

Les limites des engagements climat volontaires des acteurs financiers privés

La finance privée ne financera pas la transition sans un engagement plus fort des pouvoirs publics

Paris,
Décembre 2022

Auteur : Michel **Cardona**

Avec la contribution du programme European Union LIFE



RÉSUMÉ EXÉCUTIF

- ▶ **Depuis plusieurs années, et particulièrement depuis la COP26, beaucoup d'attention et de temps ont été consacrés aux engagements volontaires des acteurs financiers privés. Pris dans le cadre d'initiatives internationales, ces engagements doivent en principe permettre de mobiliser la finance privée au profit de la transition vers une économie neutre en carbone.**
- ▶ **Mais ces initiatives se heurtent à des obstacles structurels puissants qui limitent leur efficacité. Si elles sont utiles et doivent être encouragées, il ne faut pas attendre de ces initiatives plus qu'elles ne sont en mesure de faire de manière réaliste. En effet, si elles peuvent accompagner les acteurs de l'économie réelle déjà engagés dans la transformation de l'économie, elles ne sont pas à même d'apporter une contribution plus déterminante à la transition.**
- ▶ **Ce constat conduit à appeler à un engagement plus fort des pouvoirs publics. Comme pour les autres agents économiques, un tel engagement sera indispensable pour mobiliser la finance privée au profit d'une transition rapide et ordonnée.**

A entendre les déclarations faites par Mark Carney¹ à la COP26, la Glasgow Financial Alliance for Net Zero - GFANZ – une coalition volontaire inédite de 500 acteurs financiers avec 130 trilliards de dollars d'actifs – avait vocation à changer la donne en matière de financement de la transition vers une économie neutre en carbone.

Peut-on vraiment se reposer principalement sur cette approche volontaire ? La réponse présentée dans ce Point Climat est négative. Certes, ces initiatives sont portées par des personnes réellement engagées en faveur de la transition et elles sont utiles. Mais il ne faut pas trop attendre de ces initiatives pour mobiliser les acteurs financiers privés en faveur de la transition en raison des limitations intrinsèques à leur efficacité. Au contraire, une

approche basée prioritairement sur un engagement fort des pouvoirs publics paraît indispensable.

Cet engagement public doit s'appuyer sur une large palette d'instruments parmi lesquels figure la réglementation financière dont le rôle est incontournable s'agissant des acteurs financiers.

Une première section analyse ce que l'on peut attendre de manière réaliste des acteurs financiers pour financer la transition. La deuxième section présente les raisons pour lesquelles les initiatives privées volontaires ne peuvent jouer un rôle déterminant en dépit du volume impressionnant des actifs gérés par les acteurs ayant pris ces engagements. La troisième section revient sur le rôle déterminant des pouvoirs publics pour mobiliser la finance privée.

¹ « The core message today is that the money is there, the money is there for the transition, and it's not blah blah blah » United nations UN News 3 November 2021.

1. QUE PEUT-ON ATTENDRE DES ACTEURS FINANCIERS PRIVÉS DANS LA TRANSITION ?

Avant de s'interroger sur ce que l'on peut attendre des initiatives volontaires des acteurs privés, il est nécessaire de clarifier le rôle des acteurs financiers privés dans le financement de la transition.

1.1. Que signifie mobiliser les acteurs financiers privés pour financer la transition ?

Cela revient indirectement à s'interroger sur le rôle de la finance dans l'économie. Une conception basée sur la neutralité totale de la finance – qui se limiterait à financer les besoins exprimés par les agents économiques – ne correspond pas à la réalité. La situation est plus complexe. Les acteurs financiers doivent bien sûr accompagner et satisfaire les demandes exprimées par les agents économiques. Mais les acteurs financiers, et tout particulièrement certains d'entre eux (cf. infra), jouent aussi un rôle proactif pour orienter l'économie. C'est le cas notamment lorsqu'ils sélectionnent les activités durables ou

les entreprises en transition à financer au regard des risques et des opportunités qu'ils présentent en fonction de leur appréciation des perspectives d'évolution de l'économie (potentiel d'une innovation technologique, possibilité d'une évolution structurelle d'un marché, etc.).

En ce qui concerne plus particulièrement la transition, les acteurs financiers doivent certes accompagner la demande de financements exprimée par certaines entreprises vertueuses pour décarboner les activités ou mettre au point des solutions climat. Mais ils doivent aussi inciter les autres entreprises à engager rapidement la transition de leurs activités qui peuvent être décarbonées ou à réduire voire à cesser les activités qui ne pourront pas être suffisamment décarbonées. Les acteurs financiers ne doivent pas le faire seulement par engagement pour la cause climatique ou par philanthropie mais d'abord dans leur propre intérêt à long terme². C'est en effet indispensable pour limiter leurs risques résultant du changement climatique – y compris celui de voir leur responsabilité engagée devant les tribunaux – et pour multiplier les opportunités de rentabilité future.

POUR FINANCER LA TRANSITION, LES ACTEURS FINANCIERS DOIVENT :

CESSER DE FINANCER CERTAINES ACTIVITÉS ÉMETTRICES

FINANCER DES ACTIVITÉS DURABLES

FINANCER LA DÉCARBONISATION DE L'ÉCONOMIE

@I4CE_

Pour « financer » la transition vers une économie neutre en carbone, les acteurs financiers doivent en fait exercer – sur le plan analytique – trois rôles différents³ :

- cesser de financer les activités fortement émettrices qui ne pourront être décarbonées (charbon, gaz, pétrole, moteurs thermiques, industrie plastique, etc.)⁴ et gérer la sortie progressive de ces activités (notamment en identifiant et en finançant l'arrêt des actifs échoués) ;
- financer, pour permettre ou faciliter, des activités d'ores et déjà durables (les énergies renouvelables par exemple) ou « facilitantes » ou encore le développement de « solution climat » (comme les infrastructures pour la mobilité électrique ou l'hydrogène à faible teneur en carbone par exemple) ;
- financer, pour permettre ou faciliter, la décarbonation d'entreprises opérant dans les secteurs économiques les plus émetteurs (agriculture, ciment, acier, voitures, etc.),

la rénovation énergétique des bâtiments (logements, tertiaires, etc.) mais aussi l'ensemble des autres secteurs économiques qui seront indirectement affectés par la transition (tourisme, santé, etc.)⁵.

