

# DÉPOLLUONS LA FINANCE ! RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE ET TRANSITION ÉCOLOGIQUE EN EUROPE

Gabrielle Siry-Houari

22/03/2019

**À un moment où la question des mobilisations financières en vue de remplir l'ambition de la COP21 est devenue incontournable, Gabrielle Siry-Houari, spécialiste de régulation financière, chargée d'enseignement à Paris-Dauphine et membre de l'Observatoire de l'économie de la Fondation Jean-Jaurès, explore la responsabilité des acteurs financiers dans la réussite d'une transition écologique permettant le développement d'alternatives crédibles et le passage à une économie décarbonée qui serait conforme à l'accord de Paris de 2015.**

## Introduction

La Commission européenne évalue à 180 milliards d'euros annuels les besoins d'investissements supplémentaires pour atteindre les objectifs fixés par l'accord de Paris pour 2030, comprenant une réduction de 40% de l'émission des gaz à effet de serre. La question des mobilisations financières en vue de remplir l'ambition de la COP21 est devenue incontournable. L'actuelle crise des « gilets jaunes » illustre d'ailleurs l'impasse d'une stratégie de transition reposant d'abord sur une contribution fiscale des ménages sans compensations en termes de pouvoir d'achat, à plus forte raison sur ceux les plus contraints à prendre leur voiture ou à se chauffer au fioul, faute de moyens financiers suffisants pour faire un autre choix.

En décembre 2015, l'accord de Paris a consacré l'importance de la question financière pour maintenir un réchauffement inférieur à 2°C : il faut rendre « les flux financiers compatibles avec un profil d'évolution vers un développement à faible émission de gaz à effet de serre et résilient aux changements climatiques » (article 2 §1, c). Or ce sont bien d'abord les acteurs financiers qui ont la capacité d'orienter les capitaux vers un modèle économique conforme à l'accord de Paris de 2015, permettant le développement d'alternatives crédibles et le passage à une économie décarbonée : leur responsabilité dans la réussite de la transition écologique est majeure.

Du premier Climate Finance Day, qui s'est tenu à Paris en mai 2015, au One Planet Summit de New York en septembre 2018, les événements consacrés à la « finance verte » démontrent l'attention croissante des acteurs financiers au changement climatique, qu'ils considèrent de plus en plus comme une menace non seulement pour la société dans son ensemble, mais également pour leur propre activité à court ou moyen terme. L'accord de Paris vise en effet un alignement des flux financiers avec les objectifs internationaux sur le climat, si bien que, dans tous les domaines d'activité du secteur financier – banque, assurance, investissement –, le verdissement des portefeuilles et la mesure du risque climatique progressent. Ainsi, selon l'association Climate Chance, qui a mis en place un observatoire mondial de l'action climatique des acteurs non étatiques, « depuis trois ans, au-delà de la fameuse promesse de Copenhague des 100 milliards de dollars de transfert aux pays en développement, les engagements des acteurs financiers se sont multipliés, à coups de milliards et de millions, sans qu'il soit toujours très évident de se repérer dans cette avalanche de chiffres et de promesses ».

Les associations d'investisseurs individuels ainsi que les grandes villes s'inscrivent dans le mouvement *divest-invest* qui incite à céder les participations dans les entreprises des énergies fossiles pour réinvestir dans les entreprises impliquées dans la transition énergétique. « Paris Fonds vert » finance par exemple des entreprises innovantes du domaine environnemental. Côté banques et assurances, ce sont les engagements individuels qui priment (désinvestissement du secteur du charbon, par exemple).

Ces initiatives volontaires, louables, sont toutefois loin de suffire pour faire baisser massivement les financements des énergies fossiles, qui ne diminuent pas. Plus que l'essor des financements « verts », en croissance, c'est là qu'est la priorité : tant que les secteurs polluants trouveront des financements aisément, aucune transition d'ampleur ne pourra être engagée. Cette note se concentre sur les secteurs bancaire et assurantiel, et avance des propositions de modification de la réglementation financière pour engager plus avant ces industries dans le désinvestissement des industries polluantes et l'investissement dans la transition énergétique.

