

Paris,  
Janvier 2021

# La réglementation financière peut-elle accélérer la transition bas-carbone ?

Auteurs : Julie **Evain** | Michel **Cardona**

Soutenu par



.....

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.



[www.i4ce.org](http://www.i4ce.org)

.....

## REMERCIEMENTS

L'analyse présentée au sein de ce rapport a été conduite suite à la réalisation de 22 entretiens semi-directifs avec des régulateurs français et européens, des acteurs financiers (banques, investisseurs, fédérations professionnelles), des chercheurs et des dirigeants d'entreprises. La liste complète des personnes interrogées peut être consultée en annexe, page 39.

Le rapport a bénéficié des commentaires de chercheurs I4CE spécialisés dans le financement de la transition et les acteurs financiers (Hadrien Hainaut, Anuschka Hilke, Louise Kessler et Maria Scolan) et d'un comité de relecture externe comprenant Patrice Geoffron - Université Paris Dauphine, Mathieu Garnero - Ademe et Thierry Philipponnat - Finance Watch.

Les auteurs de ce rapport tiennent à remercier l'ensemble des personnes ayant contribué à ce rapport, par leur interview et leur relecture. Le contenu de ce rapport ne les engage cependant pas.

.....

Ce rapport a été soutenu par la Fondation Européenne pour le Climat et l'ADEME.



European  
Climate  
Foundation

Soutenu par



La responsabilité des informations et des opinions exposées dans ce rapport incombe aux auteurs. La Fondation Européenne pour le Climat et l'ADEME ne peuvent pas être tenues pour responsable de toute utilisation qui pourrait être faite des informations contenues ou exprimées dans ce rapport.

.....

# Résumé exécutif

Depuis la signature de l'Accord de Paris, qui prévoit d'aligner les flux financiers avec les objectifs climatiques, la mobilisation du secteur financier et des régulateurs de la finance a été croissante. Ces dernières années ont vu des avancées significatives dans l'intégration des risques climatiques dans les objectifs traditionnels de la régulation – bon fonctionnement des marchés financiers et stabilité financière – et les instruments correspondants.

Cette « approche par les risques » est un premier pas important, mais sera-t-elle suffisante pour atteindre les objectifs climatiques ? L'enjeu est en effet de faire face au défi du financement de la transition bas-carbone, c'est-à-dire du financement des activités vertes (solutions climat) ainsi que des activités en transition (décarbonation des activités existantes). Or nous constatons la persistance du déficit des investissements favorables à la transition malgré un contexte de liquidités abondantes et une finance durable en rapide développement. Comment faire en sorte que la « finance » soit au service de cette transformation indispensable de l'économie et que les flux de financement se réorientent en conséquence ?

Dans ce contexte, la question est de savoir si la réglementation financière peut contribuer d'avantage qu'elle ne le fait actuellement à cette mobilisation de la finance en faveur de la transition bas-carbone. C'est pourquoi de plus en plus d'ONG ou de chercheurs appellent les régulateurs de la finance à aller au-delà de leurs objectifs traditionnels, pour contribuer au financement de la transition bas carbone et adapter la réglementation en conséquence. Dans les pays européens et nord-américains, les positions autour de cette question sont très polarisées, les régulateurs et superviseurs y étant plutôt opposés, notamment s'agissant de la réglementation prudentielle.

Mais avant de s'opposer sur la question de principe, il est nécessaire de regarder si la réglementation financière pourrait réellement contribuer au financement de la transition bas-carbone et d'examiner les évolutions réglementaires qui seraient nécessaires. Or, peu de travaux ont porté sur les leviers et instruments que les régulateurs des pays développés pourraient actionner s'ils voulaient se fixer un tel objectif.

Ce rapport explore les actions concrètes que les régulateurs pourraient entreprendre pour accélérer le financement de la transition bas-carbone. Pour cela, il s'attache d'abord à analyser les obstacles à ce financement pour identifier ceux qui relèvent de la réglementation financière en partant des problématiques réelles du financement de la transition pour aller au-delà des représentations simplifiées. Puis il identifie les leviers sur lesquels la régulation financière peut jouer pour surmonter ces obstacles et propose des pistes de régulation possibles.

## La réglementation financière peut accélérer le financement de la transition bas-carbone

De l'exploration réalisée, il ressort que la réglementation financière peut compléter la palette des outils à la disposition des pouvoirs publics pour accélérer le financement de la transition. Il va sans dire qu'elle ne peut – et ne doit pas chercher à – se substituer aux politiques fiscales, économiques et environnementales qui ont un rôle primordial pour orienter les actions économiques. Mais elle a aussi un rôle à jouer. Elle peut actionner trois leviers pour faciliter le financement de la transition : améliorer la compréhension des enjeux de la transition par les acteurs financiers, lutter contre les biais de court-terme dans les préférences des acteurs financiers, et inciter les acteurs financiers à s'intéresser aux projets faiblement rentables.

Avant d'en venir aux instruments réglementaires disponibles pour accélérer le financement de la transition, il semble important de souligner que la réglementation financière n'est pas elle-même aujourd'hui un obstacle au financement de la transition. Les travaux menés pour ce rapport mettent en effet en évidence qu'il n'y a pas de situation où elle constituerait de façon indéniable un frein direct et durable au financement de la transition bas carbone. Certains acteurs financiers accusent en effet les réglementations prudentielles d'être défavorables au financement de long terme, qui sont essentiels pour le financement de la transition. Or, les études empiriques montrent que les effets des réglementations sur ces types de financements sont réels mais d'une ampleur réduite et surtout limitée à la période de réajustement (2-3 ans) suivant la mise en place des nouvelles réglementations. Sur une période plus longue, celles-ci auraient plutôt un effet bénéfique résultant de l'amélioration de la solvabilité et de la stabilité des acteurs financiers.

### LEVIER 1. Utiliser la réglementation pour améliorer la compréhension des enjeux de la transition par les acteurs financiers

Le premier obstacle au financement de la transition sur lequel la réglementation financière pourrait agir est le niveau général de connaissance des acteurs financiers sur la transition. Malgré une dynamique positive, ce niveau de connaissance reste très faible, surtout chez les acteurs bancaires. Et c'est un obstacle important, à ne pas sous-estimer.

Les régulateurs et superviseurs s'impliquent déjà pour inciter les acteurs financiers à monter en compétences. Mais ils pourraient faire bien plus, car il faut parvenir à doter cette communauté d'un socle commun de connaissances et faire émerger des compétences spécifiques. Plusieurs leviers sont possibles : par l'évolution de la certification de l'Autorité des Marchés Financiers pour les acteurs de ces marchés, via les attentes de supervision en matière de formation ou via les exigences posées par les régulateurs bancaires en matière de gestion des risques, pour que les superviseurs puissent veiller à ce que les banques mettent en place ces processus de formation. Le superviseur bancaire peut également encourager les organismes de formation professionnelle à lancer des formations spécialisées dans le financement de la transition.

Les régulateurs peuvent aussi soutenir le développement d'outils simples pour aider les acteurs financiers à mieux appréhender le positionnement des entreprises face aux enjeux de la transition. Ils pourraient ainsi mettre en place une taxonomie des activités brunes (ou non durables). Ils pourraient également réclamer plus de transparence et de convergence entre les méthodologies des agences de notation extra-financières. Une intégration plus poussée des sujets climatiques au sein de la cotation de la Banque de France pourrait par ailleurs aider à faire émerger des standards à destination des PME et ETI, des acteurs peu concernés aujourd'hui par les instruments de finance durable.

Ces propositions auraient un impact important et peuvent être mises en œuvre sans attendre. Au surplus, elles contribueraient aussi à l'atteinte des objectifs de l'approche par les risques suivie à ce jour par les superviseurs.

### LEVIER 2. Utiliser la réglementation pour que les acteurs financiers aient une perspective de plus long terme

Les alertes concernant le court-termisme des acteurs financiers ne sont pas nouvelles. Ce court-termisme a été démontré empiriquement, et s'accroît avec le temps. Il est particulièrement dommageable au financement de la transition qui repose sur des horizons de moyen et long terme. Plusieurs actions réglementaires sont disponibles pour contribuer à corriger ces pratiques.

Tout d'abord, les pratiques de rémunération pourraient être mieux encadrées dans le temps, par un allongement des périodes de mises en réserve. Des critères d'impact climatique pourraient en outre être intégrés dans les rémunérations variables.

Pour agir sur le court-termisme, la réglementation pourrait aussi corriger les biais de la gestion indicielle : la solution n'est pas tant de créer des indices verts ou de faire la transparence sur d'éventuels critères ESG, que d'assurer une véritable transparence climatique de l'ensemble des indices pour comprendre les conséquences climatiques des entreprises qu'ils couvrent.

Enfin, la préférence des acteurs financiers pour le court terme résulte pour une part des choix de placements financiers opérés par les épargnants. Il faut donc aussi agir sur l'orientation de l'épargne. Pour cela, la réglementation financière peut favoriser la prise en compte des préférences des clients en prévoyant de les interroger spécifiquement sur leur souhait de contribuer au financement de la transition (et pas seulement de façon générale sur leurs préférences pour la finance durable), informer leur choix grâce à des labels plus exigeants en matière de climat que ne l'est le label Investissement Socialement Responsable, de loin le plus répandu, et mettre en place une meilleure offre de produits directement orientés vers le financement de la transition (création d'un compte à terme « transition » et offre d'Unités de compte « transition » dans les contrats d'assurance-vie).

### LEVIER 3. Utiliser la réglementation pour inciter les acteurs financiers à s'intéresser aux projets faiblement rentables

On constate sans surprise un problème de financement pour les projets bas carbone faiblement rentables ou ceux dont la rentabilité intervient à des horizons trop longs pour les acteurs financiers. La réglementation financière peut inciter les acteurs financiers privés à s'intéresser davantage à ces projets, en sortant d'une logique purement financière.

Pour cela on peut faire évoluer la conception de la responsabilité fiduciaire, qui est encore trop souvent utilisée comme argument pour privilégier l'objectif de rendement pour les placements, en y intégrant explicitement des critères de risques liés au climat et des critères d'impact climatique (c'est-à-dire la double matérialité du changement climatique), en plus de l'intégration des critères ESG prévue actuellement par la Commission.

Les exigences prudentielles bancaires aussi peuvent être modifiées. La voie du Pilier 1, les exigences minimums de capital, ne semble pas la solution la plus prometteuse pour réorienter les financements vers la transition bas-carbone, les dispositifs comme le « Green Supporting Factor » ou le « Brown Penalizing Factor » apparaissant incomplets et insuffisamment granulaires pour favoriser les financements qui soutiennent réellement la transformation des activités économiques. Tout au plus, le dispositif d'allègement des fonds propres récemment mis en place au niveau européen en faveur des infrastructures pourrait-il être révisé pour bénéficier uniquement au financement des seules infrastructures vertes.

Une autre voie, explorée dans ce rapport, serait de recourir à la réglementation prudentielle (et notamment au Pilier 2) pour exiger que les banques intègrent les critères climat dans leurs décisions de financement. Plus précisément, les banques devraient i) adopter un objectif climat (par exemple un engagement d'émissions net-zéro d'ici 2050 ou un objectif

d'alignement), ii) développer des plans de transition à 5 ans expliquant comment atteindre l'objectif à long-terme et iii) mettre en place un mécanisme pour intégrer les critères-climat dans leur processus de décision de financement. Le régulateur européen définirait le cadre général et des indicateurs pour suivre les progrès réalisés.

Ce rapport a permis d'identifier des solutions concrètes ou des pistes à explorer pour utiliser la réglementation financière pour soutenir directement le financement de la transition.

Le débat sur cette utilisation de la réglementation financière mérite d'avoir lieu entre toutes les parties prenantes et de ne pas être laissé aux seuls experts de la finance. Il doit porter non seulement sur les objectifs à fixer à la réglementation financière, mais aussi sur les instruments réglementaires disponibles, leur efficacité climatique, sur les conflits d'objectifs potentiels qu'ils suscitent avec les autres objectifs de la réglementation financière et sur les changements de gouvernance nécessaires (évolution du mandat des superviseurs financiers).

## SYNTHÈSE DES PROPOSITIONS

### COMMENT UTILISER LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE POUR FINANCER LA TRANSITION

Contenu des propositions	Réglementations à modifier
<b>Utiliser la réglementation pour améliorer la compréhension des enjeux de la transition par les acteurs financiers</b>	
<b>1. Renforcer les exigences de formation des acteurs financiers :</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>intégrer dans la certification des autorités de marché un socle de connaissances généralistes</li> <li>créer une certification spécialisée pour les métiers de l'investissement</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Réglementation française des marchés financiers</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>préciser les attentes des superviseurs en matière de formation généraliste des acteurs du crédit</li> <li>inciter les organismes de formation des métiers bancaires à monter des formations spécialisées</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CRD V &amp; CRR 2</li> <li>Guidelines et standards de l'EBA</li> </ul>
<b>2. Inciter au développement d'outils simples pour comprendre la transition</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>développer une taxonomie des activités « brunes »</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Texte européen de niveau 1</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>accroître la transparence sur les méthodologies et les données utilisées par les agences de notation extra-financière</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESMA</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Intégrer davantage les enjeux climatiques dans la cotation BdF pour engager les PME et ETI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Banque de France</li> </ul>
<b>Utiliser la réglementation pour que les acteurs financiers aient une perspective de plus long terme</b>	
<b>1. Intégrer les enjeux de la transition dans les politiques de rémunérations des acteurs financiers</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>allonger la durée de mise en réserve de la part variable au-delà de 3 ans</li> <li>inciter à l'intégration d'indicateurs d'impacts climatiques dans la rémunération variable</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CRD IV</li> <li>Solvency II</li> <li>AIFM et UCITS</li> </ul>
<b>2. Contrebalancer les biais de la gestion indicielle</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Introduire la transparence climatique de l'ensemble des indices</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Réglementation Benchmarks</li> </ul>
<b>3. Mobiliser l'épargne des ménages en faveur de la transition</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>mieux identifier et prendre en compte les préférences des clients en matière du financement de la transition</li> <li>identifier clairement les placements proposés aux épargnants pour financer la transition</li> <li>améliorer l'offre aux épargnants de produits financiers pour financer la transition (création d'un compte à terme « transition » et offre d'UC « transition » dans les contrats d'assurance-vie)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Textes d'application de la Directive MIFID et de la Directive sur la Distribution d'Assurances</li> <li>Ecolabel pour les produits financiers durables</li> <li>Ministère de l'Economie et des Finances et Ministère de la Transition écologique</li> </ul>
<b>Utiliser la réglementation pour inciter les acteurs financiers à s'intéresser aux projets faiblement rentables</b>	
<b>1. Elargir la conception de la responsabilité fiduciaire</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>rendre obligatoire la prise en compte des risques climatiques dans les décisions d'investissement</li> <li>intégrer les impacts climatiques (négatifs, voire positifs) dans les décisions d'investissement</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Directives AIFMD, UCITS, Mifid II, Solvency II et Distribution d'Assurances</li> </ul>
<b>2. Renforcer les incitations des acteurs financiers</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>recentrer le dispositif existant d'allègement des exigences de fonds propres au bénéfice des seuls projets d'infrastructures vertes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CRR 2</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>rendre obligatoire pour les banques d'intégrer les critères climat dans leurs décisions de financement en i) adoptant un objectif climat, ii) établissant des plans de transition à 5 ans et iii) établissant un mécanisme pour intégrer les critères climat dans leur processus de décision de financement. Explorer la mise en place d'un dispositif pour suivre les progrès réalisés.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CRD 5 – CRR 2</li> </ul>