Financer la transition, ce n'est donc pas seulement apporter des financements supplémentaires pour des « solutions climat » (qui souvent se traduit par l'idée d'une niche consacrée à la « finance verte »). C'est en fait la quasi-totalité des financements qui doivent-être redirigés ou adaptés pour remplir les trois rôles qui viennent d'être identifiés.

Ce financement devra être apporté par des acteurs publics et des acteurs privés. Le financement public (non seulement les financements budgétaires directs mais aussi via les banques publiques d'investissement, les banques de développement, les participations étatiques, les agences publiques, etc.) a un rôle primordial à jouer : il est le mieux placé pour financer les

2 Même si cela peut vouloir dire de renoncer à court terme à des rendements financiers plus élevés.

3 Même si en pratique ces rôles peuvent partiellement se superposer.

4 Selon les analyses tant du GIEC que de l'IAE, l'arrêt de la production de charbon devra être totale tandis qu'une exploitation résiduelle du pétrole et du gaz naturel restera nécessaire au terme de la transition.

5 Ces secteurs n'ont pas un impact structurel sur l'environnement et n'ont donc pas de changement de modèles d'affaire structurels à opérer. Mais ils doivent néanmoins adapter leurs pratiques et activités à la transition, adaptation rendue possible par les changements des acteurs les plus impactés (par exemple, le secteur social et médico-social, l'éducation, l'administrations, etc.).

projets trop risqués et fournir la finance « patiente » pour les projets à long terme ou moins rentables que les rendements exigés sur les marchés financiers⁶. Dans les économies émergentes ou en voie de développement, le financement public a un rôle plus important à jouer car la proportion des projets risqués est plus élevée. Mais compte tenu des montants d'investissement nécessaires et des contraintes de financement pesant sur le secteur public dans tous les pays, le financement privé sera nécessaire tant dans les économies développées que dans les autres.

La question est de savoir comment mobiliser la finance privée le plus rapidement et le plus complètement.

1.2. Quel rôle peuvent jouer les différents acteurs de la « finance privée » dans la transition ?

La finance privée a donc un rôle actif à jouer pour mobiliser des financements en faveur de la transition. Mais ce rôle dépend de la typologie des activités de financement existantes au sein de la finance privée.

1.2.1. Les acteurs financiers ont des rôles différents dans le financement de l'économie

Il faut distinguer schématiquement entre deux types de finance⁷.

D'une part, la **finance « primaire »** qui apporte aux agents économiques (entreprises non financières, ménages, etc.) des fonds pour financer de nouveaux investissements. Dans cette catégorie de finance, on retrouve les activités suivantes :

- le crédit, distribué par les banques, est le vecteur principal de la création monétaire et il augmente le volume des financements accordés aux acteurs économiques (sauf lorsqu'il s'agit simplement de refinancement de crédits déjà existants)⁸ ;
- le capital investissement qui apporte des capitaux à des entreprises qui ne peuvent accéder ni aux marchés financiers ni au crédit bancaire compte tenu de leur taille et/ou de la nature risquée de leurs projets ;
- le marché financier primaire (c'est-à-dire les émissions de nouvelles actions ou de nouvelles obligations) lorsque ces nouveaux fonds permettent d'augmenter le volume de financements disponibles (et pas simplement le remboursement de titres venant à l'échéance).

D'autre part, la **finance « secondaire »** qui est en quelque sorte « un marché de l'occasion » d'actifs financiers déjà existants et qui n'apporte pas de financements supplémentaires à l'économie réelle (mais seulement aux acteurs financiers). Dans cette catégorie, on retrouve :

- le marché secondaire des actifs financiers (c'est-à-dire les échanges d'actions et d'obligations déjà existantes) qui est un jeu à somme nul : pour qu'un actif soit acheté par un acteur, il faut qu'il soit vendu par un autre. Et pour

l'entreprise émettrice des titres, il n'y a pas d'impact direct résultant de ce changement de détenteurs de ces titres. Ainsi, les politiques d'exclusion ou de désinvestissement n'ont pas d'impact direct sur les entreprises non financières et les études empiriques peinent à démontrer l'existence d'un impact indirect significatif via les prix (sauf en cas d'initiative collective de grande ampleur). Sur le marché secondaire, on retrouve les principaux acteurs des marchés financiers : investisseurs pour leur propres compte (fonds souverains ou organismes d'assurance par exemple) ou pour le compte de tiers (fonds de pension par exemple) et les gestionnaires de portefeuilles ;

- le crédit bancaire quand il refinance des crédits préexistants (qu'il s'agisse de renégociation de taux d'intérêt ou de roulement de dette avec extension de la maturité).

Cette typologie de la finance ne doit pas occulter le rôle des activités d'assurance proprement dite. Celles-ci viennent en effet en support des activités puisque la plupart des entreprises doivent avoir une assurance pour exercer. Par l'évaluation du risque réalisée au moment de déterminer la prime d'assurance, les assureurs peuvent orienter un secteur vers une meilleure prise en compte des risques environnementaux et donc agir sur la transition. Ils peuvent également avoir un impact en cessant d'assurer certaines activités (sur les énergies fossiles par exemple).

Certains acteurs financiers n'interviennent que dans un compartiment de la finance (par exemple les acteurs du capital investissement sont par nature dans la finance « primaire »). D'autres acteurs au contraire peuvent intervenir dans les deux compartiments (par exemple un investisseur peut souscrire à une nouvelle émission de titres financiers ou racheter des titres existants sur le marché secondaire).

1.2.2. Chaque type de « finance » a un rôle différent à jouer dans la transition

Les finances « primaire » et « secondaire » ont toutes les deux un rôle à jouer dans la transition. Ces rôles sont nécessaires mais ils sont différents. Il ne faut simplement pas se tromper ou se leurrer sur ce que l'on peut attendre de l'une et de l'autre.

