normalisation sur 100 à partir du seuil de performance ESG (*prime threshold*), ajusté à chaque industrie

Axe 3 : Politique de vote

Afin de remplir son rôle d'actionnaire responsable, la Banque de France exerce ses droits de vote en appliquant une politique de vote sur mesure. Elle encourage une meilleure prise en compte des thématiques liées aux risques environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) par les entreprises dans lesquelles elle investit. C'est en particulier par ce levier qu'elle entend agir sur la dimension « gouvernance » de l'ESG, en fixant des exigences sur les bonnes pratiques des entreprises en la matière. La Banque de France se donne l'objectif d'exercer au maximum ses droits de vote dans les assemblées générales des entreprises dont elle est actionnaire.

La politique de vote de la Banque de France

La Banque de France a adopté en 2019 une politique de vote intégrant des dispositions en matière de bonne gouvernance et de prise en compte des objectifs extra-financiers pour les entreprises composant ses portefeuilles. Ces dispositions portent, par exemple, sur l'indépendance et la représentation des genres dans les organes de décision, la transparence en matière d'empreinte environnementale des entreprises, ou encore la prise en compte des performances extra-financières dans la rémunération des dirigeants. Elle utilise ainsi un levier concret permettant d'encourager les émetteurs à faire évoluer leurs pratiques sur les questions ESG dans une optique de long terme. La politique de vote de la Banque de France, document disponible publiquement sur la page « [Investissement responsable](#) » de son site internet, détaille ses attentes vis-à-vis des entreprises dont elle est actionnaire.

En 2020, la Banque de France a renforcé ses exigences extra-financières en introduisant dans sa politique de vote un **volet relatif aux énergies fossiles**. Elle attend ainsi des entreprises impliquées dans ce secteur qu'elles se dotent d'un **plan de sortie totale** du charbon et des hydrocarbures non conventionnels et **s'oppose à tout nouveau projet d'extraction d'énergies fossiles**. Les dispositions prises par la Banque de France excluent toute approbation des comptes des sociétés qui ne respecteraient pas ces deux exigences.

Par ailleurs, dans un contexte où les rémunérations de certains dirigeants d'entreprise ont atteint des niveaux inédits, la Banque de France a décidé d'adopter de nouvelles dispositions pour **limiter les rémunérations excessives**³⁴ à partir du cycle d'assemblées générales de 2023. Au-delà du plafonnement de la part variable de la rémunération déjà mis en œuvre, la Banque de France s'oppose désormais aux résolutions portant sur la rémunération des dirigeants lorsque la part fixe de cette rémunération s'écarte trop fortement de la médiane observée pour les entreprises comparables.

Au total, les attentes de la Banque de France peuvent être synthétisées au travers des principes suivants, structurés par type de résolutions proposées aux actionnaires :

- **Approbation des comptes et de la gestion : intégrité de la gestion et de l'information financière et extra-financière.** À ce titre, la Banque de France souhaite la publication d'informations extra-financières relatives à la stratégie climatique des entreprises, notamment dans les secteurs à fort impact environnemental (énergie, transport, construction et bâtiment, agriculture, alimentation et produits forestiers) ;
- **Affectation du résultat, gestion des fonds propres et opérations en capital : une politique de distribution dans l'intérêt de l'investissement de long terme.** Par exemple, la Banque de France est favorable à la pratique du dividende majoré dès lors que celle-ci récompense la fidélité des actionnaires de long terme. Elle veille également à ce que les programmes de rachat d'actions restent exceptionnels et ne soient pas privilégiés par rapport aux projets d'investissement ;

³⁴ Ces dispositions ne s'appliquent pas au secteur financier en raison du statut spécifique de superviseur de l'ACPR sur ce dernier.