C'est en Chine et en Europe que la réglementation financière en faveur du climat est la plus aboutie, mais il reste beaucoup à faire. Les progrès dans la prise en compte du risque climatique par les acteurs financiers ont certes été très importants ces dernières années et ils se poursuivent avec les travaux européens en cours, issus du plan d'action pour la finance durable de la Commission européenne adopté en mars 2018. Toutefois, les financements par le secteur financier des énergies fossiles demeurent élevés, ce qui conduit à envisager une modification de la réglementation prudentielle touchant le risque climatique.

## **Une prise en compte croissante du risque climatique par les acteurs financiers**

### **Des institutions financières de plus en plus conscientes du risque que le changement climatique fait peser sur leur activité**

C'est en 2015 qu'intervient la première reconnaissance par le président du Conseil de stabilité financière du G20 (Financial Stability Board) et gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mark Carney, des risques que le changement climatique fait peser sur le système financier. Puis, en avril 2018, il identifie dans un discours référence trois canaux par lesquels le risque climatique se transmet aux institutions financières :

- le risque physique, issu du nombre croissant d'événements climatiques sources de dommages physiques, y compris pour les institutions financières ;
- le risque de transition, qui résulte des ajustements potentiellement brutaux à une économie bas carbone (chute du prix des actifs dans les secteurs intensifs en carbone à la suite de l'adoption d'une nouvelle législation, par exemple) ;
- le risque de responsabilité, qui correspond aux demandes de réparation des dommages issus des événements climatiques (pertinent en particulier pour les assureurs).

Le risque climatique est désormais bien identifié comme un risque pour le secteur financier, poussé à mieux le comprendre et le quantifier. Les banques sont concernées du fait des prêts qu'elles accordent et des investissements qu'elles réalisent ; les assurances également, du fait de leurs investissements et des contrats d'assurance qu'elles signent avec des clients potentiellement soumis à un risque climatique qu'elles doivent évaluer pour définir le niveau approprié de primes à verser et éventuellement indemniser en cas de dommage climatique (en Europe, essentiellement des tempêtes et des inondations). La reconnaissance du risque climatique comme risque financier a aussi incité les superviseurs financiers (contrôle des banques, des assurances et des marchés financiers) à s'y intéresser. Le Conseil de stabilité financière a ainsi cherché à améliorer la transparence des entreprises dans sa prise en compte.

### **Les progrès du reporting climatique sous l'impulsion du Conseil de stabilité financière**

Le reporting climatique progresse rapidement depuis la publication en juin 2017 des recommandations de la Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD) mise en place

par le Conseil de stabilité financière. Celles-ci visent à évaluer la résilience des stratégies des établissements au regard des risques climatiques, et reprennent pour partie les obligations introduites en France par l'article 173 de la loi de transition énergétique pour la croissance verte de 2015 (comme celle de publication annuelle des modalités d'intégration des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance dans les opérations d'investissement), en y ajoutant l'incitation à utiliser des scénarios, notamment celui de limitation du réchauffement climatique à 2°C.

Plus de 280 institutions se sont engagées en juin 2018 à mettre en œuvre ces recommandations. La grande majorité des signataires sont européens, et notamment français (196).

## **Une multiplication récente des prêts et obligations verts et des standards de marché y afférents**

### **Prêts verts (green loans)**

Le marché des prêts verts se développe sous l'impulsion d'incitations publiques pour faciliter les travaux visant l'efficacité énergétique. En France, par exemple, l'éco-prêt à taux zéro, proposé par vingt banques ayant conclu un partenariat avec l'État, permet de financer des travaux de rénovation énergétique des logements. Les banques commerciales pratiquent ces prêts à conditions avantageuses pour l'emprunteur, à condition que celui-ci remplisse des objectifs d'impact environnemental, et bénéficie de subventions ou de lignes de crédit publiques. En mars 2018, la Loan Market Association et l'Asia Pacific Loan Market Association ont publié des Green Loan Principles (GLP), principes dont l'objectif est la création de standards de qualité sur ce marché. Le volume de prêts verts au niveau mondial s'élèverait à 32 milliards de dollars à la mi-2018.