La finance « primaire » a l'impact direct le plus important sur la transition car elle apporte des capitaux supplémentaires pour rendre possibles des projets nouveaux (projets verts ou projet de décarbonation) ou au contraire cesse de le faire (arrêt du financement de nouveaux projets d'extension d'énergie fossile par exemple). Elle répond au critère d'additionnalité qui est considéré par la grande majorité des experts comme nécessaire pour qu'un acteur financier ait un « impact » sur la transition⁹ : c'est-à-dire qu'il finance un projet qui autrement n'aurait pas été financé et donc modifie in fine le montant des émissions de GES dans l'économie réelle.

On peut donc attendre des acteurs de la finance « primaire » qu'ils remplissent vis-à-vis de la transition la totalité des trois rôles de la finance privée tels qu'ils sont définis dans la typologie présentée dans la section 1.1.

6 « Le capital patient. Un horizon pour la France et pour l'Europe » A. Bouzidi et al. Terra Nova mai 2016.

7 Voir par exemple « L'illusion de la finance verte » d'Alain Grandjean et Julien Lefournier – Mai 2021.

8 Dans le cas des prêts immobiliers pour l'acquisition de biens immobiliers anciens, le volume des financements augmente mais ils s'appliquent à un stock d'actifs réels existants. Leur impact est donc différent mais loin d'être négligeable dans le cas de la transition. Ces prêts immobiliers peuvent en effet être une opportunité pour renforcer les opérations de rénovation énergétique.

9 Voir par exemple « Can sustainable investing save the world? Reviewing the mechanisms of investor impact » J. Kolbel et al. – Organisation & Environment 2020 ou « The guide to classifying the Impact of an investment » Impact Management Project 2018.

En conséquence, les banques et les sociétés de capital investissement ont un rôle primordial à jouer dans ce domaine. C'est également le cas des acteurs (investisseurs et gestionnaires de portefeuilles notamment) qui interviennent sur les émissions de nouveaux actifs financiers (actions et obligations).

Par contraste, la finance «secondaire» n'a pas d'impact direct sur la transition au sens de l'additionnalité car elle ne finance pas d'actifs nouveaux mais «refinance» seulement des actifs financiers déjà existants¹⁰. Elle ne peut en conséquence remplir en totalité les trois rôles définis dans la typologie précédente ; sa contribution est nécessairement plus limitée même si elle reste utile. On peut seulement attendre des acteurs de la finance «secondaire» les fonctions suivantes :

- faire pression sur les entreprises qui exercent des activités qui doivent être abandonnées ou fortement réduites (notamment dans le secteur des énergies fossiles). Mais les moyens pour exercer cette pression font débat¹¹ : il existe en effet des interrogations très fortes sur l'impact sur l'économie réelle (c'est-à-dire le niveau des émissions des entreprises non financières) des opérations de désinvestissement pratiqués par certains acteurs des marchés financiers¹². Le moyen à privilégier paraît désormais être la politique d'engagement (accompagnée nécessairement d'une stratégie d'escalade¹³) des acteurs financiers auprès des entreprises non financières pour faire pression sur elles (via un dialogue ou des votes lors des assemblées générales). Ces politiques d'engagement peuvent avoir un impact sur le comportement des entreprises mais, sans le levier direct sur le financement, il est long et difficile à mettre en place (notamment parce qu'il nécessite une coordination entre les différents détenteurs de titres) ;
- accompagner indirectement la décarbonation d'entreprises et/ou le développement d'activités facilitantes et/ou soutenables. En effet, la détention de titres peut assurer à une entreprise cotée (via un cours boursier dynamique et donc attractif) d'avoir un accès facilité à des conditions de financement avantageuses sur les marchés de capitaux et ainsi continuer de financer la transformation déjà engagée de son modèle d'affaires. Ce faisant, les acteurs financiers accompagnent – et ne freinent pas – la transition engagée par les entreprises non financières. On notera que c'est ce que l'on peut attendre en définitive de la plupart des initiatives privées prônant l'alignement de leurs portefeuilles avec une trajectoire 1,5°C ou 2,0°C ou avec la neutralité carbone¹⁴, notamment celles poussées par les investisseurs regroupés désormais dans la GFANZ (cf. infra).

Il convient d'insister sur les conséquences à tirer en matière d'indicateurs pertinents à mettre en place pour suivre les actions des différents types de finance. De fait, des instruments spécifiques sont nécessaires pour évaluer la mobilisation des différents acteurs financiers :

- pour les acteurs de la «finance secondaire», les indicateurs globaux d'évaluation de l'alignement¹⁵ – au-delà des multiples questions posées sur le plan méthodologique – visent d'abord à mesurer la cohérence des portefeuilles financiers avec l'évolution de l'économie en matière de transition¹⁶. Il en est de même dans une grande mesure des indicateurs mobilisés pour évaluer la trajectoire des acteurs financiers vers la neutralité carbone (réduction de l'empreinte carbone des portefeuilles et de l'intensité carbone des entreprises financées). Ainsi, les indicateurs associés à la mesure d'impact/de contribution devront ici porter sur la politique d'engagement, d'organisation d'actions menées en coalition, la stratégie d'escalade et la politique de vote et de désinvestissement. Un processus de suivi, de reporting et de vérification doit être associé à chacune des catégories précédentes ;
- pour les acteurs de la «finance primaire», ces indicateurs d'alignement ou de neutralité carbone ne permettent pas d'évaluer la contribution réelle apportée au regard de ce qu'ils sont en mesure de faire (cf. infra). Il faut alors privilégier deux aspects : d'une part, l'analyse de la qualité et du suivi des instruments utilisés (en priorité les plans de transition qui permettent d'appréhender l'ensemble de la stratégie et des moyens mobilisés par les acteurs financiers¹⁷) ; d'autre part, des indicateurs d'impact (par exemple l'évolution de la structure du portefeuille au regard de la taxonomie européenne, la part des portefeuilles immobiliers qui ont bénéficié d'un financement pour la rénovation énergétique en comparaison avec les objectifs nationaux en la matière, ou encore la part des financements accordés à des entreprises ayant pris des engagements crédibles – validés par des tiers – en faveur de la transition et effectivement mis en œuvre).