# Table des matières

<b>1. INTRODUCTION</b>	<b>5</b>	<b>4.2. Deux leviers réglementaires pour lutter contre le biais court-termiste</b>	<b>22</b>
<b>2. FINANCER LA TRANSITION, UNE RÉALITÉ FRAGMENTÉE</b>	<b>6</b>	4.2.1. <i>Intégrer les enjeux de la transition dans les politiques de rémunérations</i>	22
2.1. Le débat initial sur la non-rencontre entre offre et demande de projets	6	4.2.2. <i>Contrebalancer les biais de la gestion indicielle</i>	23
2.2. Segmentation selon le positionnement dans la transition des entreprises et projets	8	<b>4.3. L'absence d'impact des règles prudentielles sur les financements long terme ou spécialisés</b>	<b>24</b>
2.3. Segmentation selon la taille de l'entreprise	8	<b>4.4. Mobiliser l'épargne des ménages en faveur de la transition</b>	<b>26</b>
2.3.1. <i>Les enjeux de financement pour les PME et ETI</i>	8	4.4.1. <i>Le constat</i>	26
2.3.2. <i>Les enjeux de financement pour les grandes entreprises cotées</i>	9	4.4.2. <i>Les leviers d'actions possibles</i>	26
2.3.3. <i>Le cas particulier des ménages</i>	10	<b>5. INCITER LES ACTEURS FINANCIERS À S'INTÉRESSER AUX PROJETS FAIBLEMENT RENTABLES</b>	<b>29</b>
2.4. Segmentation selon la nature de l'activité financée	11	<b>5.1. Le nœud de la rentabilité</b>	<b>29</b>
2.4.1. <i>Le financement des infrastructures</i>	11	5.1.1. <i>Pour les investisseurs publics</i>	29
2.4.2. <i>Le financement des processus industriels</i>	11	5.1.2. <i>Pour les acteurs financiers privés</i>	30
2.4.3. <i>Le financement de la construction et rénovation énergétique des bâtiments</i>	12	<b>5.2. Intégrer la perspective du climat dans la responsabilité fiduciaire</b>	<b>30</b>
2.5. Segmentation selon la localisation des projets	13	5.2.1. <i>Les travaux des PRI et du PNUF ont permis de clarifier la situation sur le plan conceptuel</i>	30
<b>3. AMÉLIORER LA COMPRÉHENSION DE LA TRANSITION BAS-CARBONE PAR LES ACTEURS FINANCIERS</b>	<b>15</b>	5.2.2. <i>L'intégration des enjeux ESG en cours en Europe</i>	31
3.1. Renforcer les exigences de formation des acteurs financiers	15	5.2.3. <i>Les insuffisances de cette approche</i>	31
3.1.1. <i>Un socle commun de connaissances généralistes</i>	16	5.2.4. <i>Les actions à mener</i>	32
3.1.2. <i>Une formation spécifique au montage de projets verts et de transition</i>	16	<b>5.3. Renforcer les incitations des acteurs financiers</b>	<b>32</b>
3.2. Inciter au développement d'outils simples pour comprendre la transition	17	5.3.1. <i>Le rôle de l'incitation réglementaire</i>	32
3.2.1. <i>Des outils potentiels pour faciliter la compréhension de la transition sont actuellement en développement</i>	17	5.3.2. <i>Les difficultés inhérentes à l'utilisation des exigences de capital des banques comme instrument d'incitation</i>	33
3.2.2. <i>Focus sur la notation ESG des entreprises cotées et des PME</i>	18	5.3.3. <i>La nécessité d'explorer une voie nouvelle réglementaire</i>	34
<b>4. LUTTER CONTRE LA PRÉFÉRENCE DES ACTEURS FINANCIERS POUR LE COURT TERME AU DÉTRIMENT DU LONG TERME</b>	<b>20</b>	<b>6. CONCLUSION</b>	<b>36</b>
4.1. La prévalence de la rentabilité à court-terme des investisseurs	20	<b>7. ANNEXE</b>	<b>39</b>
4.1.1. <i>Le manque d'informations et d'outils permettant une projection à long terme</i>	21	Liste des entretiens	39
4.1.2. <i>L'impact des règles comptables</i>	22	Bibliographie	39

# 1. Introduction

Depuis 2015 et la signature de l'Accord de Paris qui prévoit d'aligner les flux financiers avec les objectifs climatiques, la mobilisation du secteur financier et des régulateurs va croissant. Néanmoins, cette dynamique reste aujourd'hui insuffisante face au défi du financement de la transition vers une économie bas-carbone et résiliente (ci-après « la transition »), c'est-à-dire du financement des activités vertes (solutions climat) ainsi que des activités de transition (décarbonation des activités existantes) (voir **Section 2.2** pour plus de détails).

Le Panorama des financements climat de 2019<sup>1</sup> chiffrait les besoins supplémentaires pour la seule transition française à une fourchette comprise entre 15 et 18 Mrd€ par an à l'horizon 2023, puis 32 à 41 Mrd€ par an entre 2024 et 2028. Ces besoins d'investissement ne pourront être couverts uniquement par les pouvoirs publics, y compris en Europe malgré le lancement du Green Deal par la Commission et les plans de relance avec une « composante verte » engagés par plusieurs pays pour faire face aux conséquences de la crise de la Covid-19. Dans ces conditions, un rôle accru des financements privés est attendu, pour accompagner les entreprises et les ménages dans la transition.

Ce constat d'un écart important entre les investissements nécessaires pour assurer la transition et le montant des investissements effectivement réalisés est le point de départ de ce rapport. Cet écart intervient dans une économie caractérisée par une abondance de liquidités. L'existence de ce déficit d'investissements favorables à la transition ne résulte donc pas en premier lieu de la rareté des capitaux mais du fait que les capitaux disponibles ne s'investissent pas suffisamment dans la transition bas-carbone et ce malgré une « finance soutenable » en rapide développement.

Face à ce constat, beaucoup de travaux ont été menés pour proposer des leviers politiques, fiscaux ou bien des réglementations sectorielles et des normes environnementales. Cependant, peu a encore été dit sur le rôle possible que pourrait jouer la réglementation financière dans le financement de la transition. Celle-ci ne peut certes pas se substituer aux politiques économiques et environnementales classiques qui ont un rôle primordial à jouer pour orienter les agents économiques. Pour autant, la réglementation financière peut-elle jouer un rôle dans la palette d'outils à la disposition des pouvoirs publics ?

Depuis 2015 de nombreux régulateurs et banquiers centraux ont indiqué publiquement que le changement climatique faisait partie de leurs préoccupations car il constitue une menace systémique pour l'ensemble du secteur financier<sup>2</sup>. La question n'est plus aujourd'hui d'impliquer les régulateurs et les superviseurs dans le combat contre le changement climatique mais de déterminer les objectifs qu'ils doivent poursuivre et les meilleurs instruments disponibles pour

atteindre ces objectifs. Dans les pays développés, les régulateurs ont jusqu'à maintenant privilégié les objectifs traditionnels de la réglementation financière, à savoir le fonctionnement efficace des marchés financiers et la stabilité financière, en considérant que cela aurait aussi un effet positif indirect sur le « verdissement » de l'économie. Malgré l'appel du NGFS à verdir le secteur financier, les régulateurs demeurent pour l'instant dans une perspective de neutralité vis à vis de l'économie actuelle, sans chercher à directement influencer sa structure.

De plus, l'idée persiste chez certains régulateurs et acteurs financiers que la finance ne serait qu'une fonction support et financerait l'économie telle qu'elle est. En réalité, les pratiques des acteurs financiers et leur compréhension -ou leur incompréhension- des enjeux climatiques façonnent l'économie et peuvent accélérer ou freiner sa transformation.

Devant l'urgence de l'action à mener pour lutter contre le réchauffement climatique et compte tenu du rôle clé que le secteur financier privé doit jouer dans le financement de la transition bas-carbone, la question est de savoir si l'approche traditionnelle des régulateurs constitue une utilisation optimale de la réglementation financière au regard de l'objectif affiché de « verdissement du secteur financier ».

Ce rapport s'est donc attaché à analyser les différents obstacles au financement rencontrés par les acteurs de la transition et déterminer si la réglementation financière pourrait y apporter une réponse.

Il est principalement centré sur l'exemple de la France où tous les entretiens se sont déroulés. Mais le caractère largement européen de la réglementation financière en France et les traits communs importants existant au sein de la finance européenne continentale rendent, dans une très large mesure, pertinent l'exemple français pour la majorité des pays européens. Cela est accentué par l'effet unificateur de l'Union Européenne et son plan d'Action pour la finance durable. Jusqu'à présent la Commission européenne a privilégié une approche visant à développer et à crédibiliser la finance durable, via le développement de différents labels notamment. Néanmoins, dans le cadre de sa Stratégie renouvelée à venir, il faut dépasser cette logique d'une finance de niche pour généraliser la transition de l'ensemble du secteur financier.

Le rapport reviendra d'abord sur les enjeux du financement de la transition et sur les obstacles pertinents pour la réglementation financière (**Partie 2**). Puis il proposera des leviers pour améliorer la compréhension de la transition bas carbone des acteurs financiers (**Partie 3**) et lutter contre leurs préférences pour le court terme au détriment du long terme (**Partie 4**). Enfin, il reviendra sur comment inciter les acteurs financiers à s'intéresser aux projets faiblement rentables (**Partie 5**).

1 I4CE, Hadrien Hainaut, Maxime Ledez, et Ian Cochran, « Panorama des financements climat », 2019.

2 NGFS, « First comprehensive report : A call for Action », 2019.

## 2. Financer la transition, une réalité fragmentée

### MESSAGES CLÉS

- Les besoins en financement pour la transition sont nombreux et multiples, et après des années à se focaliser sur le financement des énergies renouvelables, il faut élargir le spectre pour tenir compte des processus de transformation plus larges de l'ensemble des activités économiques.
- Les enjeux de financement varient grandement selon le positionnement de l'entreprise dans la transition, sa taille, son secteur d'activité et sa localisation.
- Trois obstacles majeurs apparaissent : le manque de compréhension de la transition des partenaires financiers, des difficultés à trouver des capitaux pour des projets de moyen et long terme, et des projets qui apparaissent comme insuffisamment rentables pour attirer des acteurs financiers.

### 2.1. Le débat initial sur la non-rencontre entre offre et demande de projets

Le point de départ de ce rapport est le constat qu'il y a des obstacles au financement de la transition, cependant cette prémisse n'est pas partagée par l'ensemble de la communauté des acteurs financiers. Pour certains, il n'y a pas de problème de financement de la transition, mais

au contraire un problème de manque de projets à financer, malgré la volonté des acteurs financiers de s'engager en faveur de la transition.

Bien que ce débat et ses enjeux ne soient pas au cœur du rapport, ils méritent d'être approfondis afin de faire évoluer la compréhension de ce qu'est la transition par la communauté financière. Ce sujet sera traité principalement dans l'encart suivant ainsi que plus brièvement dans la partie 5.1. **Le nœud de la rentabilité.**

#### ENCADRÉ 1 : LE DÉBAT DE LA NON-RENCONTRE ENTRE L'OFFRE ET LA DEMANDE DE PROJETS

Lors des entretiens menés pour ce rapport, plusieurs acteurs financiers ont mentionné l'absence de difficulté de financement de projets verts, pointant plutôt vers un manque de projets à financer. Parallèlement, les échanges avec les acteurs de l'économie réelle font état d'une difficulté à trouver des financements adaptés à leur stratégie climat, qui peut les conduire soit à ne pas réaliser les projets, soit à les reporter ou à réduire leur ampleur.

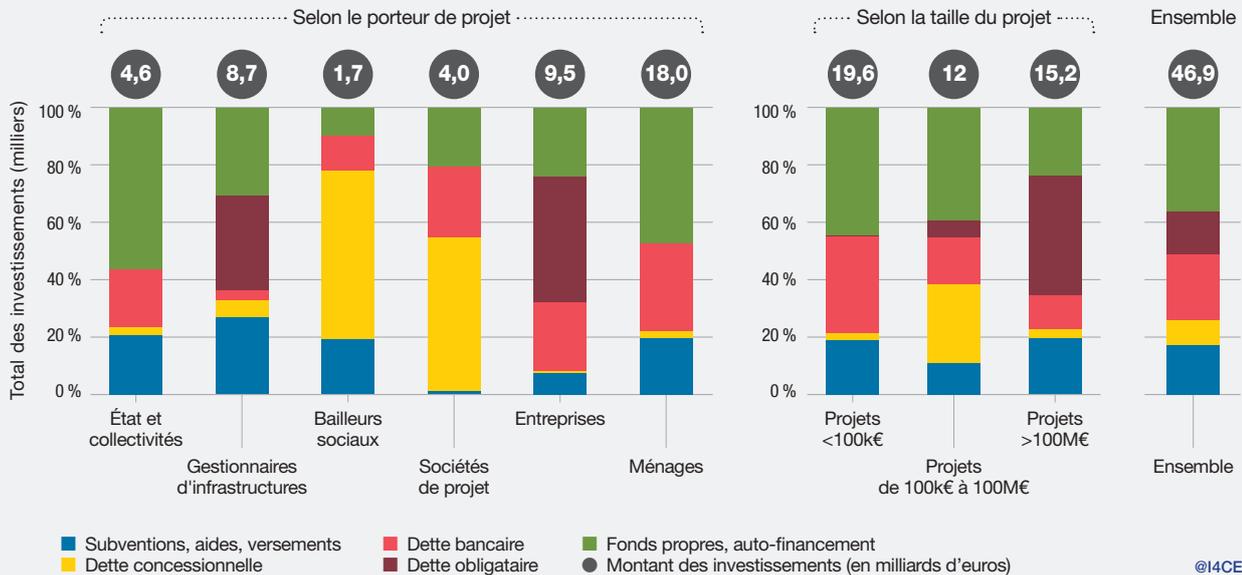
Bien qu'il soit difficile de trancher ce débat entre des perceptions différentes, il apparaît qu'il y a d'un côté plutôt une offre de financement qui dépasse le nombre de projets existants sur certains segments considérés comme rentables, tels les ENR matures. De l'autre côté, il y a des projets qui ne sont pas viables sans ressources publiques<sup>3</sup>. Entre ces deux segments du financement de la transition se trouvent des projets qui peinent à trouver des financements, constat déjà évoqué dans le rapport *Pour la création de France Transition*<sup>4</sup>. La partie 5.1. **Le nœud de la rentabilité** revient plus en détails sur cette question.