### **Obligations vertes (green bonds)**

Les obligations vertes ou *green bonds* sont des obligations émises par une entreprise, une collectivité territoriale, un État ou une organisation internationale et spécifiquement destinées à financer des projets ou des activités générant un bénéfice environnemental direct.

En l'absence de standard contraignant, la dénomination d'« obligations vertes » est à ce stade à la discrétion de l'émetteur. Toutefois, deux grands standards internationaux (avec engagement des émetteurs sur une base volontaire) se sont développés dans la mesure où il importe pour les investisseurs de s'assurer de l'allocation effective des investissements vers les projets verts :

- les Green Bond Principles (GBP) de l'International Capital Market Association édictés en 2014,

- qui établissent un niveau minimum de transparence et de procédures ;
- les standards mis en place par l'organisation Climate Bonds Initiative (CBI), qui garantissent l'alignement sur l'objectif des 2°C de réchauffement climatique.

Grâce notamment à son *green bond* souverain de 7 milliards d'euros lancé en janvier 2017, la France est au premier rang européen et au deuxième rang mondial des pays émetteurs, juste derrière la Chine et devant les États-Unis. Ces encours, en croissance rapide, ne représentent toutefois qu'une faible proportion des encours mondiaux (156,8 milliards de dollars en 2018, soit environ 2% de l'encours mondial obligataire).



Source : Climate Chance, *op. cit.*, p. 11.

Malgré ces avancées, les financements verts restent faibles. Ils représentent aujourd'hui moins de 15% des crédits bancaires syndiqués, moins de 1% des portefeuilles des investisseurs et moins de 2% du marché obligataire en valeur. En outre, la question de savoir si les investisseurs sont prêts à accepter un rendement moindre pour investir dans du vert fait encore débat. Le rendement auxquels les investisseurs sont prêts à renoncer pour investir dans des obligations vertes plutôt que des obligations conventionnelles, du fait de préférences pro-environnementales, a été estimé à 0,02%, soit un niveau très faible. Le rendement des obligations vertes reste donc le critère déterminant pour le développement.

Des progrès peuvent être attendus du renforcement des obligations de transparence et de suivi des investissements verts (informations relatives à la destination des fonds investis), sur lequel travaille notamment la Commission européenne.

## **Une évolution de la réglementation qui incite à une prise en début de désinvestissement des énergies fossiles par le secteur financier**

### **Des efforts aux niveaux européen et français pour accroître l'offre de produits verts**

En mars 2018, la Commission européenne a publié son plan d'action pour la finance durable. Ce plan mentionne l'objectif de « réorienter les flux financiers vers des investissements durables », jugeant que « chaque acteur de la société a un rôle à jouer » dans le respect de l'accord de Paris signé par l'Union européenne, y compris le système financier. Ce plan reprend notamment deux idées soutenues par le secteur financier lui-même : la publication d'informations sur la prise en compte des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance par le secteur financier et la mise en place de standards et labels pour les actifs verts. Par ailleurs, le projet de loi Pacte (Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises) pourrait être l'occasion d'introduire l'obligation pour le secteur financier de proposer des produits verts à ses clients.

### **Des obligations d'information inspirées de l'article 173 de la loi de transition énergétique**

En matière de publication d'informations sur la durabilité, la réflexion de la Commission se fonde notamment sur l'article 173 de la loi française de transition énergétique pour la croissance verte de 2015. Celle-ci qui impose une publication annuelle des modalités de prise en compte, dans la politique d'investissement, de critères relatifs au respect d'objectifs environnementaux, sociaux et de gouvernance. Parmi les informations relatives aux objectifs environnementaux doivent notamment figurer la façon dont les risques climatiques sont pris en compte, notamment la mesure des émissions de gaz à effet de serre associées aux actifs détenus, la contribution au respect de l'objectif international de limitation du réchauffement climatique et l'atteinte des objectifs de la transition énergétique et écologique. Les établissements publient cette information soit dans leur rapport annuel, soit dans un rapport spécifique « article 173 ». En outre, la Commission européenne envisage de modifier la réglementation pour imposer aux assureurs (ainsi qu'aux entreprises d'investissement) de renforcer les obligations d'information de leurs clients sur la base de leurs préférences sociales et en matière d'environnement.