10 Les travaux réalisés par les acteurs de la Place financière de Paris sous l'égide de Finance for Tomorrow sur la Finance à impact ont retenu trois piliers pour caractériser cette démarche : l'intentionnalité, l'additionnalité et la mesure. Sur cette base, ces travaux estiment que le marché français de l'investissement à impact s'élevait à 4,4 milliards d'euros fin 2019 en incluant des prêts et des actifs non cotés mais également des actifs cotés qui répondent à la définition retenue. En tout état de cause, il s'agit d'un «marché de niche» qui ne remet pas en cause l'idée que les activités de la finance secondaire n'ont dans leur très grande majorité pas d'impact direct sur la transition. – «Définition de la Finance à impact» Groupe de Place Impact – F4T Septembre 2021.

11 Voir par exemple une analyse récente du rôle respectif des politiques d'exclusion, de désinvestissement et d'engagement : «Making Finance consistent with climate goals ?» New Climate Institute November 2022.

12 Les actions cédées dans le cadre d'une opération de désinvestissement sont en effet acquises nécessairement par d'autres intervenants qui sont le plus souvent moins scrupuleux vis-à-vis du climat que les acteurs financiers cédants.

13 «Barriers to Impact – Exploring barriers to the implementation of impactful climate actions by Asian Financial Institutions» WWF 2DII December 2021.

14 La neutralité carbone peut être défini comme un état où les émissions résiduelles de CO₂ équivalent sont séquestrées de façon permanente de telle sorte que la concentration de gaz à effet de serre dans l'atmosphère soit stabilisée.

15 Ces indicateurs mesurent l'alignement des portefeuilles à une trajectoire de température, en général 1,5°C ou 2,0°C. Les scénarios utilisés comme référence ne correspondent pas nécessairement à une situation de neutralité carbone.

16 Voir par exemple «The alignment cookbook: a technical review of methodologies assessing a portfolio's alignment with low-carbon trajectories or temperature goal» – J. Raynaud *et al.* – ILB août 2020.

17 Voir par exemple «Intégrer une obligation de plan de transition bancaire au sein du Pilier 2» J. Evain et C. Calipel – I4CE Avril 2022.

LES RÔLES DIFFÉRENCIÉS DES ACTEURS FINANCIERS DANS LA TRANSITION

	La finance « primaire »	La finance « secondaire »
Définition	Apporte aux agents économiques des financements supplémentaires pour réaliser de nouveaux investissements	Refinance des actifs financiers existants sans financements directs supplémentaires à l'économie réelle
Activités couvertes	<ul style="list-style-type: none"> - Capital investissement - Crédit bancaire - Marché financier primaire 	<ul style="list-style-type: none"> - Marché secondaire des actifs financiers - Refinancement de crédits bancaires préexistants
Impact sur la transition	Impact le plus important sur la transition au sens de l'additionnalité (rend possibles des projets nouveaux)	Pas d'impact direct sur la transition au sens de l'additionnalité
Rôles à jouer	<ul style="list-style-type: none"> - Cesser de financer les activités fortement émettrices, - Apporter de nouveaux financements aux entreprises « soutenables » et aux solutions « climat » - Financer de nouvelles opérations de décarbonation des entreprises 	<ul style="list-style-type: none"> - Faire pression sur les entreprises exerçant des activités qui doivent être abandonnées ou transformées - Accompagner le financement, notamment en améliorant leur attractivité, des entreprises déjà engagées dans la transition
Indicateurs de suivi	<ul style="list-style-type: none"> - Stratégie climatique (dans l'octroi de crédit ou dans l'investissement dans le marché primaire) et définition d'un plan de transition crédible - Indicateurs d'impact concernant la réduction du financement des activités nuisibles, le financement des activités durable et celui de la décarbonation 	<ul style="list-style-type: none"> - Evaluation de l'alignement ou de la neutralité carbone des portefeuilles financiers - Politique d'engagement et d'escalade, actions menées en coalition et politique de vote

@I4CE_

Pour finir, un apparent paradoxe doit être souligné : ce sont les acteurs qui sont surtout impliqués dans la finance secondaire qui sont les plus engagés et actifs dans la « finance responsable », avec des capitaux gérés d'un montant considérable, alors même que leur potentiel d'impact est le plus limité. Ainsi, à titre d'exemple, le récent rapport du CDP¹⁸ indique que sa campagne Science Based Target a été soutenue par 27 % des gestionnaires de portefeuille et des investisseurs du GFANZ, mais par seulement 6 % des banques de la NZBA.

Ce paradoxe conduit à s'interroger sur l'impact réel que l'on peut attendre des initiatives volontaires d'acteurs financiers privés.

18 "CDP Science-Based Targets Campaign: Final progress report: 2021-22 campaign" CDP September 2022.

2. LES INITIATIVES VOLONTAIRES NE SUFFIRONT PAS À MOBILISER LA FINANCE PRIVÉE

La période récente s'est caractérisée par l'émergence d'un grand nombre d'initiatives privées dont l'objet affiché est de conduire les différentes catégories d'institutions financières à fournir les besoins de financements requis par la transition vers une économie neutre en carbone. Ainsi, en mai 2019, IIGCC¹⁹ lançait la Paris Aligned Investment Initiative (PAII) pour permettre aux investisseurs de s'aligner sur les objectifs de l'Accord de Paris et en septembre 2019 un autre groupe d'investisseurs créait la Net Zero Asset Owner Alliance (NZAOA) pour entraîner les investisseurs vers la neutralité-carbone. Ce mouvement a atteint son apogée et touché tous les acteurs financiers avec la création par Mark Carney en avril 2021, en amont de la COP26, de la Glasgow Financial Alliance for Net Zero – GFANZ qui réunit au sein de 7 alliances adhérentes²⁰ un grand nombre de grandes institutions financières gérant une quantité considérable de capitaux (à Glasgow, annonce de 500 institutions financières gérant 130 trilliards de dollars d'actifs).

