Financer l'économie circulaire

Voir les dépendances.

Financer la résilience.

Version 1.0
Novembre 2026

LIVRE BLANC
The Green CFO · 2026

The Green CFO

Aider à décider quand on ne peut pas savoir

Pourquoi ce livre blanc ?

En 2021, ma prise de conscience des limites planétaires et de la finitude des ressources a changé ma manière de lire les modèles économiques. Beaucoup d'entreprises performantes ont été construites sur des hypothèses implicites d'abondance : ressources disponibles, énergie accessible, chaînes d'approvisionnement fluides, débouchés. Ces hypothèses ont longtemps paru raisonnables. Elles montrent aujourd'hui leurs limites dans un monde plus instable, plus contraint et plus difficile à prévoir.

Cette lecture a deux conséquences. La première est écologique : beaucoup de ces modèles dégradent les conditions physiques et vivantes du système Terre, celles-là mêmes dont ils dépendent pour prospérer. La seconde est financière : un modèle peut rester performant tout en devenant plus vulnérable, à mesure que ces conditions se dégradent. Le business as usual cesse alors d'être l'option prudente par défaut ; ne pas transformer le modèle devient une prise de risque.

Pour une banque, dont le métier est le risque, la question se déplace. À la solidité financière actuelle du client s'ajoute ce dont son modèle dépend : les dépendances qui peuvent peser sur sa capacité future à rembourser, et les transformations qui peuvent les réduire. Quand la vulnérabilité tient aux ressources, à la durée de vie des produits ou à la valeur perdue en fin d'usage, les modèles circulaires, qui prolongent l'usage des produits, conservent leur valeur et réduisent le recours aux ressources vierges, font partie des réponses à instruire.

C'est ce qui explique mon intérêt pour un colloque organisé à Bruxelles fin 2022 sur le financement de l'économie circulaire. Je m'attendais à y voir la finance au cœur de la discussion. Les cas présentés étaient concrets, les besoins évidents. Une seule banque était représentée, venue des Pays-Bas. Pour un banquier convaincu de la pertinence de ces modèles, cette absence était difficile à comprendre.

Le paradoxe a pris depuis une forme plus précise. Des banques ont créé des équipes dédiées au financement de l'économie circulaire, et certaines constatent que les dossiers viennent peu. Pourquoi une banque qui s'est organisée pour financer la transformation en trouve-t-elle si peu à financer ?

Ma réponse tient en une phrase.

> Un besoin de transformation arrive rarement sous la forme d'un dossier bancable ; il dort dans le portefeuille, chez des clients dont le modèle fonctionne encore, et il faut le faire émerger avant que les ratios ne le signalent.

Ce livre blanc en propose une lecture courte. Il accompagne un guide plus complet, qui en porte le raisonnement détaillé, les cas et les sources. Il part d'une question que tout banquier sait poser à un modèle d'affaires, à condition de la déplacer d'un cran.

De quel monde ce modèle a-t-il besoin pour rester rentable ?

Hervé Hosselet · plus de trente ans en finance, risques et stratégie, dont dix-huit ans à la BIL

Cinq convictions pour changer de regard

Poser cette question, c'est regarder autrement les modèles que la banque finance déjà, avant même de chercher à financer davantage de projets circulaires. Ce déplacement de regard repose sur une thèse. La dépendance continue aux ressources vierges et la dégradation des écosystèmes fragilisent, à terme, les conditions de viabilité du modèle linéaire. Une transformation circulaire qui réduit réellement ces dépendances et conserve davantage de valeur peut ouvrir une trajectoire moins vulnérable. Elle s'instruit dossier par dossier et ne constitue pas une garantie universelle.

Elle se décline en cinq convictions, qui suivent un même mouvement : voir les dépendances que nos grilles actuelles laissent hors champ, discerner les transformations qui les réduisent, puis construire la capacité à les financer.

1. Le risque le plus sous-estimé peut se trouver dans les modèles que la banque finance déjà. Les modèles nouveaux sont examinés pour leurs fragilités ; les modèles installés bénéficient d'un historique qui peut masquer leurs dépendances.

2. La solidité future se lit aussi dans les conditions nécessaires au fonctionnement de l'entreprise. La rentabilité d'aujourd'hui dit peu de chose des ressources, de l'énergie, des chaînes et des débouchés dont elle dépendra demain.

3. La circularité devient économiquement pertinente lorsqu'elle réduit une dépendance et conserve de la valeur. C'est la dépendance réduite qui compte, pas l'étiquette. Et une transformation crée aussi des risques, qu'il faut instruire.

4. Les dépendances communes traversent les frontières sectorielles du portefeuille. Des clients de secteurs différents reposent parfois sur la même ressource ou le même intermédiaire. Ces points communs désignent des expositions à approfondir et des transformations à explorer.

5. L'incertitude impose d'apprendre en avançant. Voir, engager et savoir financer plus tôt sont trois capacités à développer de front. Chaque dossier instruit doit enrichir la connaissance de la banque, pour que les décisions suivantes soient mieux éclairées et les transformations plus finançables.

Voir plus tôt · Engager plus tôt · Savoir financer plus tôt

Le risque est déjà dans le portefeuille

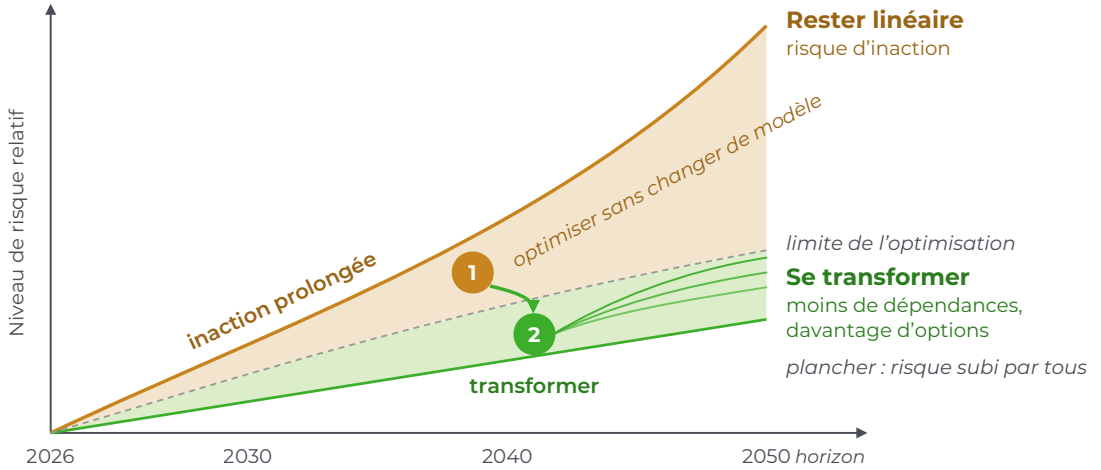
Un modèle linéaire tient sur des hypothèses que personne n'écrit dans un dossier de crédit : des ressources disponibles, des chaînes d'approvisionnement continues, des intrants substituables, des externalités peu tarifées. Tant qu'elles tiennent, le modèle fonctionne et ses ratios le confirment. Le risque apparaît à mesure qu'elles s'érodent, sans qu'un événement unique vienne le signaler.