Chez les porteurs de projets, cette difficulté d'accès au financement se manifeste soit par un fort éloignement des sphères financières, à l'exception des interlocuteurs bancaires, soit par un découragement face à la technicité et le surcoût nécessaire pour rentrer dans les combinaisons de plusieurs types de financements différents<sup>5</sup>. En effet, un seul projet, surtout s'il présente une maturité longue, peut conduire à combiner plusieurs types de financement, en associant des fonds propres, de la dette, de la subvention ainsi que différents mécanismes de gestion du risque, comme c'est le cas pour les projets de grandes infrastructures.

3 Cour des Comptes, « Le Soutien aux énergies renouvelables », mars 2018

4 Pascal Canfin et Philippe Zaouati, « Pour la Création de France Transition », 2018.

5 Canfin et Zaouati.

**FIGURE 1 : INSTRUMENTS DE FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS BAS CARBONE SELON LE PORTEUR DE PROJET ET LA TAILLE DES PROJETS, EN 2018**


Du côté des acteurs financiers, on assiste à une prolifération d'instruments et d'ingénierie financière (titrisation verte, obligations sociales, obligations vertes, obligations liées à des objectifs de durabilité, obligations de transition, fonds spécialisés, etc.)<sup>6</sup>, avec une forte communication opérée autour du verdissement, parfois au détriment des définitions basées sur la science.

Cependant cette multiplication des offres de financement ne semble pas complètement atteindre les porteurs de projets (développeurs et chefs de projets), et en particulier les plus petits d'entre eux. Ce constat est confirmé par les entretiens conduits avec les porteurs de projets. Cette communication autour des instruments de finance verte semble adressée d'abord à la communauté financière.

Ajoutant une difficulté supplémentaire, il y a un fort cloisonnement entre les différents univers d'investissement (capital investissement, fonds d'investissement, banques, etc.) et la réglementation financière varie en fonction de chacun de ces acteurs. Il est donc difficile pour un porteur de projet de recevoir un signal clair sur l'existence d'une offre de financement verte. Si cela ne contraint pas systématiquement le projet, cela peut en réduire l'ambition ou le différer dans le temps.

Face à ces difficultés de signal des offres à destination des porteurs de projets, il y a, chez les acteurs financiers, le sentiment d'un manque de projets, ou d'un manque de signal des projets verts et de transition.<sup>7</sup> Ces difficultés à émettre des signaux clairs quant à l'existence de projets au sein des entreprises dépendent de multiples facteurs (voir infra partie 2).

Pour faire évoluer cette perception d'un manque de projets, il y a un travail important de pédagogie à mener auprès des entreprises et de la communauté financière sur la compréhension de ce qu'est la transition, c'est-à-dire à la fois le développement d'activités vertes (solutions climat) et la décarbonation des activités existantes. La **partie 3. Améliorer la compréhension de la transition bas-carbone par les acteurs financiers** présente ce constat et des pistes d'action concernant les acteurs financiers.

Les débats sur la taxonomie ont mis en valeur la complexité de définir une activité durable et le fait que la transition ne se résumait pas qu'à un transfert des énergies fossiles vers les énergies renouvelables. Cependant, en attendant la mise en place de la taxonomie, prévue pour 2021 pour les volets atténuation et adaptation, les signaux permettant aux acteurs financiers de comprendre où se situent les projets dans la transition demeurent peu clairs :

- pour les investissements en actions, malgré des progrès fait par les entreprises sur la transparence climatique, les données continuent de manquer pour analyser la stratégie bas-carbone d'une entreprise
- pour les banques : la problématique est plutôt d'identifier la nature des crédits qu'elles ont en portefeuille ainsi que des nouveaux projets entrants, de parvenir à déterminer le positionnement des projets dans la transition et d'agrèger l'ensemble de ces résultats au niveau des sièges.

6 Climate Bond Initiative, « Green Bonds Global State of the Market 2019 », 2020.

7 Canfin et Zaouati, « Pour la Création de France Transition », 2018.

### 2.2. Segmentation selon le positionnement dans la transition des entreprises et projets

Si l'expression « financement de la transition » se retrouve fréquemment employée, les acceptions sous-jacentes sont néanmoins très différentes dès qu'on commence à regarder plus précisément ce que chacun sous-entend dans ce terme. L'arrivée bienvenue d'une taxonomie européenne devrait permettre de clarifier ces acceptions, puisqu'elle vient définir les activités considérées comme durables<sup>8</sup>. A l'autre bout du spectre, se situent les activités brunes ou carbo-intensives, qui feront peut-être également l'objet d'une taxonomie dans les années à venir. C'est en tout cas le souhait de certains régulateurs, du NGFS<sup>9</sup> et d'ONG<sup>10,11</sup> et ce sur quoi travaille le groupe d'experts réunis au sein de la Plateforme européenne sur la finance durable.

Mais de quoi parle-t-on quand on évoque le financement de la transition ? Il ne s'agit pas tant d'une opposition binaire qui se résumerait à augmenter les financements verts et à réduire drastiquement les financements bruns. C'est bien la transformation de l'ensemble de l'économie qu'il s'agit de financer, avec le développement d'activités vertes (solutions climat) ainsi que le verdissement des activités brunes (la décarbonation des « activités de transition ») ou leur arrêt et démantèlement quand elles ne peuvent être suffisamment décarbonées pour respecter une trajectoire de 1,5°C. De même, il faut tenir compte des activités considérées comme « grises » (ex : services, communication, tourisme, etc.) qui sont situées entre les activités vertes (favorables à la transition) et les activités brunes (nettement défavorables à celles-ci). Elles sont également concernées, même si leur degré de priorité est moindre, et doivent aussi se transformer pour devenir soutenables.

Ces débats autour de la difficulté de parvenir à une définition claire d'une finance de transition ont été mis en évidence par Ben Caldecott<sup>12</sup>. Il pointe l'usage de cette terminologie par les acteurs financiers sans qu'il y ait derrière de définition solide et basée sur la littérature scientifique. Ce que l'on peut retenir de ce débat, et la position que l'on adoptera pour la suite du rapport, c'est la reconnaissance d'un besoin de financer non seulement les activités vertes mais aussi la décarbonation des activités qui sont actuellement fortement émettrices. La difficulté réside dans la définition

de ces dernières, les « activités de transition », pour éviter le risque d'écoblanchiment. Cette décarbonation doit ainsi être suffisamment ambitieuse pour placer ces activités sur une trajectoire compatible avec les objectifs de Paris. Ben Caldecott définit le financement de ce processus comme la réalisation de l'alignement des entreprises avec la durabilité environnementale et soutenable<sup>13</sup>.

Cette approche, qui vise à s'intéresser non pas à la nature de l'objet financé mais bien au financement de ce processus de transformation globale, permet aussi d'intégrer les enjeux sociaux qui, s'ils ne seront pas développés dans ce rapport, demeurent essentiels à la réussite de la transition et à son acceptation sociale, comme l'a récemment mis en lumière la crise des Gilets jaunes.

Partant, ce rapport s'intéressera à l'ensemble des types de financements : financements bancaires, financements en actions et obligations sur les marchés, investissements non cotés et financements spécialisés. Nous laisserons de côté les financements publics (subventions publiques ou financement par des entités publiques), à l'exception des pressions à la rentabilité pour les investisseurs publics dans la **partie 5**, ainsi que les sujets d'auto-financement et de financement participatif.

### 2.3. Segmentation selon la taille de l'entreprise

Pour appréhender les obstacles au financement de la transition, une première segmentation en fonction de la taille de l'entreprise est possible. En effet, les enjeux et les modes de financement varient grandement selon ce critère.

#### 2.3.1. Les enjeux de financement pour les PME et ETI

En 2017, l'Insee en France dénombrait 139 000 PME et 5 400 ETI, qui réalisent respectivement 24 % et 27 % de la valeur ajoutée totale<sup>14</sup>. Malgré ce poids économique significatif, on ne dispose pas à ce jour d'outil statistique permettant de mesurer où l'on se situe précisément dans la transition de ces entreprises. Avant même de pouvoir analyser leurs problématiques de financement, il faudrait pouvoir visualiser les trajectoires de transformation à mettre en place.

Pour les PME et ETI qui correspondent à un des champs couverts par les budgets carbone sectoriels de la Stratégie

8 La taxonomie définit trois types d'activités éligibles : les activités durables - incluant les activités en transition - et les activités habilitantes. Pour chaque catégorie et secteur, des seuils spécifiques sont définis.

9 NGFS, « First comprehensive report : A call for Action », 2019.

10 Finance Watch, « Financing the European Green Deal », 2019.

11 Reclaim Finance, « Contribution à la Sustainable Finance Strategy », 2020.

12 Caldecott, « Defining transition finance and embedding it in the post-Covid-19 recovery, Journal of Sustainable Finance & Investment », 2020.

13 C'est cette approche qui semble avoir été retenue par la taxonomie européenne pour sa catégorie « activités de transition ». Néanmoins il existe encore de nombreux débats sur les niveaux d'ambition des seuils relatifs aux différents secteurs, et il paraît prématuré de trancher pour savoir si les seuils finalement retenus seront cohérents avec cette définition d'une finance de transition.

14 Insee Références, « Les entreprises en France », 2019.

nationale Bas Carbone<sup>15</sup> notamment via leur appareil productif, leurs bâtiments ou leur flotte de véhicules :

- soit, elles sont directement positionnées sur des marchés ou des produits qui doivent devenir verts (énergie, alimentation, mobilité, etc.) et elles se retrouvent en concurrence directe avec des produits moins vertueux. En effet, ces concurrents peuvent consommer des énergies fossiles sans payer un prix du carbone suffisant, et dans une majorité des cas, les consommateurs n'accordent pas de premium aux produits verts, ou seulement un premium faible. C'est-à-dire que ces entreprises ont des difficultés à vendre à un prix plus élevé ce qu'elles produisent, malgré des coûts de fabrication qui sont en général plus importants. Dans ce cas, ces entreprises rencontrent principalement des difficultés de rentabilité, dans des univers fortement concurrentiels ;
- soit ces PME et ETI sont dans le champ de la SNBC mais leurs marchés concernent d'autres entreprises (sous-traitance, business-to-business). Alors les signaux politiques et économiques leur parviennent difficilement, car elles ne sont touchées qu'indirectement. Les obstacles de rentabilité mais aussi de sensibilisation générale à la problématique de la transition sont importants et les investissements en faveur de la transition entrent en compétition avec d'autres projets d'investissement de sécurité ou de conformité réglementaire par exemple<sup>16</sup>.

Le dernier cas de figure concerne les PME et ETI dont les activités ne sont pas incluses dans la SNBC, telles que les activités de services par exemple. Pour ces entreprises, il est encore plus difficile de se positionner dans la transition et d'envisager des actions, notamment car elles n'ont pas de trajectoire claire de décarbonation auxquelles se référer et qu'elles pourraient faire valoir à leurs parties prenantes.

Ce qui demeure commun à ces entreprises, ce sont les temps forts des investissements, notamment les dépenses de R&D ainsi que les changements d'équipements tous les 5 à 10 ans. Dans ces deux moments clés, les partenaires financiers -principalement bancaires – devraient jouer le rôle d'accélérateur pour accompagner l'entreprise vers des investissements durables<sup>17</sup> et éviter les effets de dépendance au sentier<sup>18</sup> et de verrouillage technologique.

Cependant les rôles techniques et financiers tendant à être assez cloisonnés au sein de ces entreprises<sup>19</sup>, ces échanges autour de la durabilité des investissements, et donc de la stratégie globale de l'entreprise, ne semblent pas se réaliser facilement. Or, selon une étude du Lab de Bpifrance<sup>20</sup>, la question financière est essentielle, car elle est le premier facteur (avant le manque de reconnaissance client et le manque de solutions technologiques) qui freine la transition de ces entreprises.

### 2.3.2. Les enjeux de financement pour les grandes entreprises cotées

S'agissant des grandes entreprises cotées, les enjeux ainsi que les modes de financement diffèrent, néanmoins le constat de la difficulté à trouver des financements existe aussi. Si l'on observe la croissance du marché des obligations vertes<sup>21 22</sup> et la multiplication des engagements en faveur du climat<sup>23</sup>, il semblerait que les grandes entreprises sont de plus en plus impliquées dans la transition. Plusieurs facteurs externes expliquent ces évolutions, notamment la pression des États, des actionnaires, des consommateurs, des ONG, mais aussi les capacités de R&D présentes chez les grandes entreprises, qui leur permettent de soutenir ces évolutions. Bénéficiant d'un contexte d'abondance de capitaux, elles financeraient sans encombre leurs projets, notamment par le biais d'obligations vertes, produits actuellement très recherchés par les investisseurs<sup>24</sup>.

Cependant, la réalité semble plus nuancée que ce constat initial, d'une part parce que les obligations vertes et les obligations de transition continuent de représenter une toute petite portion du financement des entreprises cotées. Une étude de la Banque de France chiffrait l'encours mondial d'obligations vertes à 464 Mrd€ fin 2018, soit 0,4 % des encours totaux<sup>25</sup>.

D'autre part, car il existe des difficultés réelles sur certains segments, pour financer la transition de certaines infrastructures par exemple, qui demandent à la fois des capitaux patients et une forte prise de risque que finalement peu d'investisseurs sont prêts à prendre. Ce constat semble d'autant plus pertinent que l'entreprise se dédie à une seule activité, comme c'est le cas pour certains énergéticiens.

15 Ministère de la Transition Ecologique et Solidaire, « Stratégie nationale bas-carbone », 2020.

16 Ademe, Direction générale des entreprises et Pôle interministériel de prospective et d'anticipation des mutations économiques, *Les acteurs, l'offre et le marché de l'efficacité énergétique à destination de l'industrie*, 2017.

17 Pierre Ducret et Sylvie Lemmet, « Pour une Stratégie Française de la Finance Verte », 2017.

18 Décisions d'investissement passées dans des technologies ou des modèles économiques qui verrouillent les entreprises dans une trajectoire carbonée et freinent leurs capacités à réaliser leur transition vers une économie bas-carbone.

19 Ademe et Pôle interministériel de prospective et d'anticipation des mutations économiques, *Les acteurs, l'offre et le marché de l'efficacité énergétique à destination de l'industrie*.

20 Bpifrance Le Lab, « Les dirigeants de PME ETI face à l'urgence climatique », 2020.

21 D'après la *Climate Bond Initiative*, les émissions d'obligations vertes représentaient 259 Mds\$ en 2019, et sont en hausse constante. A titre indicatif, elles représentaient 42 Mds\$ en 2015.

22 Climate Bond Initiative, « Green Bonds Global State of the Market 2019 ».

23 A titre d'exemple, on peut citer le French Business Climate Pledge, lancé lors du One Planet Summit, qui comptait, en 2019, 101 entreprises représentant 1 650 Mds€ de CA. Ces entreprises s'engagent sur des objectifs de réduction de GES et d'investissements verts.

24 Climate Bond Initiative, « Green Bond European Investor Survey », 2019.

25 Bulletin de la Banque de France, « En plein essor, le marché des obligations vertes nécessite d'être mieux mesuré », 2019.

### 2.3.3. Le cas particulier des ménages

Par souci de clarté et concision, ce rapport a choisi de se concentrer principalement sur les obstacles au financement de la transition pour les entreprises, qui semblent plus touchées que les ménages par les obstacles et les freins relevant de la réglementation financière. Néanmoins, deux

sujets viennent au croisement des sujets de financement pour les entreprises et les ménages et seront traités dans ce rapport : le traitement prudentiel du crédit-bail (voir Annexe technique) et le sujet de l'épargne (Partie 4.4. *Mobiliser l'épargne des ménages en faveur de la transition*).