Mais il faut résister à l'illusion de penser que ces initiatives privées volontaires seront une force déterminante pour mobiliser les acteurs financiers privés à la hauteur de ce qui est nécessaire. Elles se heurtent en effet à différentes limitations qui, malgré les montants considérables de fonds mobilisés sur le papier, réduisent fortement leur efficacité.

2.1. Le caractère volontaire de ces initiatives

Le caractère volontaire de ces initiatives se traduit par plusieurs faiblesses.

En premier lieu, ces initiatives venant de différentes catégories d'acteurs financiers ont fixé elles-mêmes leur approche, leurs objectifs, leurs indicateurs, etc. Cette démarche se traduit par :

- **une grande hétérogénéité des méthodologies utilisées qui souffrent de nombreuses faiblesses** : scénarios de transition plus ou moins ambitieux, scopes d'émissions couverts (en particulier absence totale ou partielle du scope 3), objectifs fixés sur des métriques différentes, prise en compte des mécanismes de capture et de stockage de carbone, prise en compte des mécanismes de compensation (« off setting »), etc. ;

- **des niveaux d'ambition réels discutables** : recours aux objectifs le plus souvent en termes d'intensité carbone plutôt que de réduction réelle des émissions de GES financées²¹, hypothèses trop optimistes sur l'utilisation des techniques de capture et de stockage de carbone, absence fréquente d'objectifs en termes de réduction du financement des énergies fossiles, etc.

Ces caractéristiques ont été bien analysées par différents observateurs²². Ces analyses restent largement pertinentes même s'il faut reconnaître que les initiatives, notamment sous l'égide de la GFANZ, se sont efforcées de corriger certaines faiblesses et que les approches retenues désormais sont plus globales (cf. le rôle des plans de transition préconisés pour aller vers la neutralité carbone : financer i) les entreprises déjà alignées, ii) les solutions techniques nécessaires à la transition, iii) la transition des entreprises émettrices de GES et iv) la sortie organisée et progressive des actifs fortement émetteurs)²³.

En second lieu, ces initiatives volontaires ne peuvent par construction « sanctionner » les membres qui ont adhéré à leurs engagements mais ne les mettent pas en œuvre. Il leur sera donc impossible d'assurer que les engagements pris sont effectivement atteints et les initiatives devront se reposer sur l'efficacité de la « discipline de marché » pour espérer la mise en œuvre des engagements.

Enfin, les membres de ces initiatives ont un pouvoir de pression pour réduire les engagements qui leur paraissent excessifs. Ces initiatives sont ainsi structurellement poussées à trouver des accords sur les propositions les « moins disantes ». Cette réalité a été illustrée par la menace récemment agitée par plusieurs grandes banques américaines de se retirer de la GFANZ au motif que certains engagements pris en matière d'énergies fossiles leur faisaient courir un risque d'action judiciaire devant les tribunaux américains au titre de la loi anti-trust. Cette menace a conduit la GFANZ à prendre ses distances par rapport à l'initiative des Nations Unies « the Race to Zero » en raison des objectifs fixés par cette dernière en matière de réduction des financements aux énergies fossiles²⁴.

La dernière publication de la Net-Zero Insurance Alliance illustre cet assouplissement des recommandations et des engagements de membres^{25,26}.

Le récent rapport du HLEG de l'ONU²⁷ présenté lors de la COP27 devrait renforcer encore ce fossé, en clarifiant les

19 The Institutional Investors Group on Climate Change.

20 Net Zero Asset Owner Alliance, Net Zero Banking Alliance, Net Zero Asset Manager, Net Zero Insurance Alliance, Paris Aligned Asset Owners, Net Zero Financial Service Providers Alliance et Net Zero Investment Consultants Initiative.

21 Dans tous les cas de réduction (intensité ou absolue), ce sont des émissions financées et donc la question se pose de savoir si cela conduit à une réduction des émissions de GES dans l'économie réelle ou si cette réduction des émissions financées est due à une réallocation du portefeuille. Voir la section 2.2.

22 "It's not what you say, it's what you do" Reclaim Finance November 2021 – "The problem lies in the net" Finance Watch June 2022.

23 "2022 Progress Report" GFANZ.

24 La campagne Objectif Zéro, lancé en 2021 par les Nations Unies, mobilise plus de 11.000 acteurs non étatiques pour soutenir la mise en œuvre de la neutralité carbone par des actions immédiates et rigoureuses. En juin 2022, elle a précisé que ses membres s'engageaient à réduire et sortir des financements aux énergies fossiles avec notamment l'engagement de ne plus financer de nouvelles exploitations, y compris pour le charbon.

25 "Net Zero Insurance Alliance Target-Setting Protocol", version 1.0 for public consultation, October 2022.

26 « Pour éviter toute ambiguïté, les membres de NZIA ne sont pas tenus de poursuivre leur relation avec NZIA et, bien que ce document puisse proposer des mesures générales et des meilleures pratiques sur la manière de fixer et de poursuivre des objectifs individuels, les membres de NZIA resteront, à tout moment, libres de déterminer et de mettre en œuvre leurs stratégies de décarbonisation respectives de manière indépendante et unilatérale. »

27 "Integrity matters: Net Zero commitments by businesses, financial institutions, cities and regions" United Nations' High-Level Expert Group November 2022.

conditions à respecter pour se prévaloir d'un engagement Net-Zéro, notamment :

- des engagements pour mettre fin à la dépendance et au soutien de tous les combustibles fossiles, y compris les « nouveaux approvisionnements en gaz naturel et les exportations de GNL », sans limitation ni échappatoire. Les plans « Net-Zéro » ne doivent pas soutenir l'expansion des combustibles fossiles ;
- l'adhésion à des associations professionnelles engagées sur la réalisation de la trajectoire de 1,5°C sans dépassement ou avec un dépassement limité ;
- la non prise en compte des crédits carbone dans les réductions d'émissions intermédiaires nécessaires pour atteindre une trajectoire zéro net.