### **Des standards en cours de développement pour les obligations vertes**

Un groupe de travail technique de la Commission européenne travaille à l'élaboration d'une taxonomie européenne des produits financiers verts. Cette taxonomie devra permettre de guider le choix des investisseurs ainsi que les travaux en cours au sein des institutions européennes. L'objectif de la Commission est d'« établir un langage commun pour la finance durable [...] afin de définir ce qui est durable et d'identifier les domaines dans lesquels les investissements durables peuvent avoir la plus forte incidence ». Sur la base de ce système de classification de l'UE, des

labels seront créés pour les produits financiers verts afin de permettre aux investisseurs d'identifier les investissements respectant certains critères environnementaux, comme ceux de faible émission de carbone.

### **L'obligation, en France, de proposer des titres verts aux clients des établissements financiers**

Un amendement déposé dans le cadre du projet de loi Pacte, mais retiré depuis, prévoyait l'obligation pour certaines institutions financières de proposer l'investissement dans des fonds verts à leurs clients en 2022.

**Proposition n° 1 : avancer la date d'obligation pour le secteur financier de proposer des produits verts à leurs clients.** Ces produits pourraient par exemple être obligatoirement proposés **dès 2020** après la fin des travaux de la Commission européenne sur la taxonomie, afin d'éviter une remise en cause de cet engagement par un prochain gouvernement.

Une telle obligation pourrait contribuer à développer l'offre de produits verts et à permettre la définition d'une doctrine des investisseurs en la matière, en s'appuyant sur la taxonomie de la Commission européenne. À l'heure actuelle, c'est surtout le label dit ISR (Investissement socialement responsable), attribué par le ministère de l'Économie et des Finances, qui fait office de référence. Cependant, si l'orientation des flux vers les produits verts est susceptible de progresser dans les années à venir, cela ne présage en rien de la diminution des financements des énergies fossiles.

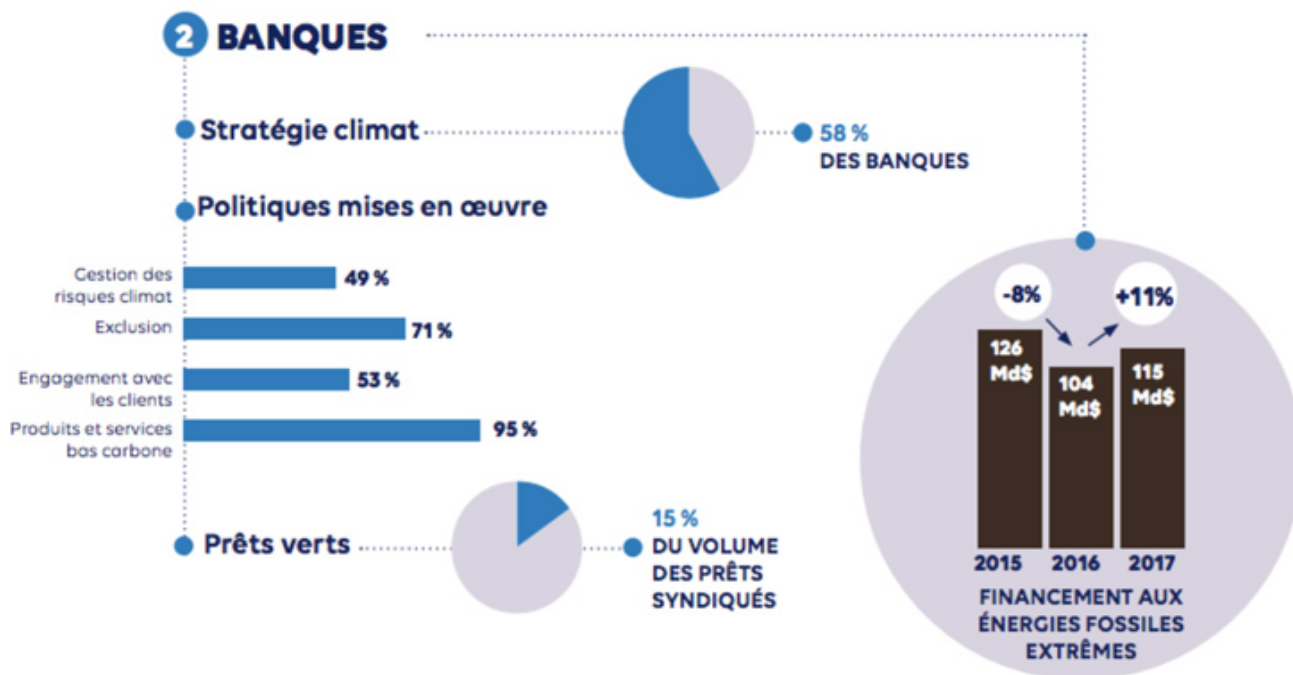
## **Le secteur financier continue de financer massivement les énergies fossiles, ce qui représente un risque pour celui-ci et pour le climat**