La fragilité se loge rarement là où on la cherche. Dans un scénario de choc énergétique, une exploitation céréalière saine voit sa marge brute s'effondrer, parce que le prix de l'engrais azoté bondit sans que celui du blé ne suive. Sa dépendance passait par le gaz naturel, l'ammoniac et l'engrais, sur un maillon que son bilan ne montre pas.

Le chemin jusqu'au bilan, lui, est classique. Une pression de fond (raréfaction des ressources, dépendance aux matières critiques, durcissement réglementaire) installe un terrain de vulnérabilité. Un aléa l'active, qu'il s'agisse d'un conflit, d'une sécheresse ou d'une restriction d'exportation. L'onde passe ensuite par le coût des intrants, les ruptures et le besoin en fonds de roulement, puis atteint la marge, le cash-flow et la capacité de remboursement.

Deux trajectoires possibles pour une même organisation

Le risque augmente pour tous, mais son niveau futur dépend du modèle d'affaires



The Green CFO

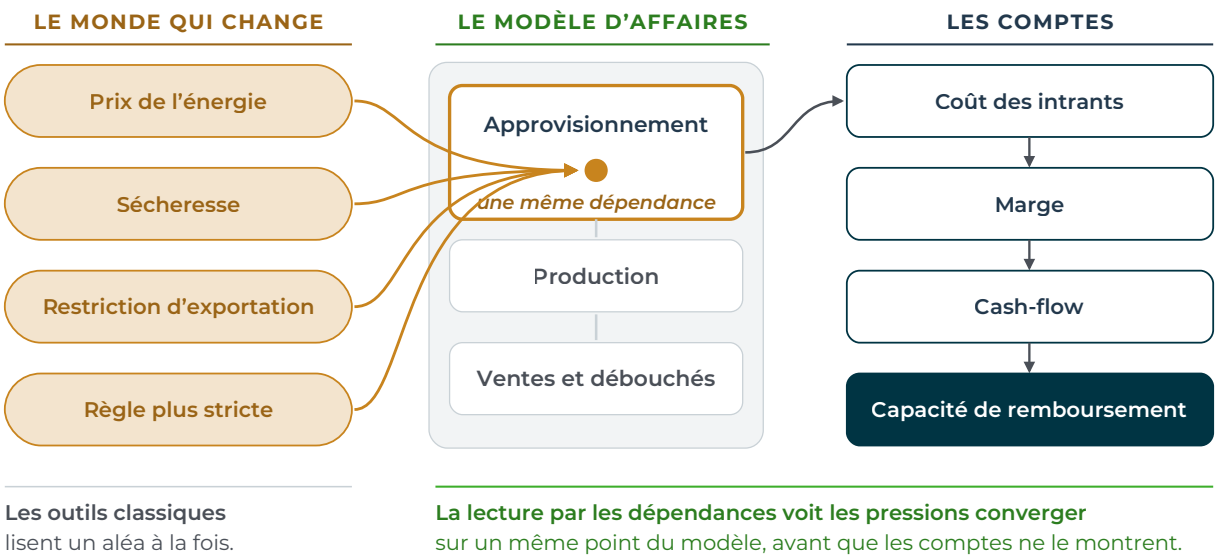
Le cône de risque. Le risque augmente pour tous, mais pas au même rythme. Le maintien du modèle linéaire est la trajectoire la plus exposée ; l'optimisation à modèle constant la contient jusqu'à une limite ; une transformation réussie, qui porte ses propres risques, ouvre des trajectoires moins risquées. Représentation conceptuelle d'une asymétrie de trajectoires, ni prévision chiffrée ni probabilité.

The Green CFO, repris du guide complet (chapitre 1).

Le cône résume cette asymétrie. Un modèle n'a pas besoin de s'effondrer pour devenir plus risqué ; il suffit que les conditions dont dépend sa rentabilité deviennent plus coûteuses, plus instables ou moins accessibles. Une transformation n'ouvre une trajectoire moins risquée qu'à une condition, celle de réduire les dépendances du modèle et de lui ouvrir des options.

Les banques n'ont pas attendu ce constat pour progresser. Stress tests climatiques, analyses sectorielles, scénarios et questionnaires ESG ont fait entrer une lecture plus prospective dans leurs dispositifs de risque.

Ces outils restent pourtant organisés par type d'aléa et adossés à l'historique. S'ils décrivent bien les états financiers observés, ils décrivent moins bien les dépendances qui conditionnent leur pérennité. Ils sont rarement calibrés pour identifier plusieurs pressions convergentes sur une même dépendance d'un modèle d'affaires.



Plusieurs pressions, une même dépendance. Des pressions de natures différentes peuvent atteindre le même étage du modèle d'affaires. Prises une à une, aucune ne suffit à alerter ; c'est leur convergence sur une dépendance qui installe la vulnérabilité, bien avant qu'elle n'apparaisse dans les comptes.
The Green CFO, d'après la structure des plateaux de lecture utilisés en formation ; schéma conceptuel.

L'apport proposé ici se situe à cet endroit : lire le modèle d'affaires et ses dépendances.

Pour le banquier, l'un des défis de cette analyse tient au décalage de calendrier. Un crédit se rembourse en cinq ou sept ans ; une transformation de modèle se construit sur plusieurs années. Le dossier passe peut-être encore aujourd'hui. La question se pose au refinancement : le client reviendra-t-il avec une trajectoire engagée, ou avec une vulnérabilité devenue plus visible et plus coûteuse à financer ?

La maturité du crédit peut être courte… celle de la transformation du modèle ne l'est pas.