Faute de respecter les conditions d'un engagement Net-Zéro, les membres du GFANZ seront donc taxés de greenwashing.

2.2. L'inadéquation de cette approche aux différents rôles des acteurs financiers

Les initiatives, en particulier celles rassemblées au sein du GFANZ, prennent en compte dans leur méthodologie respective des différences entre les activités des différents acteurs financiers (investisseurs, gestion de portefeuille, banque, organismes d'assurance, etc.). Mais l'approche retenue par ces différentes initiatives ne prend pas en compte les rôles différents de la finance primaire et de la finance secondaire.

Le débat public sur les initiatives s'est focalisé jusqu'à maintenant sur les méthodologies imparfaites utilisées par les initiatives et sur leurs niveaux réels d'ambition. Mais plus fondamentalement, il faut s'interroger sur l'approche retenue : quelle est la pertinence du concept de « neutralité carbone » pour une entreprise financière ? Ce concept – dont les conditions ont été précisées par le GIEC dans son rapport²⁸ de 2018 – ne prend sa pleine signification qu'au niveau de la société et de l'économie dans son ensemble. Sa déclinaison au niveau d'une entreprise doit être faite avec prudence comme l'a indiqué l'ADEME²⁹. Il apparaît en effet qu'une entité individuelle ne peut être neutre en carbone toute seule : elle peut essentiellement « contribuer » à la transition vers une économie neutre en carbone³⁰. Pour une entreprise non financière, cette contribution se concrétise principalement via la réduction de ses propres émissions de GES ou de celles d'autres acteurs qu'elle permet à travers son activité.

Mais qu'en est-il pour les acteurs financiers ? La quasi-totalité de leurs émissions sont du niveau 3 (« scope 3 »), c'est-à-dire qu'elles ne proviennent pas de leurs propres activités mais des clients qu'elles financent (les « émissions financées »). Quelle est la meilleure contribution que les entreprises financières peuvent faire pour la transition : est-ce simplement de réduire les émissions financées (sans se poser la question de savoir si cette réduction correspond bien à une réduction

des émissions dans l'économie réelle ou à une simple réallocation du portefeuille) ou est-ce de financer la transition de l'économie elle-même qui ne se traduit pas nécessairement – et en tout cas rapidement – par une réduction des émissions financées³¹ ? Il est clair que l'on attend des acteurs financiers qu'ils jouent ce dernier rôle, quitte à renoncer transitoirement à une réduction de leurs émissions financées.

Au surplus, cette déclinaison du concept de neutralité carbone a été faite d'abord par et pour les acteurs des marchés financiers (investisseurs et gestionnaires d'actifs). Ces approches et méthodologies ont ensuite été appliquées aux autres acteurs financiers (notamment les banques et les activités d'assurance). Ceci a été fait sans prendre en considération les rôles différents joués par ces acteurs financiers (cf. **section 1** de cette note).

En définitive, cette approche par la neutralité carbone s'applique surtout aux acteurs de la finance « secondaire » dont on a vu que leur rôle dans la transition était par nature relativement limité. Ces méthodologies visent en fait plus à « accompagner » la transformation des acteurs non financiers qu'à avoir un réel impact sur la transformation. Elle vise à faire évoluer les acteurs des marchés financiers au rythme de la transformation de l'économie et si possible créer un « signal-prix » pouvant faciliter l'accès au financement des entreprises qui sont déjà engagées dans la transition. Il est donc illusoire d'en attendre plus.

A contrario, cette approche paraît insuffisante pour inciter les acteurs de la finance « primaire » (notamment les banques) à jouer le rôle plus actif qui doit être le leur dans la transformation de l'économie.

2.3. Les obstacles structurels à l'efficacité des démarches volontaire des acteurs financiers

Des caractéristiques intrinsèques aux marchés financiers au sens large empêchent les acteurs financiers de se transformer rapidement et d'agir proactivement pour la transition.

Ceux-ci sont en effet confrontés à une double contradiction :

- la prise en compte du couple rendement-risque prévaut actuellement dans la décision des acteurs financiers par rapport aux autres considérations. Or il y a une contradiction intrinsèque à vouloir agir proactivement en faveur de la transition tout en cherchant à maintenir les rendements financiers corrigés du risque actuellement attendus sur les marchés financiers. En effet, il faudrait renoncer à des activités très profitables à court terme au profit de financements plus incertains et dont la rentabilité serait moindre et parfois plus lointaine, sans oublier le risque de faire apparaître des actifs échoués. Pour surmonter cette contradiction, les acteurs financiers tendent plus à accompagner l'évolution anticipée de l'économie (notamment lorsque les nouvelles activités ont atteint une phase de maturité qui assure une bonne rentabilité) que d'agir proactivement en faveur de la transition ;

28 «Special Report on Global Warming of 1.5°C» IPCC 2018.

29 Avis de l'ADEME –« La neutralité carbone » Mai 2022.

30 « 10 Principes pour une stratégie climat d'entreprise » Net Zero Initiative Juin 2022.

31 «Les engagements Net-Zéro doivent prioriser l'impact» S. Bendahou I4CE Octobre 2022.

- de multiples analyses académiques et l'expérience des marchés montrent que les décisions des acteurs financiers sont marquées par un très fort biais en faveur du court-termisme (même chez les acteurs qui devraient avoir un horizon de plus long terme). Or ce court-termisme des acteurs financiers est en contradiction avec l'horizon de moyen et long terme qui caractérise la transition³².

Ces caractéristiques conduisent le marché à financer l'économie telle qu'elle existe plus que l'économie du futur. Cela privilégie une analyse centrée sur les performances passées avec l'objectif de les répliquer à court terme, d'autant que les coûts sont moindres pour financer des transactions déjà connues et maîtrisées. Or financer la transition est intrinsèquement différent du financement d'autres activités : elle présente en effet une incertitude fondamentale et un horizon de long terme. Il est donc particulièrement difficile pour les mécanismes de marché d'internaliser seuls les externalités liées au changement climatique. En d'autres termes, le marché seul ne peut résoudre ces défaillances majeures et une intervention publique est nécessaire.