### **Un mouvement de désinvestissement volontaire des secteurs polluants a débuté, mais celui-ci est insuffisant**

Sur le modèle du fonds souverain irlandais qui n'investira plus du tout dans les énergies fossiles (décision du parlement irlandais de juillet 2018) ou du fonds souverain norvégien qui exclut désormais les investissements dans le secteur du charbon, les engagements unilatéraux d'établissements financiers se multiplient. Lors du Climate Finance Day, qui s'est tenu à Paris en novembre 2018, certains grands acteurs financiers ont annoncé leur intention de désinvestir des montants importants de certains secteurs comme ceux du charbon et des sables bitumineux.

De manière générale, l'exclusion du secteur du charbon est un levier d'action privilégié, en

cohérence avec l'accord de Paris dont la réussite passe d'abord, selon les scénarios énergétiques, par l'arrêt des capacités de production électrique fondées sur le charbon. Quelques grands assureurs mondiaux appliquent désormais des politiques d'exclusion du charbon, que ce soit dans leur politique d'investissement ou leurs activités d'assurance.



Source : Climate Chance, *op. cit.*, p. 10.

Les banques et assurances européennes, et notamment françaises, sont les plus avancées. Cependant, au niveau mondial, seuls 10% environ des assureurs s'engagent sur cette voie. Les stratégies d'exclusion sectorielle sont surtout privilégiées en Europe. En Amérique du Nord, ce sont d'autres méthodes d'intégration des « facteurs ESG » selon la terminologie européenne (facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance) qui sont préférées (engagement actionnarial ou stratégie *best-in-class* qui consiste à sélectionner les meilleurs émetteurs dans leur secteur d'activité), et le mouvement est très lent côté bancaire.

Pourtant, de telles opérations d'exclusion sectorielle, si elles se généralisaient, pourraient provoquer un déclin du prix des actions des entreprises concernées et avoir un véritable effet d'allocation des capitaux vers les entreprises favorisant la transition énergétique. Toutefois, à l'heure actuelle, ces politiques de désinvestissement n'entraînent pas de difficulté d'accès au capital pour les entreprises polluantes. En outre, une fois le désinvestissement réalisé, toute la capacité d'influence qui existe en tant qu'actionnaire, appelée *stewardship* (la possibilité



d'échanger avec la direction de l'entreprise par exemple, ou le droit de vote en assemblée générale...), est perdue. Le risque est donc, en particulier dans le contexte actuel d'abondance de liquidités au niveau mondial après des années de politiques monétaires accommodantes des banques centrales, que les investisseurs vertueux qui décident de désinvestir de certains secteurs soient simplement remplacés par des investisseurs moins regardants.