DE LA VULNÉRABILITÉ À LA TRANSFORMATION

Voir la vulnérabilité ne suffit pas. Le client en a-t-il conscience ? A-t-il déjà engagé une transformation ? La banque doit ensuite en apprécier la pertinence et juger si elle réduit le risque du modèle d'affaires. →

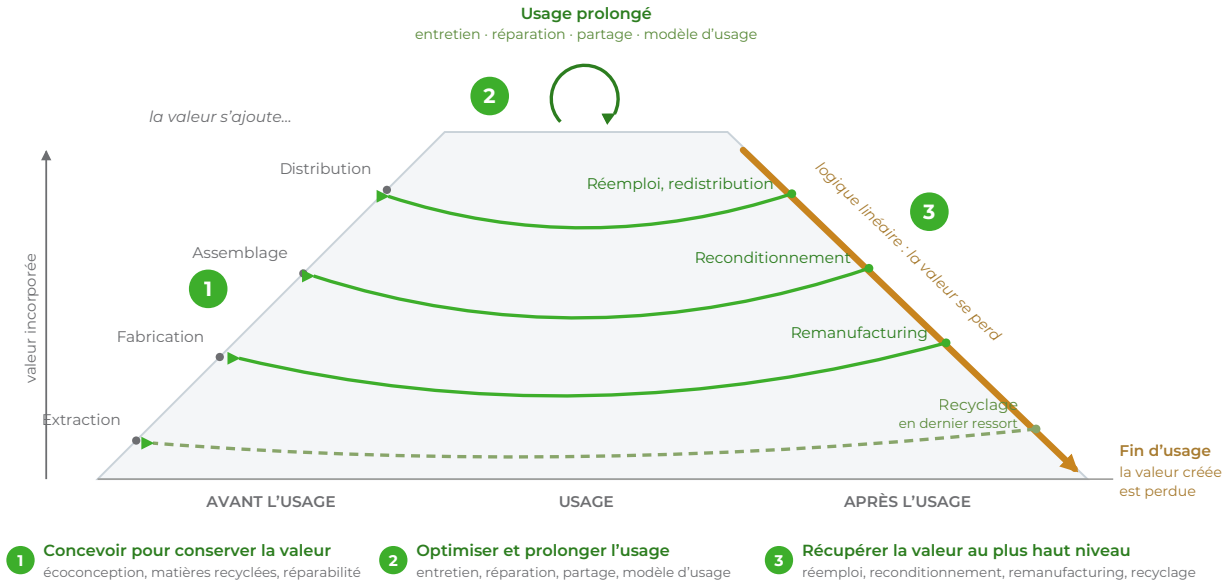
Ce que la circularité change dans l'économie du modèle

La circularité n'est pas la seule réponse aux dépendances d'un modèle. Lorsque la vulnérabilité vient d'une exposition physique, climatique ou territoriale, d'autres formes d'adaptation s'imposent. Lorsqu'elle tient à la logique matérielle du modèle (dépendance aux matières vierges, renouvellement rapide du neuf, valeur perdue en fin d'usage), la circularité agit sur le mécanisme même qui crée la dépendance.

La colline de valeur en donne une image simple. La valeur s'accumule à chaque étape, de l'extraction à la distribution. Au sommet vient l'usage. Sur le versant descendant, le modèle linéaire perd brutalement cette valeur.

La colline de valeur : où la valeur se crée, où elle se perd, où elle se conserve

Plus une boucle est haute sur la colline, plus elle conserve de valeur déjà créée ; le recyclage est la dernière.



D'après le Value Hill (Achterberg, Hinfelaar & Bocken, Circle Economy, 2016), repris dans le Circularity Gap Report 2026.

La colline de valeur. Plus une boucle intervient haut sur la colline, plus elle conserve de valeur déjà créée. Entretenir, réparer et prolonger l'usage conservent presque tout ; réemployer, reconditionner et remanufacturer conservent la valeur du produit ou du composant ; recycler ne conserve que la matière, en dernier ressort.

D'après le Value Hill (Achterberg, Hinfelaar & Bocken, Circle Economy, 2016), repris dans le Circularity Gap Report 2026 ; adaptation The Green CFO.

Cette perte a désormais un ordre de grandeur. Le *Circularity Gap Report* 2026 estime à environ 25 400 Mds€ par an, près de 31 % du PIB mondial, la valeur que l'économie linéaire perd ainsi. Le rapport le présente lui-même comme une première estimation, mais les ordres de grandeur montrent le potentiel de ces modèles.

Conserver cette valeur, c'est aussi garder en usage des matières et des composants qu'il faudrait sinon racheter. Pour l'Europe, le sujet est devenu stratégique. Le règlement sur les matières premières critiques vise pour 2030 une capacité de recyclage couvrant au moins 25

% de la consommation de l'Union en matières premières stratégiques. La Banque européenne d'investissement et la Commission estiment à environ 82 milliards d'euros par an, jusqu'en 2040, l'investissement supplémentaire nécessaire pour appliquer les politiques circulaires déjà adoptées, en plus des quelque 120 milliards investis aujourd'hui.

Pour la banque, la conséquence est concrète. Financer une transformation circulaire revient souvent à financer la conservation d'une valeur déjà créée, et plus seulement la production d'un volume nouveau. Ce qui est financé change alors de nature. On ne finance plus un bien vendu une fois, mais un système d'usage : l'actif, sa maintenance, la logistique de retour, les données et les contrats qui le font vivre.

Cette transformation ne supprime pas le risque, elle en substitue un profil à un autre. Elle échange une dépendance que la banque voit mal contre des risques plus lisibles, parce qu'ils se posent le long de la chaîne de valeur, souvent plus près de l'entreprise et davantage sous son contrôle (la qualité des flux de retour, l'adoption par les clients, la valeur résiduelle des actifs). Ces risques restent nouveaux pour la banque, qui doit apprendre à les contractualiser et à les suivre. Le risque d'une transformation circulaire s'apprécie donc en comparaison de celui du modèle qu'elle propose de remplacer.

Un premier signal, à lire avec prudence

Une étude portant sur 1 150 entreprises non financières cotées de l'Union européenne (2010-2022) associe les pratiques circulaires, prises ensemble, à un risque de défaut plus faible. Prises isolément, seuls la réduction et le réemploi le sont, pas le recyclage, plus exposé à la volatilité des matières secondaires : les leviers qui agissent sur une dépendance sont ceux qui semblent réduire le risque. Ce signal reste exploratoire. Il établit une association, pas une causalité, et ne dispense pas d'instruire chaque dossier.

Allodi & Soana, 2025. Autres travaux et Circular Risk Scorecard : guide complet, chapitre 3.

Ce qui rend un modèle circulaire finançable, c'est la dépendance qu'il réduit et la lisibilité des risques qu'il crée.

Quel profil de risque la banque choisit-elle de porter ?

Celui du modèle existant, dont l'historique rassure mais dont certaines dépendances peuvent devenir plus difficiles à tenir ? Ou celui d'une transformation qui réduit ces dépendances, mais introduit des risques nouveaux, à comprendre, à contractualiser et à suivre ?

Sans présumer que la seconde trajectoire est meilleure, la banque gagne à comparer les deux, au lieu de n'instruire que les risques de la nouveauté. Cette comparaison appelle quatre questions pour instruire le financement.