Les contradictions mentionnées s'incarnent pour les acteurs des marchés financiers dans une acception trop étroite de la responsabilité fiduciaire qui leur incomberait et qui se contente de maximiser le rendement financier corrigé du risque à court terme. Cet argument de la responsabilité fiduciaire, basé sur un calcul de risque qui n'intègre pas actuellement le risque climatique, sert ainsi trop souvent de prétexte à la poursuite des pratiques anciennes de financement³³. Si les autres acteurs financiers (comme les banques ou les assureurs) sont par nature peu sous l'emprise de la responsabilité fiduciaire, ils sont confrontés à l'exigence actionnariale de la création de valeur qui leur impose aussi de maximiser à court terme les rendements financiers (en particulier les dividendes versés). L'ensemble des acteurs financiers sont ainsi prisonniers des taux de rendement élevés attendus par les investisseurs qui limitent leurs investissements durables.

2.4. Une approche par les risques de court terme qui ne permet pas de couvrir l'intégralité des enjeux ni leur importance

Les initiatives volontaires internationales des acteurs financiers retiennent une approche en simple matérialité financière, c'est-à-dire une approche par les risques financiers. Or une telle approche ne peut garantir une contribution à la réalisation de l'objectif de transition pour l'économie. Il y a en effet deux écueils à souligner :

- une approche classique par les risques, compte tenu des difficultés à intégrer pleinement les risques climatiques dans les approches standard d'évaluation des risques³⁴, font que les risques financiers actuellement calculés sont très inférieurs et secondaires par rapport aux risques

économiques et sociaux. Une institution financière peut ainsi avoir le sentiment de bien maîtriser ses risques, voire d'être très bien couverte grâce aux mécanismes d'assurance, et les faire porter en réalité à la société ;

- le cadre prudentiel de court-terme (des probabilités de défaut à 1 an par exemple pour les banques et assurances), approprié pour les risques financiers classiques, est largement inadapté pour traiter du temps long de la transition et des risques physiques.

Au total, il apparaît clairement que les initiatives volontaires privées sont utiles et doivent être soutenues ; elles permettent l'accompagnement de la transformation de l'économie et contribuent à la prise de conscience des entreprises non financières en retard via les politiques d'engagement. Mais en raison des limitations intrinsèques qu'elles connaissent, elles ne seront pas en mesure de contribuer significativement au financement de la transition (trop peu et trop tard). Le rythme d'implication des acteurs financier est de fait très insuffisant, y compris pour franchir les étapes préalables à l'action concrète pour le climat. Ainsi la World Benchmarking Alliance souligne dans son dernier rapport³⁵ que seulement 37 % des grandes institutions financières évaluées ont publié des objectifs nets zéro à long terme dont 2 % traduits en objectifs intermédiaires pour l'ensemble des activités de financement de l'institution.

La question se pose donc de savoir qui peut accélérer la bascule de la finance privée.

32 "Breaking the tragedy of the horizon" Mark Carney September 2015.

33 On notera qu'une approche alternative pour modifier le couple rendement/risque serait d'adopter une comptabilité intégrant les externalités environnementales négatives.

34 "Scenario analysis of transition risk in finance" Romain Hubert et al. I4CE May 2022.

35 "2022 Financial System Benchmark", World Benchmarking Alliance, <https://www.worldbenchmarkingalliance.org/publication/financial-system/>

3. UN ENGAGEMENT FORT DES POUVOIRS PUBLICS EST INDISPENSABLE POUR MOBILISER LA FINANCE PRIVÉE

Un engagement plus fort qu'actuellement des pouvoirs publics est nécessaire pour surmonter les obstacles structurels rencontrés par les actions volontaires des acteurs financiers privés.

Comme tous les agents économiques (entreprises non financières et ménages notamment), les acteurs de la finance privée ont besoin de signaux clairs et d'incitations fortes pour s'engager vers la transition. Les pouvoirs publics doivent mettre en place un cadre économique et réglementaire, basé sur une stratégie claire en matière de transition qui puisse servir de référence à tous les acteurs publics et privés dans les différents secteurs de l'économie.

3.1. Les politiques et les instruments à mobiliser pour favoriser la transition

Cet engagement fort doit concerner les pouvoirs publics au sens large (Etat, organismes publics de financement, régulateurs, banque centrale et superviseurs financiers). Il doit s'appuyer sur une utilisation étroitement coordonnée³⁶ de tous les instruments disponibles pour viser à l'efficacité maximale et répondre à l'urgence climatique.

Parmi ces politiques, on citera :

- déterminer une trajectoire centrale de transition et des déclinaisons sectorielles, ce que l'on regroupe désormais en France sous le vocable de « planification écologique » ;
- fixer des règles contraignantes pour les acteurs économiques (par exemple des normes environnementales) ;
- mettre en place des outils incitatifs (budgétaires et fiscaux) ;
- fournir un financement public « patient » (*i.e.* à long terme et acceptant des rendements moins élevés) directement ou via les institutions financières publiques ou des modalités de financement public-privé intégrant un partage de risque ;
- intégrer les objectifs climatiques dans la mise en œuvre de la politique monétaire ;
- mettre en place un cadre réglementaire et prudentiel pour orienter l'action des acteurs financiers privés en faveur de la transition (sans pour autant chercher à « administrer » le financement de l'économie).

3.2. Les instruments pour favoriser le financement de la transition

Au sein du cadre économique d'ensemble fixé par les pouvoirs publics pour favoriser une transition ordonnée, dont on vient de rappeler les grands axes, une attention particulière doit être apportée aux instruments à utiliser pour favoriser le financement de la transition.

En effet, s'agissant du financement de la transition, il faut passer d'une approche consistant à essayer de pallier les défaillances du marché ("market-fixing"), prioritairement par l'amélioration des informations disponibles, à une approche visant à structurer le marché ("market-shaping")³⁷. La première est basée sur l'idée qu'une amélioration des informations disponibles permettra au marché de jouer son rôle. La seconde considère au contraire que le marché seul ne pourra surmonter les obstacles à la transition.