## **Une attention portée par les superviseurs financiers aux investissements des établissements dans les énergies fossiles**

### **Des financements en hausse en 2017**

L'étude *Banking on Climate Change*, publiée chaque année par un collectif d'ONG, détaille le financement des secteurs de l'énergie fossile fortement nuisibles à l'environnement par les trente-six plus grandes banques mondiales. Ces secteurs sont ceux du charbon (mines et centrales électriques à charbon), des sables bitumineux, des forages profonds et de l'exportation de gaz naturel liquéfié.

Alors que ces financements avaient connu une baisse de 8,2% en 2016 par rapport à 2015, ils ont connu une hausse de 11% en 2017 (cf schéma supra). Si cette hausse est surtout manifeste pour les sables bitumineux, elle concerne aussi le charbon.

### **Un sujet d'intérêt pour les superviseurs financiers**

La priorité pour le climat consiste donc à réduire les financements des secteurs et activités non compatibles avec l'accord de Paris. Au-delà des objectifs de réorientation des flux fixés par la Commission européenne, une question est de savoir s'il est du rôle du superviseur financier de se préoccuper de la politique environnementale des établissements financiers. Dans certains domaines, cette compétence découle de la réglementation : l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) veille ainsi au respect des obligations qui découlent de l'article 173 de la loi de transition énergétique pour la croissance verte pour les banques et assurances, conformément à l'article 3 du décret du 29 décembre 2015.

Pour le reste, du point de vue du risque financier, les risques physiques et de transition sont mal connus, malgré de premières publications de la part de superviseurs européens. Ainsi, une récente étude de l'ACPR montre que la transition vers une économie bas carbone expose les assureurs à des risques non négligeables, du fait du risque de dépréciation des actifs lié à la tendance à la baisse de la demande dans les industries polluantes (risque de transition). Selon l'ACPR, à la fin de 2016, entre 10% et 20% de l'ensemble des titres détenus seraient ainsi émis par des entités issues de secteurs exposés ou potentiellement exposés à des politiques de transition. Michel Aglietta et

Étienne Espagne parle même de risque systémique climatique. Selon les deux économistes, fragilités financière et climatique s'alimentent mutuellement. La mise en place de tests de résistance climatiques (*stress tests* climatiques), régulièrement évoquée, permettrait d'avoir une idée plus précise de l'impact d'événements climatiques sur le secteur financier.

Le sujet du financement de ces industries est donc pertinent du point de vue de la supervision financière, d'autant que les conclusions de diverses études tendent à montrer un lien positif entre la prise en compte des facteurs ESG et la performance à long terme des portefeuilles. Quant aux stratégies de désinvestissement et d'exclusion, celles-ci ne semblent pas conduire à un déficit de performance, malgré la baisse de la diversification des portefeuilles qui peut intervenir temporairement.

## **Le renforcement de la gouvernance des institutions financières et l'instauration d'un malus prudentiel en fonction de l'impact environnemental des investissements**

### **La gouvernance, un levier intéressant pour réorienter les investissements**

Une consultation publique sur l'intégration des critères ESG par le système de gouvernance des assureurs a été lancée par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles. La gouvernance est un levier pertinent pour orienter les investissements vers la transition énergétique à deux égards. D'une part, du point de vue de l'organisation de l'établissement, une meilleure évaluation et une meilleure prise en compte des risques climatiques peuvent être encouragées par des obligations supplémentaires imposées à la politique de gestion des risques, par exemple pour l'assurance. D'autre part, les compétences des salariés et administrateurs ainsi que les incitations *via* la politique de rémunération, par exemple, peuvent jouer un rôle.