Quatre questions pour instruire le financement

- Qu'est-ce qui est financé : un actif, un usage, une matière ?
- Quelle est la nature du cash-flow : vente ponctuelle, revenus récurrents, recettes différées ?
- Quels contrats sécurisent l'opération et la coopération au long de la chaîne de valeur ?
- Quelles sûretés, et quelle valeur résiduelle documentée ? Une valeur résiduelle ne découle pas d'un potentiel de réemploi ; elle s'objective par l'état de l'actif, son historique d'usage et l'existence d'un débouché de seconde vie.

Une boucle peut fonctionner techniquement et échouer sur ces questions, faute d'un débouché durable et rentable. La filière textile européenne en donne un exemple.

FILIÈRE TEXTILE

Ce que ce cas montre : une boucle sans débouché solvable reste une dépendance.

La collecte et le tri des textiles usagés en Europe forment une boucle réelle, organisée et alimentée par un gisement abondant. Son économie reposait pourtant sur l'existence d'acheteurs à l'export pour la fripe triée. Quand ce débouché s'est contracté et que la qualité des flux collectés a baissé, la boucle a continué de tourner, mais à perte, soutenue par des aides d'urgence. Qui achète la matière secondaire, à quel prix, et pour combien de temps ?

Cas public, sources citées dans le guide complet (chapitre 3).

DU MODÈLE AU CLIENT

Reste à suivre cette mécanique sur un client, de la dépendance qu'il ne voit pas au financement qu'elle peut faire naître. →

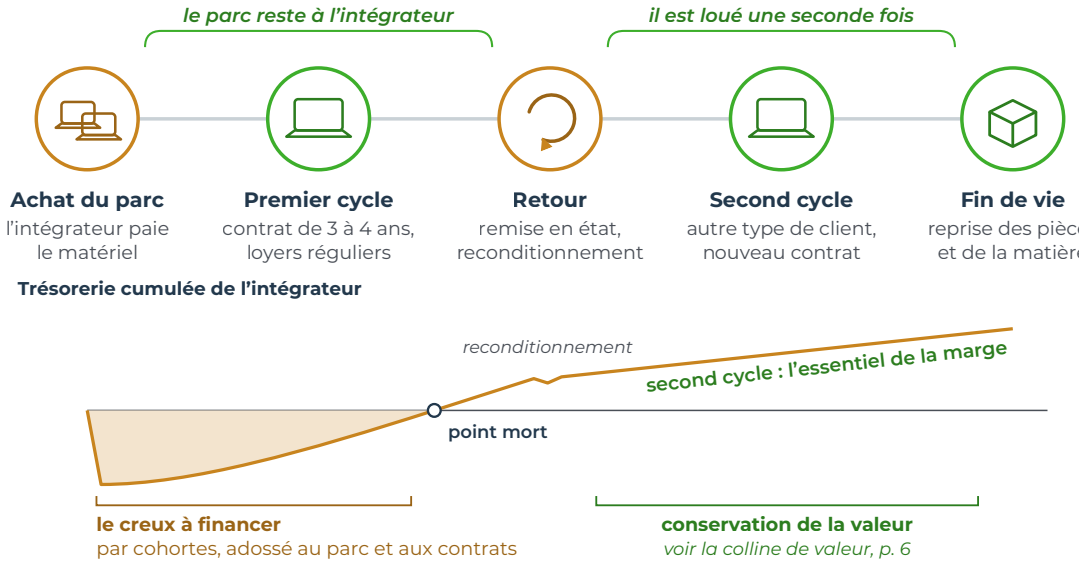
L’intégrateur IT : de la dépendance au financement

L’intégrateur informatique présenté ici est un archétype calibré sur une situation réelle puis anonymisé ; ses chiffres sont des ordres de grandeur illustratifs, conditionnels aux hypothèses retenues. Son parcours suit toute la chaîne du raisonnement.

Une dépendance que le bilan ne signale pas. L’intégrateur n’extrait aucune matière et n’opère aucune usine. Sur le papier, il n’a pas de dépendance « ressources ». Environ 27 % de son chiffre d’affaires dépendent pourtant de la revente de matériel neuf, issu d’une chaîne amont concentrée (fonderie de semi-conducteurs, cuivre extrait dans des régions sous stress hydrique, contrôles à l’export sur les composants critiques).

Un choc plausible, trois canaux. Faisons courir un choc sur cette chaîne, avec une hausse des prix catalogue répercutée seulement en partie aux clients et étalée sur plusieurs trimestres. Sous les hypothèses du cas, l’érosion de l’EBITDA serait de l’ordre de 1 à 1,5 M€ par an, sans compter l’allongement des délais de livraison ni la disponibilité du matériel. Elle passe par la marge du négoce, par les volumes des segments sensibles au prix et, avec un retard de douze à dix-huit mois, par les services que le négoce entraîne.

D’autres trajectoires. Le besoin des clients (équipement, continuité numérique, capacité informatique) ne disparaît pas. La transformation porte sur la manière de le servir : reconditionnement et réemploi, maintenance, et bascule d’une partie du négoce vers un modèle d’usage, le device-as-a-service, où le matériel reste dans un parc géré dans le temps. Pour l’intégrateur, l’intérêt dépasse la protection contre sa dépendance au neuf : une relation client plus longue, des revenus plus récurrents, de la visibilité sur le parc et la possibilité d’y vendre maintenance, renouvellement et reconditionnement.



Le device-as-a-service, un même parc sur plusieurs cycles. Loué, repris et reconditionné, le matériel sert un second type de client. Le parc se rembourse avant le retour ; le second cycle, sur un parc amorti, porte l’essentiel de la marge.

The Green CFO, d’après l’archétype de l’intégrateur du guide complet (chapitres 3 et 6) ; schéma sans échelle.

De nouveaux risques à maîtriser. L'intégrateur achète le matériel et le facture sur plusieurs années, ce qui creuse sa trésorerie d'autant plus que l'activité croît. Il doit maîtriser les contrats, les retours, l'état du parc et sa valeur résiduelle.

Le premier pas et sa montée en charge. La banque peut instruire le financement d'un premier segment, puis de sa montée en charge. Dans la trajectoire décrite, un encours de l'ordre de 8 M€ apparaît sur une activité où son engagement était quasi nul, adossé à un parc en rotation, à des contrats récurrents et à des données d'usage qui rendent le risque lisible.

Le tableau qui suit reprend ce parcours en trois temps : la situation de départ, la transformation envisagée, et ce que la banque doit instruire pour la financer.