**TABLEAU 1 : RÉCAPITULATIF DES OBSTACLES SELON LE TYPE D'ENTREPRISES ET LES SECTEURS D'ACTIVITÉS**

Types d'entreprise et de secteur d'activité	Obstacles rencontrés	Exemples possibles
<b>PME et ETI appartenant à un champ de la SNBC</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Difficultés de rentabilité</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Remplacement d'une flotte de véhicules professionnels par une alternative électrique</li> <li>• Fabrication de matériaux biosourcés pour la rénovation énergétique</li> </ul>
<b>PME et ETI sous-traitante ou B2B, appartenant à un champ de la SNBC</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Manque de sensibilisation</li> <li>• Difficulté de rentabilité</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Remplacement d'une chaîne d'outillage pour la production de pièces détachées de véhicules par un procédé moins émetteur</li> <li>• Remplacement d'un procédé pétro-sourcé par un procédé biosourcé dans le secteur de l'emballage</li> </ul>
<b>PME et ETI non incluses dans la SNBC</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Absence de trajectoire de décarbonation à suivre</li> <li>• Manque de sensibilisation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Réduction de l'impact carbone d'une société éditrice de logiciels</li> <li>• Transformation des matériaux utilisés pour l'affichage dans le secteur de la publicité</li> </ul>
<b>Ensemble des PME et ETI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Manque de formation des partenaires financiers pour intervenir lors des décisions d'investissements</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Intégration des coûts de rénovation énergétique dans les décisions d'investissements liés aux bâtiments tertiaires</li> </ul>
<b>Grandes entreprises cotées</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Difficulté à financer des projets combinant capitaux patients et forte prise de risque</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Remplacement d'infrastructures de transports d'énergie pour une option compatible avec les énergies renouvelables</li> </ul>
<b>Infrastructures</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Difficulté à financer les volets conception et développement de projet</li> <li>• Peu de financeurs présents du fait de l'importante capacité technique requise, du niveau de risque et des maturités longues</li> <li>• Taux de rémunération important demandé par les investisseurs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Déploiement des bornes de recharges pour les véhicules électriques</li> <li>• Construction d'hôpitaux aux normes Bâtiment Basse Consommation</li> </ul>
<b>Processus industriels</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Peu de financeurs présents du fait de l'importante capacité technique requise, du niveau de risque et des maturités longues</li> <li>• Difficulté de rentabilité des offres européennes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Industrialisation d'innovations de chimie verte remplaçant des procédés pétrosourcés</li> <li>• Industrialisation des biocarburants de troisième génération à base d'algues</li> </ul>
<b>Construction et rénovation énergétique des bâtiments</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Manque de coordination entre les différents métiers</li> <li>• Coûts d'investissements supérieurs</li> <li>• Appréciation de la rentabilité des investissements à des horizons trop courts</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Utilisation de matériaux biosourcés dans la construction</li> <li>• Rénovation énergétique des bâtiments tertiaires</li> </ul>

## 2.4. Segmentation selon la nature de l'activité financée

La transition énergétique et écologique se caractérise par son aspect global, tous les individus étant concernés ainsi que l'ensemble des entreprises et de secteurs d'activités. Mais elle est aussi très fragmentée et les problématiques diffèrent grandement selon les secteurs. Si l'on procède à une segmentation de ce type, il ressort de notre étude que trois grands secteurs apparaissent comme pertinents pour analyser les obstacles spécifiquement liés à la réglementation financière.

### 2.4.1. Le financement des infrastructures

Les investissements en infrastructure se sont développés depuis les années 2000 et sont devenus une nouvelle classe d'actifs à part entière pour les investisseurs. On entendra ici ce terme d'infrastructures dans sa conception économique et financière : un financement des services économiques (transports, production et distribution d'énergie, traitement des déchets, etc.) ou sociaux (hôpitaux, prisons, universités, etc.) pour la collectivité. Les caractéristiques principales de ces financements sont la combinaison de fortes barrières réglementaires à l'entrée des projets et le besoin de capitaux de long terme.

Les infrastructures et leur financement sont un des enjeux clés du succès de la transition. Se conjuguent en effet les problématiques de financement des actifs très carbonés qui vont devoir cesser leurs activités plus tôt que prévu, des infrastructures existantes qui vont devoir évoluer significativement et de déploiement de nouvelles infrastructures assurant la transition bas-carbone<sup>26</sup>. En 2016, la New Climate Economy évaluait les besoins mondiaux de financement d'infrastructures durables à 90 000 milliards \$ d'ici à 2030, soit 6 000 milliards \$ par an<sup>27</sup>. Cet exercice de chiffrage des besoins d'investissement n'est à ce jour pas disponible au niveau français, mais on dispose des montants d'investissement actuellement réalisés et leur forte croissance. Ainsi Carbone 4 chiffrait le montant des capitaux levés en capital par les fonds français en 2018 à 12,1 milliards €, contre 4,2 milliards € en 2017<sup>28</sup>.

Les difficultés de financement des infrastructures sont multiples. D'abord parce que l'équation économique de ce type d'actifs est souvent largement conditionnée par la stratégie publique et les subventions. Cela crée donc une incertitude forte sur la pérennité des subventions et la rentabilité à long terme, freinant ainsi l'attractivité des investissements. De plus, les mécanismes de financement ne sont pas toujours pensés au moment de la conception des politiques publiques. En effet la Stratégie nationale

bas carbone fixe des grands objectifs sectoriels, mais les modalités pratiques de financement restent lacunaires.

D'autre part, les difficultés de financement sont importantes sur les volets «conception» et «développement de projet» de la vie de l'infrastructure, qui impliquent souvent des durées d'engagement longues pour les acteurs financiers et des niveaux de risques importants. Ce type de projets risqués requiert la présence de financeurs qui ont les capacités techniques de structurer ou de s'engager dans ce type de financements, et acceptent de prendre ce type de risque. Ils sont aujourd'hui peu nombreux et exigent des taux de rémunération importants. Les banques ne sont généralement pas présentes sur ces phases de développement, en raison du niveau de risque trop élevé.

Passé ce stade du développement, il y a généralement une abondance de financements, voire dans certains cas plus de demandes que d'offres de projets sur les filières matures, notamment d'énergies renouvelables.

Si les financements d'infrastructures en obligations vertes sont particulièrement visibles, ils ne représentent qu'une faible proportion, par rapport aux financements classiques, et il existe des difficultés liées aux maturités longues de ce type d'actifs.

Les difficultés étant nombreuses et l'enjeu étant d'une telle importance que cette classe d'actifs a bénéficié de différentes mesures réglementaires spécifiques afin de faciliter son financement. La Commission européenne a ainsi introduit un facteur de soutien spécifique, permettant un traitement prudentiel plus favorable de certains types de financement afin de soutenir les investissements en infrastructures. Ce facteur de soutien est entré en vigueur en juin 2020 (voir Annexe Technique).

### 2.4.2. Le financement des processus industriels

Le deuxième secteur dont les obstacles au financement peuvent relever de la réglementation financière est celui de la décarbonation des processus industriels actuels. La SNBC chiffre la part des émissions du secteur industriel à 17,4 % des émissions nationales pour 2017<sup>29</sup>. Les ambitions de réduction visent une baisse de 35 % des émissions du secteur en 2030 par rapport à 2015 et de 81 % à l'horizon 2050. Comme évoqué dans le Panorama des financements climat<sup>30</sup>, l'analyse de la SNBC et la PPE n'a pas permis de mettre en évidence de trajectoire d'investissement ni de projection de financement pour ce secteur.

Cette décarbonation des processus industriels peut être définie comme le passage des étapes de recherche et développement à la mise en place d'une activité industrielle décarbonée. Il concerne à la fois la création de

26 Carbone 4, Sylvain Borie, et Juliette Decq, « Les infrastructures, une classe d'actifs au coeur des enjeux climatiques », 2019.

27 New Climate Economy, « The Sustainable Infrastructure Imperative », 2016.

28 Carbone 4, Borie, et Decq, « Les infrastructures, une classe d'actifs au coeur des enjeux climatiques ».

29 Ministère de la Transition Ecologique et Solidaire, « Stratégie nationale bas-carbone », 2020.

30 I4CE, Hadrien Hainaut, Maxime Ledez, et Ian Cochran, « Panorama des financements climat », 2019.

nouvelles technologies qui apparaissent sur le marché et le remplacement d'anciens processus par de nouveaux moins émetteurs, comme le remplacement de matériaux pétrosourcés par des matériaux biosourcés par exemple.

Si les trajectoires d'intensité de carbone actuellement disponibles dans l'industrie européenne nécessitent un large éventail de mesures du côté de l'offre (électrification, efficacité énergétique, économie circulaire...) et devraient être accompagnées de mesures du côté de la demande (efficacité des matériaux, longévité, réutilisation...), il est essentiel de garder à l'esprit que les technologies seront très probablement déployées par vagues, les changements structurels devenant plus prononcés à partir de 2030 et les technologies naissantes devenant importantes par la suite. Les objectifs de l'accord de Paris amèneront le secteur industriel à réduire considérablement ses émissions de gaz à effet de serre au cours des prochaines décennies. Dans ce contexte, les bases de ces phases doivent être jetées lors des phases précédentes, par des investissements dans la recherche et le développement, les projets pilotes, les infrastructures et, plus largement, le soutien à la transition<sup>31</sup>. Le développement de trajectoires basées sur la science sera ainsi indispensable pour tous les secteurs industriels et plus généralement pour toutes les activités économiques.

Le financement des processus industriels présente des caractéristiques similaires à celui des infrastructures. Le niveau de risque est généralement important, du fait des incertitudes politiques, économiques et technologiques, et les horizons d'investissement se situent entre 7 et 10 ans. La combinaison de ces deux facteurs crée une réticence importante des acteurs financiers.

L'importance des capitaux initiaux à mobiliser est telle pour ce type de projet que le financement bancaire est en général trop compliqué à mettre en place, en raison du profil de risque que cela génère. Ne restent que les investisseurs en fonds propres comme possibles financeurs, mais leur nombre est limité. A cela s'ajoute une difficulté de compétences spécifiques au financement industriel qui semblent avoir été perdues par les acteurs financiers avec la désindustrialisation connue en France depuis les années 1980. Ce constat semble partagé par plusieurs acteurs entendus en entretien, ainsi que par les rapports Ducret-Lemmet<sup>32</sup> et Canfin-Zaouati. Ce dernier évoque « un faible nombre d'équipes spécialisées dans la transition écologique dans le private equity français, en comparaison des secteurs du numérique ou de la santé »<sup>33</sup>.

Cela rend plus donc difficile les investissements de cette nature et augmente la perception du risque<sup>34</sup>.

Pour les filières émergentes et le développement de nouvelles technologies, telle que l'hydrogène<sup>35</sup>, il est encore difficile de dégager une rentabilité économique tant que les technologies n'ont pas amorcé la baisse de leurs coûts.

S'agissant des industries lourdes (acier, ciment, chimie, construction mécanique, industrie manufacturière), l'offre mondiale de financement actuelle est abondante, et il n'existe à ce jour pas de premium vert dont les offres européennes pourraient se prévaloir face à leurs concurrents. Les entreprises européennes présentent actuellement un surcoût face au reste du marché et pourraient être abandonnées en cas de contraction du marché. L'enjeu pour ces secteurs est donc de parvenir à réaliser leur transition tout en préservant leur compétitivité, dans un contexte de forte concurrence mondiale<sup>36</sup>.

### 2.4.3. Le financement de la construction et rénovation énergétique des bâtiments

La SNBC fixe un objectif de réduction des émissions du secteur des bâtiments de 35 % à l'horizon 2024-2028 par rapport aux émissions de 1990<sup>37</sup> et la Loi de Transition énergétique pour la Croissance verte définit un objectif de rendre « basse consommation » l'ensemble du parc immobilier d'ici 2050<sup>38</sup>. On peut distinguer deux types de construction bas carbone et de rénovation thermique des bâtiments privés : celles effectuées par les particuliers, dont les problématiques de financement ne seront pas abordées dans ce rapport (voir 2.3.3) à l'exception des financements en crédit-bail, et les enjeux liés à la construction et rénovation des bâtiments industriels et tertiaires.

Dans le cas de la construction, l'intégration des objectifs de la transition en matière d'isolation, de durabilité des matériaux et de performance énergétique rencontrent des obstacles de financement. Ces difficultés viennent principalement de la grande coordination nécessaire entre les différents métiers (architectes, bureaux d'études, économistes, fournisseurs, artisans), constat confirmé par la SNBC<sup>39</sup>, et l'acceptation de coûts d'investissements initiaux supérieurs de la part des donneurs d'ordre.

Dans le cas de la rénovation, malgré des objectifs de politiques publiques ambitieux (la SNBC prévoit la rénovation de 3 % du parc tertiaire en BBC par an), peu de rénovations de ce type sont réellement engagées. En effet, les gains

31 Jeffrey Rissman *et al.*, « Technologies and Policies to Decarbonize Global Industry: Review and Assessment of Mitigation Drivers through 2070 », *Applied Energy*, 2020.

32 Ducret et Lemmet, « Pour une Stratégie Française de la Finance Verte », 2017.

33 Canfin et Zaouati, « Pour la Création de France Transition », 2018.

34 Conseil National de l'Industrie et Mathieu Morel, « Le financement des entreprises industrielles », 2014.

35 Ministère de la Transition Ecologique et Solidaire, « Plan de déploiement de l'hydrogène pour la transition énergétique », 2018.

36 Rissman *et al.*, « Technologies and Policies to Decarbonize Global Industry », 2020.

37 Ministère de la Transition Ecologique et Solidaire, « Stratégie nationale bas-carbone », 2020.

38 L'article 1 de la LTECV dispose que la politique énergétique nationale a notamment comme objectif de « disposer d'un parc immobilier dont l'ensemble des bâtiments sont rénovés en fonction des normes « bâtiment basse consommation » ou assimilées, à l'horizon 2050.

39 Ministère de la Transition Ecologique et Solidaire, « Stratégie nationale bas-carbone ».

attendus des économies d'énergie peinent à rembourser le montant des investissements consentis au titre de l'efficacité énergétique, a fortiori l'ensemble des coûts de la rénovation.

Les difficultés de financement proviennent ici de la perception d'un manque de rentabilité. Cette perception découle d'une appréciation de la rentabilité qui se fait à des horizons trop courts par rapport à la durée de vie totale de l'installation.

Le rapport Canfin-Zaouati<sup>40</sup> revient en détails sur les facteurs d'explication des déficits d'investissement et les problématiques de rentabilité financières.

## 2.5. Segmentation selon la localisation des projets

Enfin, une dernière segmentation semble pertinente lorsque que l'on regarde les obstacles au financement, c'est celle de la localisation des projets, et dans quelle mesure ils s'insèrent dans un écosystème financier.