Cette nouvelle approche visant à structurer le marché doit porter en parallèle sur la finance publique et la finance privée. Elle doit :

- s'appuyer sur une stratégie d'investissement public à long terme qui accepte de prendre plus de risque et de fournir des financements à long terme avec des rendements plus faibles que le secteur privé (la « finance patiente ») ;
- développer une action publique coordonnée pour mobiliser le financement de la transition par les acteurs privés.

L'objectif de cette politique à destination du secteur privé n'est pas de mettre en place une allocation autoritaire des flux financiers dans le cadre d'une économie administrée. Elle établit un cadre pour assurer que le secteur financier privé soutient et concourt aux priorités stratégiques des pouvoirs publics en matière de transition (transformation des infrastructures, décarbonation des industries, rénovation énergétique des bâtiments, etc.) et pas seulement qu'il "accompagne" les entreprises non financières dans la transition. Elle doit également éviter les financements qui favorisent le "carbon lock-in" (qui s'oppose aux orientations stratégiques) et enfin faire cesser le financement de certaines activités et organiser la gestion ordonnée des actifs échoués.

La réglementation financière et prudentielle doit jouer un rôle important dans cette politique de financement³⁸. Comme indiqué précédemment, les politiques publiques doivent être coordonnées et « articulées » entre elles. C'est le cas en particulier de la réglementation financière et prudentielle : celle-ci ne peut tout faire seule mais elle fait partie de la « boîte à outils » à la disposition des pouvoirs publics. Elle ne doit pas pallier l'absence des autres politiques (ce qui la condamnerait à l'échec) mais elle doit être utilisée pour compléter les autres politiques économiques visant le secteur financier avec pour objectif d'en améliorer l'efficacité globale. Elle doit donc être coordonnées et cohérente avec les autres actions publiques.

La réglementation financière et prudentielle doit mobiliser tous les leviers disponibles pour pousser le secteur financier à transformer la structure de son financement pour i) limiter le risque systémique résultant du changement climatique et ii) jouer pleinement son rôle dans le financement de la transition.

36 Voir par exemple "The Green Swan – Central banking and financial stability in the age of climate change" Bolton et al. BIS January 2021.

37 "Green New Deal" K. Edwards et J. Ryan-Collins - 2021.

38 « La réglementation financière peut-elle accélérer la transition bas-carbone ? » J. Evain et M. Cardona I4CE janvier 2021.



CONCLUSION

En dépit des déclarations, des montants d'actifs alignés et de l'incontestable bonne volonté de nombre d'acteurs, les initiatives volontaires des acteurs privés se heurtent à des obstacles intrinsèques puissants. Si elles doivent être encouragées, il ne faut pas attendre de ces initiatives plus qu'elles ne sont en mesure de faire. Il apparaît en effet qu'elles ne pourront pas apporter une contribution déterminante et rapide au financement de la transition et que le passage des engagements Net-Zéro aux actes sera long et insuffisant.

Ce constat conduit à appeler à un engagement plus fort des pouvoirs publics. Comme pour les autres agents économiques, cet engagement sera déterminant pour mobiliser la finance privée au profit d'une transition ordonnée. Un débat public doit être engagé sur les instruments nécessaires pour pallier les défaillances du marché et inciter les acteurs financiers privés à jouer pleinement les différents rôles qui leur incombent. Ce débat doit porter sur l'engagement des pouvoirs publics en général et sur le rôle en particulier de la réglementation financière qui ne peut pas tout faire toute seule – bien au contraire – mais doit avoir une place importante dans les instruments utilisés.

REMERCIEMENTS

Ce rapport s'inscrit dans le cadre du projet Finance ClimAct et a été réalisé avec la contribution du programme LIFE de l'Union européenne.

Le rapport a bénéficié des commentaires de membres d'I4CE (Damien Demailly, Anuschka Hilke et Sarah Bendahou) ainsi que de la relecture de Mathieu Gamero, Vincent Kiefer et Anatole-Grollier (ADEME), d'Aurélien Girault (Ministère de la transition écologique) et de Raphaël Lebel (Finance for Tomorrow).

L'auteur de ce rapport tient à remercier l'ensemble des personnes ayant contribué à ce rapport, par leurs commentaires et leur relecture. Le contenu de ce rapport ne les engage cependant pas.

Ce travail reflète uniquement les opinions d'**I4CE** - Institut de l'économie pour le Climat. Les autres membres du Consortium Finance ClimAct ainsi que la Commission européenne ne sont pas responsables de l'usage qui pourrait être fait des informations qu'il contient.

L'Institut de l'économie pour le climat (I4CE – Institute for Climate Economics) est une association experte de l'économie et de la finance dont la mission est de faire avancer l'action contre les changements climatiques. Grâce à ses recherches appliquées, l'Institut contribue au débat sur les politiques liées au climat. Il rend aussi publiques des analyses pour appuyer la réflexion des institutions financières, des entreprises ou encore des territoires et les aider à intégrer concrètement les enjeux climatiques dans leurs activités. I4CE est une association d'intérêt général, à but non lucratif, fondée par la Caisse des Dépôts et l'Agence Française de Développement.



Le projet **Finance ClimAct** contribue à la mise en œuvre de la Stratégie Nationale Bas Carbone de la France et du Plan d'action finance durable de l'Union Européenne. Il vise à développer les outils, méthodes et connaissances nouvelles permettant (1) aux épargnants d'intégrer les objectifs environnementaux dans leurs choix de placements, (2) aux institutions financières et à leurs superviseurs d'intégrer les questions climatiques dans leurs processus de décision et d'aligner les flux financiers sur les objectifs énergie-climat et (3) favoriser l'investissement dans l'efficacité énergétique et l'économie bas-carbone, promu par la Stratégie Nationale Bas-Carbone et le Pacte vert européen.



INSTITUTE FOR CLIMATE ECONOMICS
30 rue de Fleurus - 75006 Paris

www.i4ce.org
Contact : contact@i4ce.org

Suivez-nous sur