Situation actuelle	Transformation envisagée	Ce que la banque doit instruire
Environ 27 % du chiffre d'affaires liés au matériel neuf, sur une chaîne amont concentrée	Reconditionnement, réemploi et mise en location d'une partie du matériel	Part substituable, sources de matériel reconditionné, qualité des retours
Vente ponctuelle à marge mince, qui entraîne les services	Revenus récurrents sur contrats pluriannuels	Durée et solidité des contrats, renouvellement, risque de résiliation
Besoin en fonds de roulement du négoce	Achat immédiat du parc, facturation étalée	Profil du creux de trésorerie par cohorte, instrument adapté (financement adossé aux revenus, leasing)
Matériel vendu, qui sort du modèle	Parc suivi, maintenu et repris en fin de contrat	Valeur résiduelle documentée, données d'usage, débouché de seconde vie

Tableau T1 — L'intégrateur, de la dépendance au financement. Archétype calibré sur une situation réelle puis anonymisé. La première colonne décrit la situation de départ ; les deux suivantes, des effets envisagés, non constatés. Chiffres : ordres de grandeur conditionnels, détaillés dans le guide complet (chapitre 3).

Une vulnérabilité peut faire apparaître, au-delà d'une mesure de risque, un besoin de financement nouveau.

DU DOSSIER AU PORTEFEUILLE

La chaîne amont dont dépend l'intégrateur alimente bien d'autres entreprises. Une dépendance de ce type a donc peu de raisons d'être propre à un seul client : d'autres, parfois dans des secteurs très différents, peuvent reposer sur les mêmes ressources ou les mêmes maillons critiques. La lecture gagne alors à passer du dossier au portefeuille. →

Des clients différents peuvent partager la même fragilité

Un portefeuille se lit par secteur, par géographie, par taille, par notation. La dépendance physique n'est aucun de ces axes. Une matière critique, un bassin sous stress hydrique, une fonderie, un nœud logistique ou un éditeur dominant ne figurent pas dans le découpage par lequel on mesure la diversité d'un portefeuille. Enregistrée dossier par dossier, une exposition commune passe pour une somme de particularités, que la diversification est censée neutraliser et qu'elle ne neutralise pas.

L'exploitation céréalière évoquée plus haut et un producteur laitier n'appartiennent ni au même secteur ni à la même filière. Leur marge dépend pourtant du même prix, celui du gaz naturel européen, par la même chaîne : l'ammoniac, puis l'engrais azoté.

Passer du client au portefeuille, c'est chercher ces nœuds. Un balayage large, à partir des données sectorielles et financières existantes, repère où la dépendance se concentre ; un diagnostic approfondi, conduit avec les clients prioritaires, établit ensuite leur vulnérabilité propre.

Trois niveaux restent à distinguer.

1
Détection
Une dépendance commune dit où regarder.

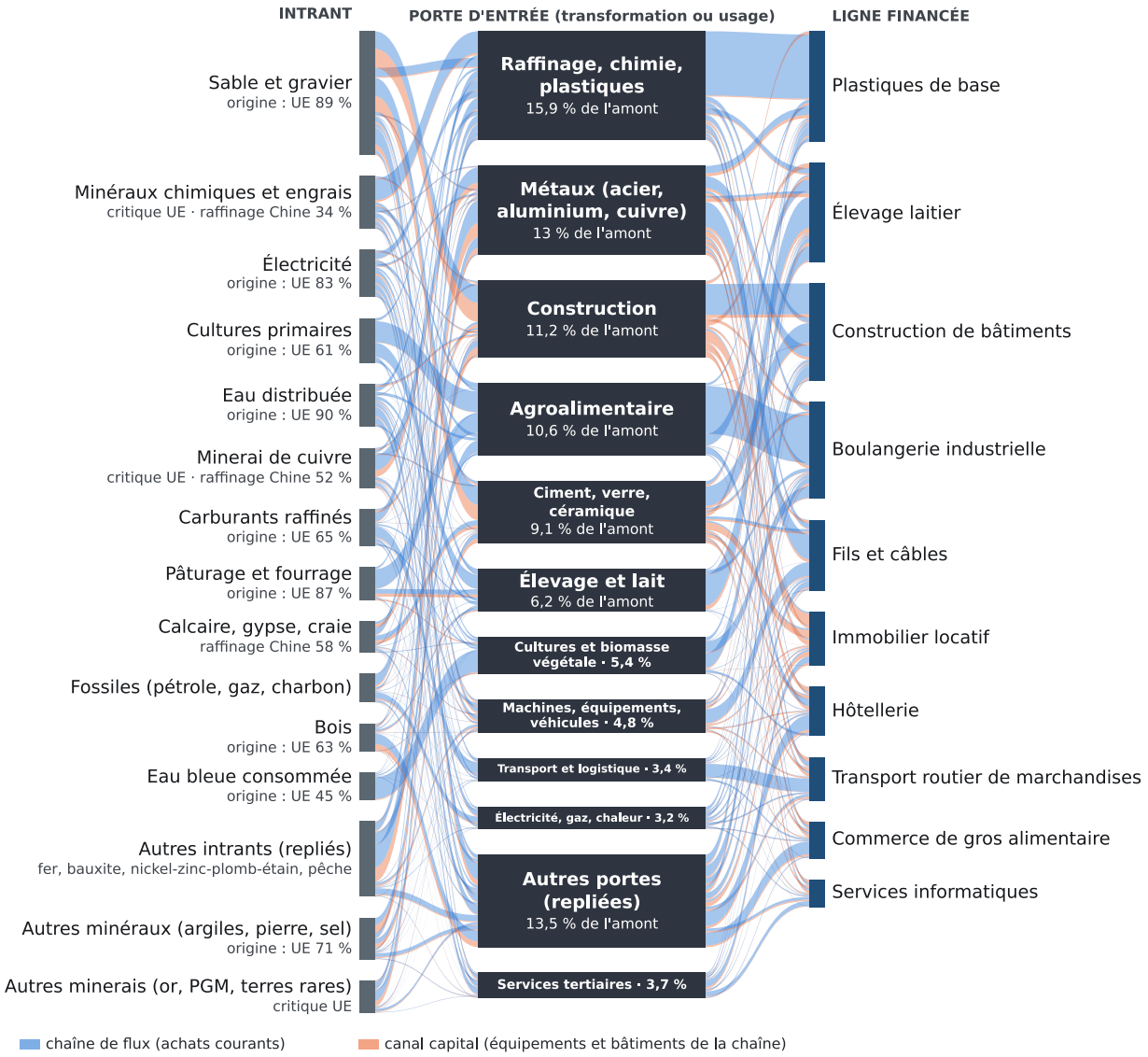
2
Vulnérabilité
Celle d'un client dépend de ses marges de manœuvre et de sa capacité d'adaptation.