Il y a d'une part une très grande concentration des compétences des acteurs financiers dans les grands centres urbains. Bien que le secteur bancaire présente un meilleur maillage sur le territoire que les investisseurs en fonds propres, les compétences concernant les enjeux de la transition restent faibles et concentrées dans quelques grandes métropoles. De ce constat découle la faible capacité des acteurs financiers à identifier et analyser les projets sur le territoire ou à une échelle régionale, notamment pour les petits projets.

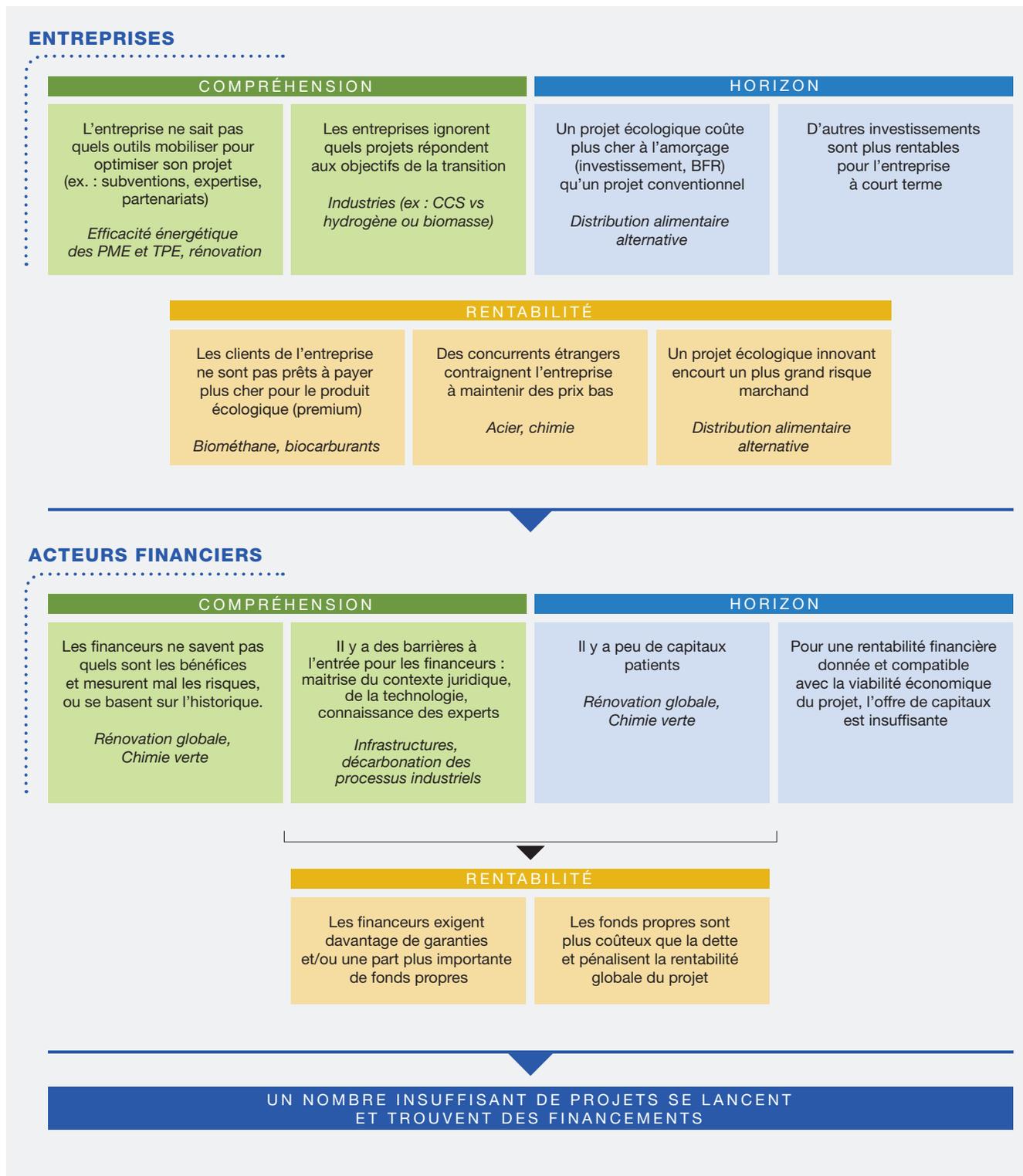
D'autre part, certains projets rencontrent des difficultés de financement en raison de la difficulté à faire se connecter entre eux des projets très décentralisés, comme pour les projets de méthanisation ou de réseau de chaleur à base industrielle par exemple. De plus l'agrégation de ces projets crée des coûts de transaction très importants<sup>41</sup>.

Cette analyse des différentes facettes du financement de la transition a permis d'identifier trois obstacles majeurs : le manque de compréhension de la transition par les acteurs financiers, des difficultés à trouver des capitaux pour des projets de moyen et long terme, et des projets qui apparaissent comme insuffisamment rentables pour attirer des acteurs financiers. les **tableaux 1** et **2** récapitulent les principaux obstacles identifiés.

<sup>40</sup> Canfin et Zaouati, « Pour la Création de France Transition », 2018.

<sup>41</sup> Canfin et Zaouati.

**TABEAU 2 : EXEMPLES D'OBSTACLES AU FINANCEMENT RENCONTRÉS PAR LES ENTREPRISES ET LES ACTEURS FINANCIERS**



## 3. Améliorer la compréhension de la transition bas-carbone par les acteurs financiers

### MESSAGES CLÉS

- Malgré une dynamique positive depuis quelques années, le niveau global de connaissance de la transition des acteurs financiers reste très faible, surtout chez les acteurs bancaires.
- Face à ce constat, les régulateurs doivent inciter plus fortement les acteurs financiers à mener un véritable effort de formation, à la fois pour qu'ils acquièrent un socle commun de connaissances et pour former des experts des montages financiers spécifiques aux projets de transition.
- L'effort doit aussi porter sur le développement d'outils simples d'usage et adaptés à ces acteurs afin de les accompagner à appréhender les enjeux de la transition.

Les nombreux entretiens menés dans le cadre de ce rapport conduisent à poser le constat général que malgré des avancées, il existe encore un manque réel de compréhension et d'appropriation des sujets climatiques et environnementaux, dans leur complexité, par la grande majorité des acteurs financiers. Ce constat est également partagé au sein de différents rapports sur la finance durable<sup>42 43</sup> et le financement de la transition<sup>44</sup>. Ce manque de compétences et de capacités techniques recouvre plusieurs domaines : il y a d'abord la compréhension du changement climatique en lui-même, de ses impacts physiques et socio-économiques. Ensuite il y a la compréhension des enjeux d'atténuation et d'adaptation et des stratégies déployées par les Etats, avec les risques et opportunités qui y sont liés. Enfin, il y a tout le champ de connaissances plus techniques, qui sont liées au secteur énergétique, aux nouvelles technologies vertes et aux applications industrielles.

Ce constat ne reflète pas seulement une volonté insuffisante des acteurs financiers à s'emparer du sujet, il est aussi le fruit d'une complexité certaine du sujet et d'une difficulté réelle à articuler les enjeux de financement de la transition avec la sphère financière. En effet les acteurs économiques et financiers ne disposent pas de plan de financement de la transition<sup>45</sup>, ni de vision sectorielle de la transition, leur permettant de transcrire facilement les sujets climatiques dans une approche financière.

Ce constat varie selon le profil des acteurs financiers. Les investisseurs de marché semblent plus en avance, notamment grâce à l'engagement historique de certains gestionnaires d'actifs spécialisés qui ouvrent la voie à de meilleures

pratiques. Malgré les évolutions de certaines banques d'investissement, les acteurs bancaires sont en revanche plus en retard, et c'est particulièrement dommageable au regard du poids que les banques représentent dans le financement de l'économie en Europe.

Pour accompagner et accélérer la transition des entreprises, il est essentiel que leurs partenaires financiers soient compétents face à ces enjeux. La transition bas-carbone des entreprises nécessitera des engagements de neutralité carbone ou des plans de transition au niveau des entreprises. Les acteurs financiers doivent être en mesure de poser les bonnes questions, financer les projets pertinents et permettre aux entreprises de se placer dans des trajectoires d'investissement bas-carbone à travers l'engagement actionnarial.

### 3.1. Renforcer les exigences de formation des acteurs financiers

La formation est un des leviers essentiels pour accélérer la compréhension des enjeux climatiques. Ce constat est reconnu par les superviseurs, ainsi le NGFS dans son rapport *A call for Action*<sup>46</sup> rappelle dans sa quatrième recommandation ce besoin de formation et de renforcement des capacités d'analyse chez les institutions financières. De même la Banque Centrale Européenne, dans ses attentes de supervision relatives aux risques climatiques<sup>47</sup>, explicite dans son attente 5.2 que les institutions financières doivent veiller à ce que les directions en charge de la gestion des risques climatiques aient le niveau de formation adéquat.

42 Finance for Tomorrow et Birdeo, « Les métiers de la finance durable », 2020.

43 Ducret et Lemmet, « Pour une Stratégie Française de la Finance Verte », 2017.

44 Canfin et Zaouati, « Pour la Création de France Transition », 2018.

45 Les rapports Ducret-Lemmet et Canfin-Zaouati pointent ce manque et recommandent l'établissement d'un plan de financement de la Stratégie Nationale Bas Carbone et de la Programmation Pluriannuelle de l'Énergie.

46 NGFS, « First comprehensive report : A call for Action », 2019.

47 Banque centrale européenne, « Guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement », 2020.

Au-delà des attentes exprimées par les superviseurs, l'enjeu de formation est en réalité plus large car il faut parvenir à une montée en compétence générale de l'ensemble des acteurs financiers sur ces sujets, pas uniquement des départements de gestion des risques. Ce besoin de formation généraliste se double d'un besoin de former de nouveaux profils d'investisseurs et de banquiers spécialisés dans le financement de la transition.

#### 3.1.1. Un socle commun de connaissances généralistes

La création d'un socle commun de connaissances de base sur les enjeux climatiques pour l'ensemble des acteurs financiers est essentielle.

S'agissant des investisseurs sur les marchés cotés et non cotés, il existe bien quelques gestionnaires de fonds spécialisés dans la transition, mais leur nombre reste très limité et trop de gestionnaires classiques continuent encore à considérer que ce sont des enjeux « de niche ». Pour ces investisseurs, la problématique principale est de savoir quelles sont les données pertinentes pour analyser les risques climatiques et les trajectoires bas-carbone des entreprises ; et de pouvoir avoir accès à ces données. Les approches existantes de type ESG sont très inégales et manquent de clarté quant aux indicateurs sous-jacents utilisés pour analyser les expositions des entreprises. Quant aux indicateurs d'alignement sur l'Accord de Paris, les méthodologies présentes actuellement représentent un pas important mais elles manquent encore de robustesse pour être de véritables outils d'aide à la décision et ne couvrent pour l'instant que l'alignement avec une trajectoire bas-carbone et non les autres dimensions couvertes par l'accord de Paris (adaptation et développement durable)<sup>48</sup>.

S'agissant des acteurs bancaires, il existe aujourd'hui un véritable problème de compétences au sein des banques de détail pour analyser les prêts aux PME, ETI et aux ménages notamment au regard des enjeux de la transition. Or le sujet est crucial, puisque les banques sont majoritairement le seul interlocuteur financier de ces entreprises<sup>49</sup><sup>50</sup>. Les actions de sensibilisation à l'importance des risques climatiques ou la conduite d'un exercice pilote climatique par l'ACPR<sup>51</sup> sont un premier pas, mais qui reste trop limité aux seules directions des risques. De la même façon, la mise en œuvre de la transparence climatique demeure encore trop cantonnée aux seuls départements RSE des banques.

Enfin, il existe la question non négligeable de la capacité pour les acteurs financiers, et notamment pour les banques, d'assumer le surcout lié à cette formation de l'ensemble de leurs équipes.

Pour parvenir à ce socle commun de connaissances, les régulateurs et superviseurs ont un rôle important à jouer, qui va plus loin que la seule reconnaissance de l'importance du sujet. Ils doivent exprimer plus clairement leurs attentes vis-à-vis des acteurs financiers en matière du contenu des formations, de son caractère obligatoire ou non, et préciser quels sont les départements prioritaires. Les actions engagées en matière de formation ESG restent trop générales pour répondre aux spécificités des risques climatiques et du financement de la transition.

Les régulateurs de marché peuvent également approfondir le travail déjà entamé dans le cadre de la certification AMF et renforcer la section consacrée aux sujets de changement climatique et de transition bas-carbone au sein de la certification. Des modifications ont déjà été apportées en 2019 pour intégrer des éléments relatifs à la finance durable, mais elles restent d'une ambition limitée.

Quant aux régulateurs bancaires, s'ils ne disposent pas d'un outil similaire à celui de la certification AMF, ils peuvent néanmoins inciter fortement les banques à former leurs équipes plus largement et demander des comptes lors du dialogue de supervision sur les actions engagées en la matière. Comme évoqué dans le rapport *Quel rôle pour la réglementation financière dans la transition bas carbone ?*<sup>52</sup> le dialogue de supervision est un outil efficace pour conduire les institutions financières à faire évoluer leurs pratiques. Ce socle de connaissance doit être suffisamment solide pour permettre aux banquiers d'être en mesure d'interroger les entreprises clientes sur leur stratégie climat et les accompagner dans leurs investissements. Le socle généraliste devrait également permettre d'accompagner le développement de la vente de produits d'épargne verte. Un tel socle de connaissances est déjà développé au sein de formations à destination des employés de l'AMF et l'ACPR dans le cadre du projet Finance ClimAct<sup>53</sup>. Une option envisageable serait de généraliser ce type de formations pour les institutions supervisées.

#### 3.1.2. Une formation spécifique au montage de projets verts et de transition

Au-delà de ce socle commun, il faut également réussir à faire émerger une génération de professionnels de la finance spécialisés dans les financements liés à la transition. Ce type de profils requiert de combiner une forte culture technique et thématique, pour appréhender les enjeux liés aux technologies et aux processus industriels, et des compétences financières spécifiques qui permettent d'articuler plusieurs types de financements sur des durées plus longues.

48 Institut Louis Bachelier et Julie Raynaud, « The Alignment Cookbook », 2020.

49 Observatoire du financement des entreprises, « Rapport sur le financement des PME et ETI en croissance », 2015.

50 AFG, « Financement des PME », 2017.

51 ACPR, « Scénarios et hypothèses principales de l'exercice pilote climatique », 2020.

52 I4CE, Michel Cardona et Maria Berenguer, « Quel rôle pour la réglementation financière dans la transition bas-carbone ? », 2020.

53 Finance ClimAct, « Progress Report 1 », 2020.

La réglementation financière peut intervenir à plusieurs endroits pour faciliter l'émergence de professionnels combinant une forte culture technique et financière :

Pour les métiers relevant de la certification AMF, il serait souhaitable de construire une certification AMF spécifique aux métiers du financement de la transition. L'AMF travaille déjà à la construction d'une certification spécifique optionnelle liée à la finance durable, mais celle-ci est orientée en direction des personnels en relation avec la clientèle et demeure centrée sur une approche ESG. Or, il faudrait également étendre cette certification aux métiers de gérants, analystes, et 'structureurs' et y intégrer des volets spécifiques aux problématiques climatiques. Cela permettrait d'éviter les risques importants liés à l'éco-blanchiment et cela redonnerait de l'attractivité à un métier pour les nouvelles générations<sup>54</sup> dont les attentes en matière d'engagement climatique sont plus importantes.