- **Conseil d'administration ou de surveillance : indépendance du conseil, diversité et séparation des pouvoirs.** En particulier, la Banque de France est attentive à la diversité de la composition du conseil d'administration et veille à l'équilibre des genres (au moins 40 % pour chacun). Par ailleurs, elle recommande la création d'un comité dédié aux enjeux sociaux et environnementaux, en plus des comités habituellement constitués (comité d'audit, comité de nomination et comité de rémunération) ;
- **Rémunération des dirigeants et association des salariés : transparence, cohérence et modération des rémunérations.** La Banque de France applique des exigences renforcées en faveur d'une rémunération juste, équitable et non excessive des dirigeants, notamment en exigeant que la part fixe ne s'éloigne pas trop fortement de la médiane observée pour les sociétés comparables. Le versement de la rémunération variable des dirigeants doit en outre tenir compte des performances extra-financières des entreprises, par exemple en matière de stratégie de développement durable. La Banque de France est par ailleurs favorable à l'association des salariés au capital des entreprises ;
- **Modifications statutaires et droits des actionnaires : respect des droits des actionnaires.** À titre d'exemple, la Banque de France s'oppose aux transferts de sièges sociaux dans des paradis juridiques et fiscaux ;
- **Résolutions externes³⁵ : amélioration des pratiques environnementales, sociales et de gouvernance.** En particulier, la Banque de France soutient les résolutions externes visant à réduire l'impact carbone des activités ainsi que les risques liés au changement climatique.

La Banque de France a appliqué cette politique de vote pour la première fois lors des assemblées générales qui ont eu lieu en 2020 (portant sur l'exercice comptable 2019). En 2020, la politique de vote de BDF Gestion, filiale de gestion d'actifs, a été alignée sur celle de la Banque de France.

En raison de sa fonction de superviseur et de garant de la stabilité financière, la Banque de France s'interdit de détenir en direct des actions d'entreprise qu'elle supervise (banques et assurances) afin d'éviter tout risque de conflits d'intérêts.

Statistiques de vote en 2025

En 2025, la Banque de France et BDF Gestion ont au total participé à 770 assemblées générales (AG), pour un taux de participation de 95 % sur les fonds gérés par sa filiale de gestion d'actifs, largement au-dessus de l'objectif fixé à 80 %. Des votes ont été exprimés sur plus de 10 500 résolutions, dont plus de 3 300 votes en opposition aux résolutions, soit un taux d'opposition global de près de 31 %. Ce taux d'opposition (*cf. graphique infra*) a été particulièrement élevé concernant les résolutions sur les rémunérations des dirigeants (48 %) et les programmes d'émission et de rachat de titres de capital (43 %). Une attention particulière est aussi portée aux résolutions externes déposées par les actionnaires, en faveur de la protection de l'environnement et des enjeux sociaux (74 % de vote favorable).

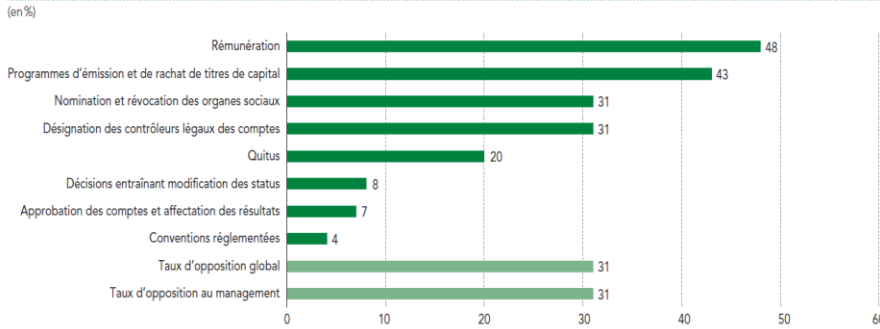
Le taux d'opposition au management³⁶ a, lui, atteint 31 %.

Pour les fonds externes (13,9 % des encours des poches actions), c'est la politique de vote des sociétés de gestion concernées qui s'applique.

³⁵ Résolutions déposées par les actionnaires eux-mêmes. Au cours des dernières années, le climat a été l'un des thèmes clés des résolutions externes.