3
Matérialité financière
Elle tient à l'exposition de la banque et à l'horizon de ses crédits.

La cartographie qui suit relève du premier niveau. Identifier une dépendance commune ne suffit pas à conclure au risque de crédit ; cela aide en revanche à savoir quels clients examiner en priorité, et sur quelles dépendances ouvrir le dialogue.

Cette lecture a une autre face. Chaque dépendance commune désigne aussi des transformations possibles : sécuriser un approvisionnement, substituer une matière, prolonger la durée de vie d'un parc, reboucler un flux. Elle indique où chercher les transformations qui ne se présentent pas spontanément sous la forme de demandes de financement.

Un portefeuille peut être diversifié par secteur et concentré par dépendance.



Dépendances communes dans un portefeuille fictif de 1 000 M€. À lire de droite à gauche : chaque ligne du portefeuille (à droite) remonte vers les mêmes portes de transformation amont (au centre), puis vers les intrants qui les alimentent (à gauche). Portefeuille fictif de dix lignes équipondérées (100 M€ chacune). Quatre portes de transformation amont (raffinage-chimie-plastiques, métaux, construction, ciment-verre-céramique) pèsent chacune au moins 2 % de l'amont de chacune des dix lignes. La figure fait apparaître des dépendances communes ; elle ne mesure ni un encours exposé, ni une perte, ni une probabilité de défaut.

The Green CFO, moteur propriétaire Résilience 360. Calcul sur EXIOBASE 3.8.2 (ixi, millésime 2021, CC BY-SA 4.0), canal capital Kbar (Södersten et al., CC BY 4.0), maille technologique EU27. Drapeaux CRM d'après le règlement (UE) 2024/1252 ; parts de raffinage d'après USGS Mineral Commodity Summaries 2026. Unité : ppm du flux mondial de chaque intrant. Figure reprise du guide complet (chapitre 4).

La circularité ne fait pas disparaître les facteurs communs. Une même infrastructure de collecte, un même débouché pour la matière secondaire ou les mêmes hypothèses de valeur résiduelle peuvent relier à leur tour plusieurs dossiers circulaires.

DU SIGNAL À LA CONVERSATION

Encore faut-il que ce signal devienne une conversation avec le client, et cette conversation un premier pas finançable. →

Engager : de la vulnérabilité au premier pas finançable



Une vulnérabilité détectée ne devient un besoin de financement que par le dialogue. Un dirigeant ne transforme pas son modèle parce qu'on lui a montré un risque. Il le fait lorsque trois conditions se rejoignent : le modèle actuel devient moins confortable, une alternative devient désirable, et un premier pas devient finançable et réversible (un segment testable, un pilote limité, un investissement maîtrisé, des contrats qui sécurisent les flux).

La banque ne finance donc pas « la grande transformation ». Elle finance le premier pas crédible, puis sa montée en charge, et gradue sa réponse selon la trajectoire du client. Elle accompagne tant qu'une trajectoire crédible reste possible, ajuste ses conditions quand cette trajectoire le justifie, et n'envisage le désengagement qu'en dernier recours.

Ce dialogue ne part pas d'une page blanche. Le banquier ne vient plus seulement recueillir des informations pour instruire un crédit ; il apporte au dirigeant une lecture des dépendances de son secteur et de ses vulnérabilités, qui peut l'aider à formuler une transformation qu'il pressentait sans l'avoir encore pleinement formalisée. Le client connaît son terrain et ses signaux faibles, et il est souvent plus avancé que la banque sur la transformation de son métier. L'entretien cesse d'être une collecte déclarative pour devenir une conversation sur le modèle.

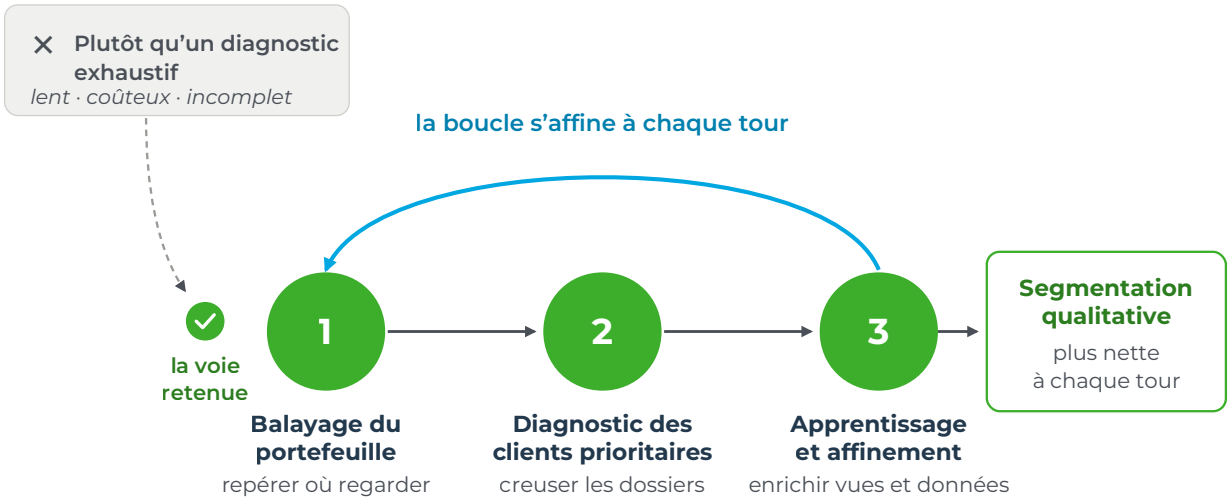
L'engagement vise un double dividende : réduire la vulnérabilité du portefeuille avant qu'elle ne se matérialise, et faire émerger des besoins de financement qualifiés. C'est une perspective à construire.

L'engagement client est le point de jonction entre la gestion du risque et le développement commercial.

> **DE LA CONVERSATION À L'APPRENTISSAGE**
>
> Une conversation peut rendre un projet finançable. Pour que l'expérience profite aux clients suivants, il reste à en faire autre chose qu'un bon dossier isolé. →

Apprendre : chaque dossier rend le suivant plus facile à lire

Chaque dialogue apprend quelque chose à la banque. La boucle d'apprentissage se loge dans les processus qu'elle possède déjà. La revue annuelle accueille quelques questions de dépendance et de capacité d'adaptation ; l'analyse crédit intègre la lecture de vulnérabilité comme facteur qualitatif ; les vues sectorielles s'enrichissent dossier après dossier ; le dialogue client rapporte ce qu'aucune base ne contient.