Concernant les métiers bancaires, bien qu'il n'existe pas de dispositif similaire à celui de la certification AMF pour les gérants, il faudrait que les superviseurs entament une réflexion avec les organismes de formation sur les évolutions des métiers bancaires concernant le montage de projets verts et de transition. A ce jour, les organismes de formation des professions bancaires, regroupés au sein de l'Ecole supérieure de la banque, ne proposent aucun module relatif aux enjeux climatiques ou au financement de la transition.

### 3.2. Inciter au développement d'outils simples pour comprendre la transition

Bien que l'importance de la formation et d'une prise de conscience nécessaire soit clé pour accélérer la transition chez les acteurs financiers, ceux-ci font également face à un manque d'outils adaptés pour les accompagner. Pour avancer sur ce chantier, les régulateurs peuvent à la fois orienter vers le développement de certains outils, accélérer leur évolution ou bien écarter les outils ou les méthodes qui ne sont pas suffisamment pertinentes. De nombreux rapports<sup>55</sup> reviennent en détails sur les enjeux de régulation des différents outils qui permettent aux acteurs financiers d'appréhender les sujets climatiques, en matière de risque<sup>56</sup>, d'analyse de scénario<sup>57</sup>, d'impact<sup>58</sup>, de labels<sup>59</sup>, etc. La section qui suit propose une revue rapide des enjeux qui leurs sont propres, à l'exception d'un développement spécifique sur l'outil de la notation.

#### 3.2.1. Des outils potentiels pour faciliter la compréhension de la transition sont actuellement en développement

##### Développer une taxonomie brune

La taxonomie des activités durables introduite par la Commission européenne suite aux travaux du *Technical Expert group*<sup>60</sup>, est l'un des outils à la disposition des acteurs financiers. Elle devrait être complétée par les travaux de la Plateforme sur la Finance Durable et entrer en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2022 pour les objectifs d'atténuation et d'adaptation.

Le premier enjeu relatif à la taxonomie pour les régulateurs est la constitution d'une taxonomie des activités brunes, puisqu'aujourd'hui la taxonomie se focalise sur les activités de faible intensité carbone (*own performance*), les activités contribuant à la transition (*transition activities*) et les activités permettant à d'autres de réduire leurs émissions (*enabling activities*). Une taxonomie des activités brunes permettrait de faciliter l'exclusion du financement de nouveaux projets relevant de cette qualification et de réduire le risque d'actifs bruns échoués. Le développement d'une taxonomie des activités brunes avait été demandé par le NGFS<sup>61</sup> et certaines ONG<sup>62,63</sup> et elle est actuellement en cours de développement au sein de la Plateforme européenne sur la finance durable.

##### Accélérer l'appropriation de la taxonomie par les banques

Par ailleurs, la taxonomie a dans son esprit et dans son développement été principalement pensée pour les acteurs de marché, qu'ils soient investisseurs ou entreprises cotées. Or il est essentiel que les acteurs bancaires ainsi que les entreprises non cotées puissent s'en saisir et c'est le second enjeu pour les régulateurs que de rendre cette classification applicable.

Concernant les enjeux de taxonomie, beaucoup d'acteurs bancaires se sont placés dans une posture attentiste. Ces banques évoquent les difficultés à identifier les crédits qu'elles ont en portefeuille ainsi que le coût important de modification de leurs systèmes d'information. C'est pourquoi il apparaît qu'il y a là un enjeu pour les régulateurs bancaires de s'assurer que l'ensemble des banques se mettent en ordre de marche pour l'entrée en vigueur de la taxonomie en 2022.

Cependant, certaines des banques les plus en avance développent leur propre grille d'analyse, et donc leur compréhension de la transition. C'est par exemple le cas de Natixis, qui a développé un Green Weighting Factor et du Crédit Agricole avec sa note de transition pour les entreprises

54 Finance for Tomorrow et Birdeo, « Les métiers de la finance durable », 2020.

55 Alexandre Holroyd *et al.*, « Choisir une finance verte au service de l'Accord de Paris », 2020.

56 I4CE *et al.*, « Getting started on physical climate risk analysis in finance.pdf », 2018.

57 I4CE *et al.*, « L'analyse par scénarios des enjeux de la transition bas-carbone », 2020.

58 IFC, « The Promise of Impact Investing », 2019.

59 Novethic, « Panorama des labels européens de finance durable », 2020.

60 Technical Expert Group on Sustainable Finance, « Taxonomy: Final report », 2020.

61 NGFS, « First comprehensive report : A call for Action », 2019.

62 Finance Watch, « Financing the European Green Deal », 2020.

63 Reclaim Finance, « Contribution à la Sustainable Finance Strategy », 2020.

cotées et non cotées. Il y a donc une hétérogénéité des grilles d'analyse pour les banques les plus en avance, qui constitue un autre défi pour les superviseurs.

#### Favoriser l'émergence de labels cohérents avec la taxonomie et le respect de la promesse-client

En parallèle des travaux sur la taxonomie vient l'évolution des labels liés à la finance durable. Après un temps de foisonnement, le premier enjeu pour les régulateurs est de s'assurer une cohérence complète entre les différents labels (standards des obligations vertes, Ecolabel pour l'épargne verte,<sup>64</sup> etc.) et la taxonomie. Le second enjeu est de garantir l'intégrité des promesses faites aux clients, afin d'éviter les risques d'éco-blanchiment et d'altération à plus long terme de la réputation des produits de finance durable.

De façon similaire, on assiste à une dynamique forte de développement de nouveaux produits de finance durable, comme les *sustainability-linked bonds* ou les *sustainability-linked loans*, qui intègrent des critères d'impact et lient l'atteinte d'objectifs de développement durable au coût du financement. Cette dynamique peut être perçue comme positive ; elle peut aussi venir créer de la confusion et ouvrir la voie à des pratiques d'éco-blanchiment alors que la demande pour les produits durables est en forte croissance et qu'entrent sur ce marché de la finance durable des acteurs moins familiers de ces enjeux.

A titre d'exemple, l'Allemagne a lancé en septembre 2020 le concept de *twin bonds*, en émettant une obligation verte et une obligation classique « jumelle », dont les titres peuvent s'échanger afin d'en garantir la liquidité. Cependant la qualité « verte » de cette obligation a été débattue, en ce qu'elle ne respecterait pas le niveau d'ambition de la taxonomie. En effet, l'un des piliers de la taxonomie est son principe DNSH<sup>65</sup>, or dans le cas de l'obligation allemande, une partie importante des fonds levés finançait des infrastructures ferroviaires, pouvant possiblement servir au transport de combustibles fossiles.

Comme pour les labels, ces exemples d'innovation en matière de produit financier témoignent du travail qu'il reste aux régulateurs nationaux et européens pour gagner en cohérence et en respect de la promesse client quant à l'intégrité durable du produit vendu sous cette étiquette.

#### 3.2.2. Focus sur la notation ESG des entreprises cotées et des PME

Dans les décisions d'octroi de financements par des acteurs financiers, l'analyse des ratios financiers basés sur les comptes de résultats et les bilans tient une place prépondérante. Cependant pour enrichir cette analyse, qui résulte principalement de données passées, d'autres

données, qualifiées d'extra-financières, peuvent être utilisées, notamment pour apprécier la stratégie et les orientations prises par les entreprises en lien avec la transition bas-carbone.

#### Les enjeux de régulation pour les agences de notation ESG

Depuis les années 2000, des agences de notation spécialisées dans la notation extra-financière se sont créées pour analyser les performances des entreprises en matière d'environnement, de social et de gouvernance. Ces facteurs ayant un impact direct sur le niveau de risque crédit des entreprises, les agences de notation classiques se sont également intéressées à ce sujet. Après plusieurs années de foisonnement et d'innovation, le marché européen connaît actuellement un mouvement de concentration où la plupart des agences européennes ont été rachetées par des acteurs américains leaders de marché. Parmi les exemples de cette dynamique, on peut citer le rachat de Trucost par S&P en 2016, la prise de participation de 40 % de Sustainalytics par ISS ou le rachat de Vigéo Eiris par Moody's en 2019.

Si cette succession de rachats peut être le signe que les enjeux climatiques suscitent un intérêt croissant des acteurs financiers, elle pose néanmoins plusieurs questions pour le régulateur européen.

Il y a d'abord le risque que les méthodologies développées en Europe soient captées et possiblement détournées par quelques acteurs spécifiques, et principalement les agences de notations et les organismes de normalisation nord-américains. Le rapport Holroyd<sup>66</sup> revient plus en détails sur cette problématique et sur l'enjeu des notations des entreprises qui ne reflèteraient plus la vision européenne en matière d'évaluation des risques ESG, plus novatrice et plus exigeante. En effet les approches ESG européennes sont en général alimentées par les travaux de recherche académique, elles se basent sur les standards européens, et répondent aux spécificités européennes d'approche de double matérialité.

D'autre part, ce mouvement ne résout pas la problématique du manque de transparence des méthodologies et de la grande hétérogénéité qui existe entre les différentes compréhensions de l'analyse ESG. La tendance actuelle des fournisseurs de service et des agences de notation extra-financière est de faire de « l'expertise climatique » une boîte noire, du fait que la valeur ajoutée de ces acteurs repose justement sur le secret de leurs outils analytiques.

Sur la problématique spécifique de l'information relative au changement climatique, il apparaît prématuré à ce stade de normaliser les méthodologies d'analyse des risques climatiques et d'alignement. Cependant il serait souhaitable d'accroître la transparence des agences de notation sur

64 C'est également le travail qui est actuellement mené dans le cadre de l'Eco-label (voir partie 4.4.2. *Les leviers d'action possibles*).

65 Do No Significant Harm, principe par lequel une activité pour être qualifiée de durable doit à la fois répondre à l'un des six objectifs (atténuation, adaptation, pollution, protection de l'eau, économie circulaire et biodiversité) sans avoir un impact négatif significatif sur les autres objectifs.

66 Holroyd *et al.*, « Choisir une finance verte au service de l'Accord de Paris », 2020.

les méthodologies et la collecte de données utilisées. Plusieurs pistes sont possibles, comme celles d'audits ou de certification externes pour lever les obstacles du manque de fiabilité des données et des analyses de risques climatique. Ces chantiers sont actuellement en cours au niveau européen, avec les évolutions récentes de la directive NFRD<sup>67</sup> et les réglementations à venir concernant les agences de notation ESG et les fournisseurs de données.

La Commission européenne a bien identifié ce sujet, puisqu'elle invitait ses parties prenantes à formuler des propositions dans le cadre de la Consultation sur la Stratégie renouvelée en matière de finance durable. Dans leur réponse à cette consultation, les autorités françaises appelaient également à établir un cadre de régulation et de supervision de la notation ESG<sup>68</sup>.

#### **Le levier de la cotation Banque de France pour les PME et ETI**

Si les grandes entreprises et leurs financeurs ont pris l'habitude d'analyser ces données ESG, il en va différemment pour les PME et ETI et leurs partenaires financiers. Or, dans l'octroi de financement à ce type d'entreprises, la cotation réalisée par la Banque de France peut se trouver décisive. Cette cotation repose aujourd'hui avant tout sur l'analyse de ratios financiers, mais elle peut être modulée par une analyse qualitative qui comprend des critères extra financiers, dont la responsabilité sociale et environnementale (RSE).

Cependant, cette analyse n'est aujourd'hui pas suffisamment réalisée par les équipes de la Banque de France, faute de sensibilisation et de méthodologies précises. Il demeure un travail de formation interne à réaliser pour mieux accompagner les analystes à intégrer les sujets climatiques dans leur analyse et un travail méthodologique pour développer des outils.

Ce travail devra s'accompagner de l'émergence de standards de cotation et il y a ici un rôle à jouer pour la réglementation financière pour préciser quel serait un cadre d'analyse extra-financière pertinent, pour aider les acteurs financiers et notamment bancaires à positionner les PME et ETI dans la transition.

67 Directive 2014/95/EU – non-financial reporting directive (NFRD).

68 Banque de France *et al.*, « Réponse des autorités françaises à la consultation de l'Union européenne sur la stratégie renouvelée pour la finance durable », 2020.

## 4. Lutter contre la préférence des acteurs financiers pour le court terme au détriment du long terme

### MESSAGES CLÉS

- Il existe un court-termisme de l'ensemble des acteurs financiers, y compris chez les investisseurs de long terme, qui constitue un frein à la transition. Ce court-termisme est renforcé par un manque de données et d'outils ainsi que par les règles comptables.
- La réglementation financière peut contribuer à réduire le biais court-termiste en influençant les pratiques de rémunérations et en réduisant les pressions exercées par les performances des indices.
- Les études empiriques sur l'impact des règles prudentielles sur les crédits montrent qu'un impact limité existe sur la période d'ajustement à de nouvelles dispositions mais qu'il n'est pas avéré sur des horizons plus lointains.
- La préférence des investisseurs pour le court terme résulte aussi de l'orientation de l'épargne des particuliers. Un dispositif réglementaire favorisant une meilleure prise en compte des préférences des clients, des labels informatifs et des offres de placements adaptées devrait contribuer à réorienter l'épargne des particuliers vers la transition.

L'orientation actuelle des investisseurs vers le court terme au détriment du long terme est un obstacle important au financement de la transition. Un ensemble de facteurs conduit à freiner ces types d'investissements, qui nécessitent en général un financement plus long que les investissements classiques, comme c'est le cas pour les infrastructures vertes et les projets de décarbonation des processus industriels. Cette section examine successivement quatre points principaux : la prévalence des profits à court terme chez les acteurs financiers, deux leviers réglementaires non prudentiels disponibles pour lutter contre le biais court-termiste, l'absence d'impact des règles prudentielles sur les financements de long terme et l'insuffisante mobilisation d'une épargne de long terme au service de la transition.

### 4.1. La prévalence de la rentabilité à court-terme des investisseurs

Le court-termisme des acteurs financiers est une réalité structurelle des marchés financiers qui ne concerne pas uniquement les investissements liés à la transition mais qui, dans ce cas, fait partie des obstacles à son financement. Il prévaut même au sein des investisseurs dit de « long terme », comme ont pu le mettre en évidence certains acteurs entendus en entretien, ainsi que plusieurs travaux de recherche<sup>69</sup>, parmi lesquels ceux de l'OCDE<sup>70</sup>. La majorité des investisseurs, y compris ceux de long terme,

ont un turn-over important de leur portefeuille et demeurent dans une logique court-termiste<sup>71</sup>.

Le court-termisme n'est pas simple à définir et varie selon la compréhension de chacun<sup>72</sup>. Mais on peut parler d'une pression exagérée exercée par la recherche de résultats financiers rapides, au détriment d'une vision plus stratégique à un horizon de long terme, qui prend en compte la création de valeur pour l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise.