**Proposition n° 2 :** enrichir les critères RSE utilisés dans les systèmes de rémunération, notamment pour le calcul de la performance collective (intéressement, participation) par des indicateurs de maîtrise des risques environnementaux. De tels critères pourraient aussi entrer en ligne de compte dans la définition de la rémunération variable des dirigeants et administrateurs (par exemple, une partie de la rémunération des administrateurs pourrait être conditionnée au suivi de formations de sensibilisation).

### **La mise en place d'un système de malus prudentiel**

Pour éviter que les investisseurs vertueux qui décideraient de désinvestir de certaines énergies fossiles soient simplement remplacés par des investisseurs moins regardants, c'est l'ensemble des investisseurs qu'il faut pouvoir toucher. Une mesure prudentielle visant à couvrir les risques de transition et physiques liés aux investissements nuisibles à l'environnement et touchant l'ensemble

des acteurs financiers européens pourrait ainsi changer la donne.

La réglementation prudentielle impose une certaine quantité de capital qui ne peut être investie librement et dont la possession par les établissements financiers est vérifiée par le superviseur financier afin de s'assurer qu'ils peuvent faire face à leurs risques. Elle peut être un outil puissant pour orienter les investissements. Si la Commission européenne réfléchit actuellement à un « facteur de soutien vert » qui viendrait minorer le capital réglementaire des banques lorsqu'elles financent un investissement « durable », ce capital réglementaire requis pourrait être alourdi en cas d'investissements dans les énergies fossiles (facteur pénalisant les investissements nuisibles à l'environnement dits « bruns » ou *brown penalizing factor*). La définition de ce qui constitue un produit vert pourra s'appuyer sur les travaux de la Commission européenne alors que la définition de ce qu'est un investissement « brun » pourrait correspondre à l'impact carbone de celui-ci (certaines entreprises comme Carbone 4 ont développé des méthodologies d'évaluation).

**Proposition n° 3 :** mettre en place un malus pour les investissements « bruns » (*brown penalizing factor*). Lors du Climate Finance Day en novembre 2018, Bruno Le Maire a exhorté les banques françaises à cesser de financer les mines et centrales à charbon. Une telle mesure prudentielle serait de nature à rendre effective et concrète cette exhortation.

Certains établissements financiers, comme Natixis, ont volontairement institué un système interne pondérant plus fortement le risque des actifs « bruns » et moins fortement celui des actifs « verts ». Cela témoigne de l'intérêt que pourrait avoir le secteur lui-même à une réglementation plus stricte dans ce domaine, qui correspond aux attentes sociales, et notamment celles de leurs clients.

## Conclusion

Malgré les progrès en matière de prise en compte des objectifs climatiques internationaux issus de l'accord de Paris par le secteur financier, encouragés par la reconnaissance du risque climatique en tant que risque financier à part entière, les financements élevés maintenus en faveur des énergies fossiles compromettent l'atteinte de ces objectifs. Une modification de la réglementation prudentielle renchérissant le coût de ces investissements et allégeant celui de ceux venant financer la transition énergétique pourrait changer la donne.

Ce sont aussi les autres dynamiques à l'œuvre au sein du secteur financier qui devront être évaluées à l'aune des objectifs climatiques : quel rôle pour l'innovation financière, par exemple ? La « FinTech verte » (abréviation de « finances » et « technologies » pour désigner les entreprises

innovantes utilisant la technologie pour repenser les services bancaires et financiers) est un domaine émergent (services de conseils automatisés intégrant les critères ESG, financement participatif de projets durables). De grands progrès, notamment dans les technologies de stockage des données financières, aujourd'hui très consommatrices d'énergie, sont à attendre d'innovations dans ce domaine. Toutefois, certaines innovations comme la *blockchain*, cette technologie de stockage et de transmission d'informations fonctionnant sans organe central de contrôle, sont ambivalentes. Alors que cette technologie pourrait être utilisée pour mieux tracer les investissements verts et ainsi renforcer la crédibilité des *green bonds*, elle est en réalité très coûteuse pour la planète du fait de son caractère énergivore, d'où l'urgence de la réduction de son empreinte environnementale, si cette technologie devait poursuivre son développement.