La boucle d'apprentissage. Le balayage du portefeuille désigne les dossiers à approfondir ; leur diagnostic enrichit les vues sectorielles et affine le balayage suivant. La segmentation qui en sort reste qualitative et se précise à chaque tour, sans exiger un diagnostic exhaustif préalable.

The Green CFO, repris du guide complet (chapitre 4).

La boucle ne se referme pas sur la seule lecture du risque. Elle garde aussi la trace des financements instruits : les instruments retenus, les contrats, les sûretés et les données qui ont rendu le risque lisible, mais aussi les refus et ce qui a bloqué. La banque apprend ainsi à financer autant qu'à lire.

Le manque de données suffisantes ne justifie pas l'attente ; il oblige à organiser l'apprentissage.

Faute d'historiques propres aux transformations, la banque ne peut pas attendre une calibration parfaite avant d'engager le dialogue, de qualifier des projets et d'expérimenter des financements proportionnés. Elle peut en revanche documenter ses hypothèses, encadrer ses engagements et conserver ce qu'elle apprend, y compris lorsque le financement n'aboutit pas. C'est ainsi que se construit la capacité de mieux décider.

> **DE L'APPRENTISSAGE AU CHOIX DE RÔLE**
>
> À mesure qu'elle apprend à reconnaître et à financer ces transformations, la banque rencontre une question qui lui est propre : la place qu'elle veut tenir pour les rendre possibles. →

Jusqu'où la banque veut-elle aller ?

Que font les banques aujourd'hui ? Elles apportent près de 40 % des capitaux levés par les entreprises pour la circularité, et plus d'un tiers de ces financements accompagne la transition d'entreprises restées linéaires, le plus souvent par des prêts verts ou indexés. Quelques établissements ont ouvert des espaces dédiés. Intesa Sanpaolo a créé dès 2018 une enveloppe de crédit et un laboratoire d'accompagnement des entreprises, et a accordé plus de 23 milliards d'euros de crédit circulaire sur ses deux derniers plans ; son plan 2026-2029 intègre désormais ce crédit dans son crédit durable. D'autres passent par leurs filiales de leasing, qui savent financer l'usage d'un équipement et organiser sa seconde vie. Pour la plupart, un projet circulaire suit le circuit d'un crédit ordinaire.

Les difficultés sont connues et les banques les nomment elles-mêmes : des modèles plus coûteux que leurs concurrents linéaires, des marchés encore peu structurés, des revenus étalés dans le temps, une valeur résiduelle difficile à estimer, des modèles de risque pensés pour des activités linéaires. Les équipes spécialisées, souvent réduites, voient arriver peu de dossiers, pendant que les transformations à venir restent invisibles dans le portefeuille.

Chaque établissement doit donc préciser sa manière de s'organiser, et d'abord jusqu'où il veut aller, ce qui revient aussi à choisir où il va chercher ses dossiers. C'est un choix de rôle. Trois profondeurs d'intervention se distinguent, selon le moment où la banque s'engage auprès du client et ce qu'elle met en jeu au-delà du crédit.

Financeur éclairé	**VOIT · QUALIFIE · FINANCE**	Lit la vulnérabilité d'un modèle, qualifie une transformation, et finance ce qui est assez stabilisé pour l'être.
Partenaire de transformation	**ENGAGE · STRUCTURE · ACCOMPAGNE**	Engage plus tôt, aide le client à structurer ses besoins et rend sa trajectoire finançable, sans la conduire à sa place.
Orchestrateur ciblé	**CONNECTE · ASSEMBLE · COORDONNE**	Intervient quand le verrou est la coordination plus que l'argent : expertise, partenaires industriels, acteurs publics, autres financeurs.

Trois profondeurs d'intervention. Trois rôles possibles auprès d'un client en transformation.
The Green CFO, cartes reprises du schéma du guide complet (chapitre 6).

Ces profondeurs ne forment pas une échelle à gravir ; une banque peut en tenir une sur un segment et une autre ailleurs.

DU RÔLE AU PREMIER PAS

Quel que soit le rôle retenu, le premier pas peut rester simple. →

Commencer avec ce qui existe déjà

Commencer ne demande ni de repartir de zéro ni d'installer un nouvel outil. La plupart des banques disposent déjà des briques nécessaires : analyses des risques physiques et de transition, questionnaire ESG, politiques sectorielles, information crédit, scénarios. Produites pour des finalités différentes, elles se parlent peu. Le premier pas consiste à les faire converger sur la contrepartie et son modèle d'affaires, puis à construire, dans le même mouvement, la capacité à lire les vulnérabilités et celle à financer les transformations.

TEMPS 1 · METTRE L'EXISTANT EN COHÉRENCE

1. **Inventorier**
   Partir de ce qui existe déjà : données, analyses, questionnaires, routines.
2. **Converger**
   Ramener les analyses à la contrepartie et à son modèle d'affaires.
3. **Voir les angles morts**
   Faire apparaître ce qu'aucune analyse ne couvre.

TEMPS 2 · APPRENDRE DU DIALOGUE CLIENT

4. **Mieux questionner**
   Poser quelques questions de dépendance, et garder les réponses.
5. **Faire émerger les motifs**
   Repérer les dépendances et les transformations qui reviennent.

TEMPS 3 · CHANGER D'ÉCHELLE ET SAVOIR FINANCER

6. **Passer à l'échelle**
   Utiliser le balayage pour savoir où regarder, quand le volume l'exige.
7. **Savoir financer**
   Apparier chaque transformation au bon instrument, et capitaliser.

Voir plus tôt · Engager plus tôt · Savoir financer plus tôt

Par où commencer ? Trois temps et sept gestes, dans cet ordre, à partir de ce que la banque a déjà construit.

The Green CFO, repris du guide complet (chapitre 6).

Un premier exercice peut porter sur un seul secteur du portefeuille. Rassembler ce que la banque en sait déjà, poser quelques questions de dépendance lors des prochaines revues, garder trace des réponses et regarder ce qui revient d'un dossier à l'autre suffit à faire apparaître les premiers motifs communs, du côté des risques comme du côté des transformations.

Dans votre portefeuille, quelles dépendances mériteraient d'être regardées avant qu'elles n'apparaissent dans les comptes ?

Ne pas construire cette capacité est aussi un choix

> Ne pas construire la capacité à financer ces transformations, c'est aussi faire une hypothèse : que les modèles linéaires pourront continuer à fonctionner suffisamment longtemps, dans des conditions suffisamment stables, pour que leur transformation puisse attendre.

Cette hypothèse peut être prise,
à condition de l'être consciemment.

Pour agir, la banque a besoin de voir assez tôt où se concentrent les dépendances, d'ouvrir le dialogue avant que la vulnérabilité ne se matérialise et d'apprendre, dossier après dossier, à financer les trajectoires qui les réduisent.