Ces inquiétudes sur un éventuel court-termisme des acteurs financiers et leurs conséquences sur la vie des entreprises ne sont pas nouvelles, et elles ont été démontrées empiriquement. Ainsi, Andy Haldane, aujourd'hui chef économiste à la Banque d'Angleterre, s'en faisait déjà l'écho en 2011 dans son discours « The short long », en mettant en évidence les excès des pratiques d'actualisation des résultats à venir<sup>73</sup>. Son analyse démontrait également que ces logiques court-termistes étaient en train de croître et se propageaient dans l'ensemble des secteurs industriels.

Il ne s'agit pas de décrier les financements court-terme dans leur ensemble – qui apportent une diversité nécessaire de financements aux entreprises selon leur besoin, ni les investissements réalisés à court terme sur les marchés financiers qui ont également leur utilité – assurer la liquidité du marché secondaire et contribuer à la liquidité des acteurs bancaires.

Cependant, et comme Mark Carney l'a si justement rappelé dans son discours de la Tragédie des horizons<sup>74</sup>, ce court-

69 Patrick Bolton et Frédéric Samama, « L-Shares: Rewarding Long-Term Investors », SSRN Scholarly Paper Rochester, NY: Social Science Research Network, 2012.

70 Observateur OCDE et Carolyn Ervin, « Investisseurs de long terme : trouver le bon modèle », 2012.

71 Mercer, 2 degrees investing initiative, et The Generation foundation, « The Long and Winding Road », 2020.

72 ESMA, « Report on undue short-term pressure on corporations from the financial sector », 2019.

73 Andrew G Haldane: Haldane: et Richard Davies, « The Short Long », 2011, 15.

74 Mark Carney, « Breaking the Tragedy of the Horizon – climate change and financial stability », 2015.

termisme de l'ensemble du secteur financier vient entraver le financement de la transition par les acteurs financiers, qui peinent à se projeter à des horizons qui dépassent les trois à cinq ans. Mais ce court-termisme rejaillit également sur la stratégie des entreprises, qui sont pressées par leurs financeurs de produire des résultats financiers rapidement<sup>75</sup>.

Cela a pour conséquence d'entraîner un manque de vision à long terme et peut conduire les directions d'entreprise à adopter des stratégies qui ont pour fonction de rassurer les investisseurs à court terme, des politiques de restructuration ou le refus d'engager des investissements. Par exemple, cela s'illustre dans les difficultés à financer le passage de chaînes de fabrication d'automobiles à moteurs thermiques vers des moteurs électriques, car les fabricants et leurs financeurs donnent trop la priorité aux ventes à court terme et n'intègrent pas forcément la rapidité avec laquelle la demande de véhicules des clients va se déplacer à l'avenir. Cependant, les raisons d'être des entreprises ne peuvent pas se limiter à la seule création de valeur pour les actionnaires, qui ne sont que l'une des parties prenantes.

#### 4.1.1. Le manque d'informations et d'outils permettant une projection à long terme

Les biais de court-terme rendent difficile la compréhension des enjeux climatiques mais aussi leur représentation dans le temps et l'ampleur de la mutation à mener. Ils contribuent à ce que les acteurs financiers demeurent dans leur horizon d'analyse habituelle, qui valorise les profits individuels à court terme liés aux activités carbonées, au détriment de gains financiers et socio-environnementaux à plus long terme liés à une économie plus durable et au maintien d'un changement climatique d'ampleur limitée.

Comme évoqué en **Partie 3**, les acteurs financiers souffrent d'un manque d'outils pour comprendre facilement la transition. C'est aussi le cas pour ce qui concerne la compréhension des horizons de long terme, difficulté accrue par le manque de données. Les acteurs financiers disposent d'une vaste palette d'outils d'analyse, mais quand bien même ceux-ci intègrent des composantes climatiques, leur horizon demeure relativement court, limité à quelques années, au lieu de trajectoires plus longues.

Il faut donc aller plus loin et développer de nouvelles données et de nouveaux outils d'analyse de risques et d'opportunité et des analyses de scénarios pour comprendre les trajectoires des entreprises à des horizons plus longs. Ces données et outils doivent être basés sur des scénarios à horizons 2050 et sur des trajectoires de décarbonation sectorielles basées sur la science.

#### Généraliser la transparence climatique de l'ensemble des dépenses d'investissement

Pour ce faire, les régulateurs disposent de plusieurs leviers, à commencer par celui de la transparence. Au niveau des entreprises cotées, il faut améliorer la transparence sur les investissements. Pour les entreprises couvertes par la directive européenne NFRD, le Règlement Taxonomie a introduit la transparence sur les dépenses d'investissement qui entrent dans le champ de la taxonomie. Il faudrait généraliser cette transparence à l'ensemble des dépenses d'investissement, y compris celles relevant des investissements bruns afin de connaître quelles sont la part de ces dépenses alignées avec la taxonomie ainsi que les parts grises et brunes. Cela faciliterait l'analyse des trajectoires climat des entreprises dans le temps long<sup>76</sup>, des stratégies mises en place ainsi que les possibles effets de verrouillage. Cependant, la mise en place d'une taxonomie des activités brunes au niveau européen est un préalable nécessaire pour clarifier ce qui peut être qualifié d'investissements défavorables au climat.

#### Accroître la transparence sur la politique de vote et d'engagement

D'autre part, avancer sur la transparence en matière de politique de vote et d'engagement pourrait également permettre de remettre du temps long dans les décisions des investisseurs. En effet, ainsi que le démontre le rapport de l'ESMA consacré aux pressions court-termistes<sup>77</sup>, l'engagement des investisseurs en matière d'ESG, et notamment d'investisseurs institutionnels, a un impact sur les stratégies de long terme des entreprises européennes. Il faudrait d'abord définir quels indicateurs sont les plus pertinents pour atteindre cet objectif. Cela permettrait d'accroître la transparence des stratégies dans lesquelles les investisseurs orientent les entreprises et les pousser à faire évoluer leurs pratiques de maximisation des profits à court terme.

#### Instaurer des critères minimums d'acceptabilité des méthodologies de risques climatiques et d'alignement

S'agissant des outils de mesure d'alignement ainsi que des méthodes d'analyse des risques climatiques, de nombreux travaux indiquent le manque de maturité de ces méthodes d'analyse<sup>78 79</sup>. Pour les régulateurs, et notamment les régulateurs français dans le cadre de l'ancien article 173 (devenu art LEC 29), il est désormais temps d'introduire des critères minimums d'acceptabilité des méthodes et de clarifier ce qui est sous-entendu derrière le terme très flou « d'alignement sur l'Accord de Paris »<sup>80</sup>. Ces clarifications devraient également être apportées au niveau de la réglementation européenne sur la transparence climatique.

75 Christophe Moussu, « Marchés financiers et court-termisme », *Annales des Mines - Realites industrielles*, 2019.

76 I4CE *et al.*, « L'analyse par scénarios des enjeux de la transition bas-carbone », 2020.

77 ESMA, « Report on undue short-term pressure on corporations from the financial sector », 2019.

78 Institut Louis Bachelier et Raynaud, « The Alignment Cookbook », 2020.

79 Institut Louis Bachelier et Raynaud.

80 I4CE, Ian Cochran, et Alice Pauthier, « A Framework for Alignment with the Paris Agreement: Why, What and How for Financial Institutions? », 2019.

### 4.1.2. L'impact des règles comptables

Les normes comptables et les pratiques d'actualisation qu'elles introduisent chez les investisseurs ont des conséquences négatives sur le financement de la transition bas carbone. Les flux financiers futurs sont actualisés pour obtenir l'équivalent d'une valeur actuelle et orienter la prise de décision. Les travaux évoquant ce sujet sont nombreux et ils mettent en évidence les limites de cette traduction comptable de la valeur intrinsèque d'un projet dans le temps<sup>81</sup>. Certains travaux, comme ceux d'Abdeldjellil Bouzidi<sup>82</sup> montrent que cette préférence pour le présent, créée artificiellement par des taux d'actualisation trop élevés, conduit à l'impossibilité de mettre en place des capitaux patients<sup>83</sup> ainsi qu'à la perte de projets favorables à la transition<sup>84</sup>.

Pour tous les investissements, même pour les investissements de long terme, la valorisation est réalisée au travers des reportings trimestriels et de la juste valeur (fair value). La norme IFRS 9 introduite en 2018 a des implications négatives en matière de court-termisme. Elle contraint en effet les investisseurs à une valorisation des actifs à la « juste valeur », qui les conduit à constater des plus ou moins-values dès la première année et entraîne des biais court-termistes dans les comportements.

Ce type de valorisation amplifie la volatilité et rend plus difficile pour les investisseurs de s'inscrire dans le temps long. La tentation de l'investisseur, renforcée par la pression des souscripteurs de fonds, de sortir de l'investissement dès que celui-ci est rentable est donc importante.

Ces impacts négatifs sur les investissements à long terme, et donc sur les investissements durables, ont conduit la Commission Européenne à mandater l'EFRAG afin d'explorer d'autres traitements comptables que celui de la juste valeur pour les investissements actions de long terme<sup>85</sup>. En effet, un premier avis technique de l'EFRAG<sup>86</sup>, publié en novembre 2018, avait confirmé ces possibles impacts négatifs sur les investissements de long terme. Ce rapport a été suivi d'un avis technique qui préconise de revoir les traitements comptables des investissements de long terme et qui formule des recommandations pour des options alternatives, comme le « recyclage » des gains et pertes de juste valeur accumulés dans les autres éléments du résultat global notamment. Cela permettrait de réduire les effets de volatilité à court terme pour des investissements de longue durée.

Cependant, du fait du changement de Commission, ces rapports sont pour l'instant restés sans effet. Il serait souhaitable que la stratégie renouvelée de la Commission en tienne compte.

### 4.2. Deux leviers réglementaires pour lutter contre le biais court-termiste

Deux autres facteurs contribuent au biais court-termiste des acteurs financiers : les rémunérations et la gestion indicielle. La réglementation financière peut intervenir comme levier sur ces deux facteurs.

#### 4.2.1. Intégrer les enjeux de la transition dans les politiques de rémunérations

La pression à maximiser les rendements à court terme est également accentuée par la façon dont fonctionne la rémunération chez les investisseurs. De fait, les politiques de rémunérations des gérants sont aujourd'hui principalement focalisées sur la seule création de rentabilité à des horizons relativement courts. Cela conduit les gérants à avoir un biais fort pour la rentabilité à court terme, puisque leur propre rémunération en dépend<sup>87</sup>.

Parmi les différents types de pratiques financières, ce constat est encore plus prégnant chez les fonds d'investissement privés. Les gestionnaires de ces fonds mettent en avant de façon récurrente la dépendance de leur propre rémunération à la performance de leurs fonds. Ce système a pour but de sécuriser les investisseurs en avançant l'argument de l'alignement de l'intérêt des gérants avec celui de leurs investisseurs. Cependant, il a pour conséquence un très fort biais vers la rentabilité à court terme des gérants de fonds.

Ce système d'incitation se trouve encore accentué par certaines pratiques, telles que celles des intérêts reportés, ou *carried interest*. Ils constituent la source principale de revenus des gérants, et représentent en moyenne 20% des gains réalisés sur les plus-values de cession des investissements. Initialement mis en place comme mécanisme d'intéressement, ce système est décrié car il pousse les gérants à des cessions rapides et accentue les visions court-termistes.

Comme évoqué précédemment, ce court-termisme est particulièrement défavorable aux projets de transition et particulièrement pour permettre l'émergence de nouvelles filières et de processus industriels qui présentent un profil de risque qui nécessite pourtant une forte part d'investissements en fonds propres.

Plusieurs leviers sont possibles pour corriger ce système d'incitations biaisées : dans un premier temps, contraindre les acteurs financiers à une mise en réserve de leurs rémunérations plus longue que le système actuel, qui prévoit

81 Patrick de Cambourg, Charlotte Gardes, et Valérie Viard, « Garantir la pertinence et la qualité de l'information extra-financière des entreprises : une ambition et un atout pour une Europe durable », 2019.

82 Abdeldjellil Bouzidi, Alain Grandjean, et Mireille Martini, « Régulation financière et urgence climatique - Pour des normes prudentielles et comptables plus vertes », 2017.

83 Bouzidi, Grandjean, et Martini.

84 Bouzidi, Grandjean, et Martini.

85 EFRAG, « Alternative accounting treatments for long-term equity investments », 2020.

86 EFRAG, « Technical advice on the accounting for equity instruments from a long-term investment perspective », 2018.

87 Moussu, « Marchés financiers et court-termisme », 2019.

un différé de 3 ans (voir Encadré 2 infra). Cela permettrait de réduire les pressions exagérées au court-termisme. En plus de cette mise en réserve, un système requérant pour les investisseurs des fonds d'investissements que la rémunération se fasse en partie en actions qui devraient être conservées toute la durée de l'investissement permettrait également de favoriser un intéressement des gérants à plus long terme.

Un autre levier possible, qui commence à se développer chez certains fonds, est de préconiser voire de contraindre d'associer la politique de rémunération à d'autres indicateurs que la seule rentabilité, comme les indicateurs d'impact<sup>88</sup>.

Faire varier la rémunération des gérants en fonction de l'atteinte de certains critères environnementaux et climatiques permettrait à la fois d'éviter le risque d'éco-blanchiment de certains fonds dit ESG, mais aussi d'inciter fortement les équipes à comprendre les méthodologies et les critères mis en place. Chez les fonds généralistes, l'atteinte des indicateurs d'impact peut être similaire à une approche DNSH. Sans transformer ces acteurs en fonds à impact positif, la rémunération pourrait varier en fonction de critères d'impacts négatifs : si des dommages sont commis, alors la part variable en est affectée.

Cependant les travaux de recherches sur les indicateurs d'impact sont encore balbutiants<sup>89</sup> et de telles pistes de régulation devraient attendre l'arrivée de méthodologies plus robustes.

#### 4.2.2. Contrebalancer les biais de la gestion indicielle

Cette pression à la rentabilité à court terme est encore alimentée par le développement de la gestion passive et l'importance que prennent les indices dans la gestion des portefeuilles.

Cette dynamique, qui ne cesse de se développer en Europe et en France, s'est accélérée en raison du contexte des taux bas et des frais souvent perçus comme élevés, prélevés par les sociétés de gestion active. Cependant cela pose question au vu du poids que représentent les investisseurs institutionnels français dans le financement de l'économie. Selon une enquête de 2017 de l'Af2i<sup>90</sup>, ces investisseurs détiennent un volume de 3 144 Mrd€.

Or, cette importance prise par la gestion passive focalise l'attention des investisseurs autour des questions de performances indicielles et de rentabilité à court terme<sup>91</sup>. Cela laisse donc peu de place aux débats sur les enjeux climatiques et aux notions d'impact des investissements. Par ailleurs, la gestion passive limite également largement la capacité des institutionnels à faire de l'engagement actif auprès des entreprises dans lesquelles ils investissent. Enfin, pour ceux qui font le choix d'une gestion active, les enjeux d'investissement sont également focalisés sur les indices, puisqu'il s'agit de démontrer que ce type de gestion permet une surperformance financière des indices classiques.

De plus, les investisseurs institutionnels sont une majorité à déléguer leurs décisions d'investissement à des sociétés externes, qui assurent la gestion de 65 % de leurs encours.