³⁶ Le taux d'opposition au management n'inclut pas les résolutions externes déposées par les actionnaires lors de l'assemblée générale.

G1 Taux d'opposition par type de résolution en 2025



Source : BDF Gestion.

Focus sur les résolutions à caractère environnemental et social en 2025

(nombre de résolutions en unités, vote en %)

	Nombre de résolutions	Vote contre (en %)	Vote pour (en %)
Initiées par le management	72	0	100
Déposées par les actionnaires	139	26	74
Total	211	17	83

Sources : BDF Gestion et Banque de France.

Engagement actionnarial

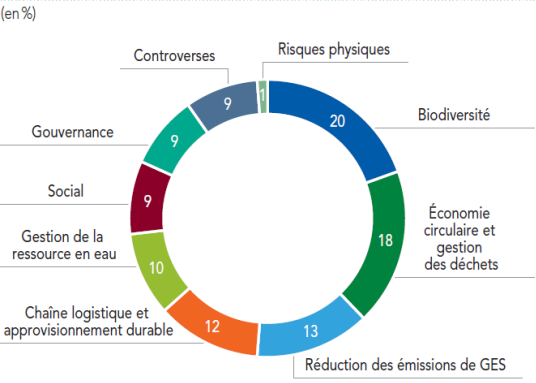
La Banque de France reconnaît le rôle de l'engagement actionnarial en tant que levier d'influence permettant d'accompagner les entreprises dans une meilleure prise en compte des enjeux de durabilité. À ce titre, elle a formalisé en 2025 une stratégie d'engagement actionnarial alignée sur les recommandations réglementaires³⁷ et les meilleures pratiques de place. Mise en œuvre par sa filiale de gestion d'actifs BDF-Gestion, cette stratégie vise à entretenir un dialogue régulier et structuré avec les sociétés en portefeuille afin d'encourager l'amélioration de leurs pratiques en matière environnementale, sociale et de gouvernance. Ce dialogue peut prendre plusieurs formes : envoi de courriers ciblés, entretien avec les équipes en charge de la durabilité et la direction de l'entreprise, vote en assemblée générale, etc.

En 2025, les actions d'engagement ont été centrées sur la prise en compte des enjeux liés à la nature. Elles se sont notamment appuyées sur les analyses qualitatives réalisées par CDC Biodiversité dans le

³⁷ Directive sur les droits des actionnaires (SRD II, *Shareholder Rights Directive II*) et article 29 de la loi énergie-climat (LEC).

cadre du fonds dédié à la biodiversité lancé par la Banque de France et le groupe Caisse des Dépôts (cf. focus 7). Les entreprises ciblées, issues de différents secteurs d'activité, respectent les critères ESG requis par la politique d'investissement responsable de la Banque de France. Toutefois, elles présentent un niveau d'intégration des enjeux liés à la nature inférieur à celui observé chez leurs pairs sectoriels. Par ailleurs, en complément des actions d'engagement prescriptif centrées sur la biodiversité, BDF Gestion a conduit des actions d'engagement proactif sur diverses thématiques liées à la durabilité, à l'occasion d'évènements ESG.

G2 Thématiques couvertes par les entretiens d'engagement actionnarial menés en 2025



Notes : GES, gaz à effet de serre.
Les controverses désignent les événements ou les accusations qui mettent en cause les pratiques d'une entreprise au regard des critères en matière environnementale, sociale et de gouvernance (ESG).
Sources : BDF Gestion et Banque de France.

Enfin, la Banque de France a renforcé cette année son suivi des actions d'engagement mises en œuvre par les sociétés de gestion externes, notamment par l'envoi de questionnaires ESG. Ces questionnaires ont pour but de mieux évaluer le degré d'intégration des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance, ainsi que les pratiques d'investissement. Ils permettent également d'orienter le dialogue avec les sociétés de gestion.