Dans un monde plus difficile à prévoir, la capacité qui compte est de préserver assez d'options pour pouvoir encore décider.

S'il ne fallait retenir qu'une question de ce livre blanc, ce serait celle-ci.

De quel monde les modèles que nous finançons ont-ils besoin pour rester rentables ?

Pour approfondir

Ce livre blanc accompagne le guide « Financer l'économie circulaire », écrit pour les banques et les acteurs du financement. Le guide complet développe le raisonnement en six chapitres. Il suit l'intégrateur d'un bout à l'autre, jusqu'à la conversation de son dirigeant avec deux banques qui ne lisent pas son dossier de la même manière, et présente d'autres cas, de la distribution alimentaire à l'élevage laitier et à la construction. Il détaille la lecture du portefeuille, les premiers résultats empiriques, les conditions de bancabilité, les niveaux de maturité des clients et les instruments adaptés à chaque stade des projets.

Le guide complet, en accès libre

Version longue, version courte et ressources complémentaires

the-green-cfo.com/lb

Statut des exemples. L'intégrateur est un archétype calibré sur une situation réelle puis anonymisé ; ses chiffres sont des ordres de grandeur illustratifs. Le producteur laitier est un cas réel anonymisé, lu à titre exploratoire, qui ne constitue ni un diagnostic ni une appréciation financière ; l'exploitation céréalière illustre un scénario de choc. La filière textile est un cas public.

Méthode. Ce document a été préparé avec l'assistance de l'intelligence artificielle. La thèse, les choix éditoriaux et leur responsabilité restent ceux de l'auteur.

Références

- Achterberg, E., Hinfelaar, J. & Bocken, N. *Master Circular Business with the Value Hill.* Circle Economy / Sustainable Finance Lab / Nuovalente / TU Delft, 2016.
- Allodi, E. & Soana, M. G. *Circular Economy and Firm-specific Risks: A Risk Management Perspective.* International Review of Financial Analysis, vol. 105, 2025, art. 104454.
- Banque européenne d'investissement & Commission européenne. *Transitioning to a circular economy: closing the investment gap in Europe.* Avril 2026.
- Circle Economy. *The Circularity Gap Report 2026 — The Value Gap.* 2026.
- Circle Economy, KPMG & IFC. *Circularity Gap Report Finance.* Juin 2025.
- Coalition Finance Circulaire & Circul'R. *Financement de l'économie circulaire : freins et opportunités.* Octobre 2025.
- Fédération bancaire européenne. *Recommendations to create robust business cases and unlock private financing for the EU Circular Economy.* Novembre 2025.
- Intesa Sanpaolo. Bilan du crédit durable et circulaire 2022-2025 ; plan d'entreprise 2026-2029. 2026.
- Règlement (UE) 2024/1252 du Parlement européen et du Conseil du 11 avril 2024 établissant un cadre visant à garantir un approvisionnement sûr et durable en matières premières critiques (Critical Raw Materials Act).
- Linder, M., Mellquist, A.-C., Vanacore, E., Hallquist, L. & Whalen, K. *Financing Circular Business Models: The Challenges of Obtaining Bank Credit for Product-as-a-Service Models.* RISE Research Institutes of Sweden.
- UNEP-FI. *Principles for Responsible Banking — Circular Economy as an Enabler for Responsible Banking.* Juillet 2024.
- IFC (World Bank Group) et al. *Harmonized Circular Economy Finance Guidelines.* Mai 2025.
- Techniques de l'Ingénieur. *Les Focus — Économie circulaire : une pratique industrielle nécessairement disruptive.* Septembre 2026 (cas « filière textile »).

© 2026 Hervé Hosselet / The Green CFO. Partage intégral autorisé avec mention de la source. Ce document propose un cadre d'analyse et de questionnement ; il ne constitue ni une recommandation de crédit ni un conseil juridique, réglementaire, fiscal ou comptable. Version 1.0, novembre 2026.

UN ÉCOSYSTÈME POUR DÉCIDER ET TRANSFORMER

Finance & résilience · Modèles circulaires & intelligence collective · IA & transformation du travail

Hervé Hosselet

Fondateur et dirigeant

Plus de trente ans en finance, risques et stratégie,
dont dix-huit ans à la BIL, l'une des trois premières banques luxembourgeoises,
où il a dirigé le contrôle de gestion et la planification financière

Partenaire stratégique de la résilience et de la transformation

Décider dans l'incertitude · Anticiper les risques · Construire des trajectoires de transformation

Hervé Hosselet est membre de deux communautés professionnelles

Hervé Hosselet

Consultant certifié Circulab
Membre de la Circulab Community

- **Économie circulaire**
- **Transformation des modèles d'affaires**
- **Intelligence collective**

Une communauté internationale d'environ 80 consultants

circulab.community

Hervé Hosselet

Consultant certifié Decision IA
Membre du Cercle Consultant Puissance IA

- **IA**
- **Transformation du travail**
- **Organisation · Capacité d'agir**

Un collectif de consultants spécialisés en IA et transformation

L'IA au service du travail et des organisations,
le jugement et la décision restant humains

decisionia.com

COMPRENDRE · EXPLORER · DÉCIDER · TRANSFORMER · APPRENDRE

Hervé Hosselet · herve@the-green-cfo.com · www.the-green-cfo.com

Guide complet « Financer l'économie circulaire » : the-green-cfo.com/lb

Et si le risque le plus sous-estimé était déjà dans votre portefeuille ?

Les banques savent analyser les risques des projets nouveaux. Mais savent-elles aussi repérer les dépendances que les modèles économiques existants ont longtemps tenues pour acquises : ressources disponibles, chaînes d'approvisionnement stables, coûts maîtrisés ?

Ce livre blanc propose de déplacer le regard.

Financer l'économie circulaire, ce n'est pas présumer que tout modèle circulaire est moins risqué. C'est apprendre à reconnaître les vulnérabilités des modèles existants, à discerner les transformations qui les réduisent et à rendre celles-ci finançables.

Du dossier individuel au portefeuille, puis au dialogue avec les clients, une conviction guide cette réflexion :

> Les besoins de financement de la transformation ne se présentent pas toujours spontanément. Ils se révèlent et se construisent.

Cette approche s'inscrit dans l'ambition plus large de The Green CFO : croiser finance, résilience, intelligence collective et intelligence artificielle pour éclairer les décisions et accompagner la transformation des modèles économiques.

Aider à décider quand on ne peut pas savoir.

The Green CFO · Hervé Hosselet
herve@the-green-cfo.com · www.the-green-cfo.com

© 2026 Hervé Hosselet / The Green CFO. Partage intégral autorisé avec mention de la source.