#### ENCADRÉ 2 : L'ENCADREMENT ACTUEL DES PRATIQUES DE RÉMUNÉRATIONS, ISSU DE LA CRISE DE 2008

L'encadrement des politiques de rémunérations a sensiblement évolué après la crise de 2008. En effet, les pratiques de rémunération par bonus des traders avaient alors été pointées du doigt comme possibles responsables de la crise, et les comportements de fortes prises de risques et de gestion court-termiste qu'ils entraînaient avaient été décriés.

Les politiques de rémunération sont depuis encadrées par un corpus réglementaire européen et sa transposition en droit français. Les personnes soumises à cet encadrement sont celles identifiées comme «preneurs de risques» ou dont la rémunération variable est supérieure à 100 000€.

Les textes prévoient notamment qu'au moins 50 % de la rémunération variable soit attribuée sous forme d'actions et que le versement d'au moins 40 % de cette part variable soit reportée pendant 3 ans minimum.

Les textes encadrant les politiques de rémunérations sont les suivants :

- pour les banques (concernant leurs activités de crédit et d'investissement) : il s'agit de la transposition des Accords de Bâle III dans la Directive CRD IV, elle-même transposée dans le Code Monétaire et Financier par l'ordonnance du 20 février 2014.
- pour les compagnies d'assurance : la directive Solvency II transposée dans le Code des Assurances par l'Ordonnance n° 2015-378 du 2 avril 2015
- pour les entités de gestion d'actifs et de private equity : les directives AIFMD et UCITS transposées dans le Code Monétaire et Financier par l'Ordonnance n° 2016-312.

88 Luciana Aquino et Sean Doran, « Impact Investing : Challenges to Impact Measuring », 2017.

89 Aquino et Doran.

90 Af2i, « Investisseurs institutionnels - Enquête », 2017.

91 ESMA, « Report on undue short-term pressure on corporations from the financial sector », 2019.

Ce fonctionnement contribue également à limiter les possibilités d'action et de discussion directes en matière de transition auprès des entreprises dans lesquelles ils investissent.

Ces différentes pratiques tendent à favoriser des logiques de performances de court-terme, sans questionner l'impact de plus long terme sur le climat des sociétés valorisées par les indices. Au regard des volumes de capitaux concernés, l'impact des décisions d'investissement des investisseurs institutionnels est pourtant significatif.

Les travaux entamés par la Commission européenne dans son Plan d'action<sup>92</sup> puis par le règlement Benchmark<sup>93</sup> sur des critères de définition d'indices de transition et d'indices « alignés sur l'Accord de Paris » sont un premier pas, mais ils sont loin d'être suffisants. En outre, la création de ces indices « verts » peut générer un risque de bulle important, si les investisseurs institutionnels se détournent massivement des indices classiques au profit des indices « verts ». Cela pourrait potentiellement entraîner une survalorisation de ce type d'actifs et un phénomène de bulle, sans résoudre le problème des trajectoires des entreprises qui ne sont aujourd'hui pas alignées sur l'Accord de Paris et qu'il faut accompagner.

Une « bulle (spéculative) verte » se caractériserait par une hausse forte des prix des actifs considérés comme verts, hausse décorrélée de la valeur réelle de ces actifs. Une telle hausse refléterait un effet d'emballement des acteurs financiers et qui se caractériserait par une dynamique dans laquelle les prix se déconnecteraient peu à peu de l'économie réelle. Ce phénomène peut conduire à des surinvestissements dans certains secteurs et à des situations marquées par des retournements brutaux des anticipations et des pertes qui apparaissent, les investisseurs se détournant alors brutalement de ce secteur en entraînant une forte chute des prix et une crise de confiance face à ce secteur. L'Europe avait connu une telle bulle spéculative sur les panneaux solaires au début des années 2000.

C'est pour cela qu'il faut aller au-delà de la logique d'une finance verte, de niche, en marge de la finance classique et avancer vers une transparence climatique de l'ensemble des indices. Le règlement Benchmark introduit une obligation de transparence sur la prise en compte des critères ESG et d'empreinte carbone pour les fournisseurs d'indices généralistes. C'est là aussi à la fois un premier pas encourageant, mais une ambition qui demeure finalement assez limitée puisqu'elle vise d'abord à renforcer la transparence pour les indices qui utilisent des indicateurs ESG. En revanche, en ce qui concerne les indices qui ne tiennent pas comptes des facteurs ESG, leur seule obligation se limite à préciser qu'ils ne poursuivent effectivement pas ces objectifs.

Il faut donc réussir à avancer vers une transparence climatique plus importante, qui soit plus précise que ce qui peut exister dans les approches ESG et plus dynamique que les mesures statiques d'empreinte carbone. Cette transparence climatique des indices généralistes reste à construire, pour déterminer quels pourraient être les indicateurs pertinents. Il est nécessaire de parvenir à avancer sur ce sujet clé, pour que les utilisateurs d'indices puissent prendre conscience des conséquences climatiques induites par les activités des entreprises valorisées par les indices.

### 4.3. L'absence d'impact des règles prudentielles sur les financements long terme ou spécialisés

Pour certains analystes et acteurs financiers, les règles prudentielles pénaliseraient les investissements de long terme ou les financements spécialisés. Cette question est importante car si ces règles ne sont pas spécifiques au financement de la transition bas-carbone et s'appliquent à l'ensemble de l'activité financière, le financement de la transition en serait particulièrement pénalisé compte tenu de l'importance des besoins de financement longs nécessaires. Dans cette section, nous résumons les conclusions d'une revue – effectuée dans le cadre de ce rapport – des principales réglementations visées par ces critiques pour déterminer si l'impact est démontré de façon empirique : les règles prudentielles n'ont pas d'impact durable sur les financements de long terme.

Les réglementations prudentielles suivantes ont été passées en revue : exigences de liquidité des fonds d'investissement, ratios de liquidité des banques, exigences de capital des banques, règles de solvabilité des assurances et traitement prudentiel des opérations de crédit-bail (cf. Annexe technique - Examen de l'impact involontaire des règles prudentielles des acteurs financiers).

L'examen de ce panel de réglementations prudentielles montre que ces règles, comme c'est au demeurant leur objectif, ont un impact sur le comportement des acteurs financiers. Elles cherchent en effet à influencer la politique de transformation (ressources à court terme/emplois à plus long terme) des acteurs financiers pour réduire les situations de transformation excessive qui fragilisent leur situation en cas de tensions ou de crise. Elles changent le comportement des acteurs financiers qui, compte tenu de la préférence des investisseurs pour la liquidité ou de la difficulté à mobiliser des ressources longues, tendent à privilégier des actifs de durée courte et surtout des actifs plus liquides sur les marchés financiers. De la même façon, les règles de solvabilité (pour les banques et les organismes d'assurance),

<sup>92</sup> Commission Européenne, « Plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre », 2018.

<sup>93</sup> Regulation (EU) 2019/2089 amending Regulation (EU) 2016/1011 as regards EU Climate Transition Benchmarks, EU Paris-aligned Benchmarks and sustainability-related disclosures for benchmarks.

dont l'objectif prioritaire est d'assurer la stabilité financière de ces acteurs, défavorisent en général la détention des actions ainsi que les investissements jugés les plus risqués (capital-risque, capital investissement, financement de projet).

L'impact réel de ces réglementations sur la structure des financements en général est difficile à quantifier. Les études empiriques existantes (principalement pour les règles prudentielles bancaires) montrent un impact limité de ces règles sur la distribution de crédits. En demandant aux banques de constituer des coussins de protection contre les risques de perte, de liquidité et de transformation, les règles prudentielles modifient le coût de certains financements (notamment les plus longs) et les incitations des banques

à les fournir<sup>94</sup>. Mais ces effets indirects sur la distribution des crédits sont mesurés dans les périodes transitoires d'ajustement (2-3 ans) et n'apparaissent pas en période normale car les banques ont de multiples moyens pour s'ajuster sur la durée. Certaines études mettent même en évidence un effet positif des règles prudentielles sur la distribution du crédit sur longue période, une fois la période d'ajustement achevée, compte tenu des effets bénéfiques de l'amélioration de la solvabilité des acteurs bancaires. Le tableau ci-dessous résume les caractéristiques de ces règles prudentielles et leur impact sur le comportement des acteurs financiers.

**TABLEAU 3 : RÉCAPITULATIF DE L'EXAMEN DES FREINS RÉGLEMENTAIRES POTENTIELS**

Dispositions réglementaires	Analyse de l'impact
<p><b>1/ Exigences de liquidité des fonds d'investissement (FI) :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Les FI doivent assurer la cohérence entre la liquidité des parts et la durée moyenne des actifs ;</li> <li>Les exigences sont plus fortes pour les FI ouverts aux particuliers</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ces exigences encadrent la « transformation » des FI</li> <li>Elles ne freinent pas les investissements « longs » mais limitent la capacité des FI à investir dans des actifs non/peu liquides lorsqu'ils sont ouverts aux particuliers ou veulent répondre aux exigences de liquidité des investisseurs institutionnels eux-mêmes</li> <li>le frein résulte surtout de la préférence des investisseurs institutionnels pour la liquidité alors qu'ils devraient être les financeurs privilégiés des titres peu ou non liquides</li> </ul>
<p><b>2/ Ratios de liquidité des banques :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Le ratio de liquidité à court terme (LCR) pour faire face aux besoins de trésorerie à 30 jours</li> <li>Le ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR) pour couvrir les besoins de financement à 12 mois</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Les études empiriques ne mettent pas en évidence d'impact significatif du LCR sur la distribution de crédits en période normale (la mise en œuvre du LCR aurait eu un impact défavorable mais transitoire sur les crédits aux entreprises)</li> <li>Un nombre limité d'études pointe vers un impact défavorable du NSFR sur la distribution de crédits en général mais le FMI et la BRI appellent à la prudence sur leur interprétation.</li> </ul>
<p><b>3/ Exigence de capital des banques :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Les règles de capital minimum déterminent le niveau minimum de fonds propres exigés des banques en fonction du niveau de risques de leurs actifs</li> <li>Le ratio d'effet de levier impose un niveau minimum de fonds propres en fonction du total des actifs non pondérés du risque</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Les études empiriques établissent un lien réel mais limité entre les exigences de capital et la distribution de crédits sur le court terme (phase de mise en œuvre de la réglementation) mais aboutissent à des résultats beaucoup plus incertains à long terme</li> <li>Certaines dispositions pénalisent volontairement certains actifs risqués (détention d'actions, capital-risque et capital investissement ainsi que les financements de projet)</li> <li>Les études empiriques concluent à un impact marginal des règles de capital sur le financement des infrastructures. La Commission européenne a néanmoins décidé d'alléger les exigences prudentielles sur certains projets d'infrastructure</li> </ul>
<p><b>4/ Règles de solvabilité des assurances :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Les règles de solvabilité déterminent le niveau minimum de fonds propres exigés des organismes d'assurance</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Les règles européennes initiales pénalisaient la détention d'actions des assureurs par rapport à celle d'obligations. Mais elles ont été modifiées pour atténuer cet impact. Il y a encore peu d'études empiriques sur l'impact réel des normes modifiées</li> <li>La Commission européenne a introduit des allègements en faveur de certains financements d'infrastructure</li> </ul>
<p><b>5/ Exigences de capital pour le crédit-bail :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Pour le crédit-bail mobilier, la propriété de l'actif financé n'est que partiellement prise en compte (au titre de garantie)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>La réglementation prudentielle bancaire prend imparfaitement en compte les spécificités du crédit-bail ce qui conduirait à surestimer le risque de ces opérations par rapport aux prêts classiques</li> <li>L'impact en retour sur le financement de la transition énergétique n'a pas fait l'objet d'études empiriques pour étayer son existence.</li> </ul>

94 Financial Stability Board, « Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance », 2013.

Plusieurs conclusions peuvent être tirées de cet examen.

- Les études empiriques existantes ne permettent pas d'attribuer à la réglementation prudentielle un rôle de frein significatif au financement de la transition contrairement à ce qui est souvent mis en avant par les acteurs financiers eux-mêmes.
- Il est essentiel néanmoins que des travaux empiriques solides soient poursuivis pour continuer d'évaluer l'impact de ces différentes règles afin de documenter statistiquement d'éventuelles conséquences non souhaitées qui apparaîtraient sur longue période.

### 4.4. Mobiliser l'épargne des ménages en faveur de la transition

L'une des raisons mises en avant pour expliquer l'insuffisance des investissements en faveur de la transition est la faiblesse de l'épargne qui s'oriente explicitement vers le financement de la transition. Or, c'est a priori, un levier important au vu de la masse d'épargne présente en Europe<sup>95,96</sup>, en particulier en France<sup>97,98</sup>.

#### 4.4.1. Le constat

Cette insuffisante mobilisation de l'épargne en faveur de la transition, reflète deux réalités :

D'une part, les épargnants préfèrent la liquidité et la sécurité, particulièrement en France. Cette préférence alimente les placements liquides (sous forme de comptes à vue, de livrets bancaires) et relativement liquides (contrats d'assurance-vie en euros) au détriment des placements longs au bénéfice des entreprises (actions ou obligations et a fortiori des placements en actifs non cotés comme le capital-risque). Cette situation – qui résulte de nombreux facteurs<sup>99</sup> dont l'analyse dépasse l'objet de la présente étude – est défavorable aux placements nécessaires pour la transition qui requiert souvent des durées plus longues et une prise de risque plus élevée.

D'autre part, les épargnants choisissent peu de placements spécifiquement orientés vers le financement de la transition. Plusieurs facteurs peuvent l'expliquer :  
i) insuffisante conscience des épargnants de la possibilité d'agir par leur épargne sur le financement de la transition ;  
ii) insuffisance de l'offre de produits de placements orientés

vers le financement de la transition ; iii) rôle insuffisant des conseillers des réseaux bancaires et assurance pour proposer ces placements.

#### 4.4.2. Les leviers d'actions possibles

De nombreux leviers pourraient être mobilisés pour améliorer l'orientation de l'épargne vers le financement de la transition (notamment fiscaux, dans le cadre de l'assurance-vie). Nous nous limiterons à examiner ceux qui relèvent de la réglementation financière.

**Le 1<sup>er</sup> levier relève** d'une meilleure prise en compte des préférences des clients. C'est un point important car des études montrent qu'une partie importante des investisseurs particuliers ont des préoccupations en matière de soutenabilité.

Une étude réalisée<sup>100</sup> révèle que 45 % des français sont intéressés par les placements responsables mais les trois-quarts d'entre eux sont encore « réservés » (ils doutent de la rentabilité de ces produits et aimeraient être mieux informés et avoir des garanties sur l'impact de ces produits sur la société et l'environnement). L'étude montre également que les labels existants sont peu connus des français interrogés qui au surplus leur font peu confiance (61 % des répondants). Une autre étude<sup>101</sup> indique que plus des deux tiers des investisseurs particuliers allemands et français interrogés souhaitent investir de façon plus « durable ». Environ 40 % des clients intéressés par ces 'investissements durables' cherchent en priorité à avoir un « impact » et une majorité d'entre eux se déclarent prêts à renoncer à une partie de leurs gains financiers si cela est nécessaire. L'étude mentionne également le manque de confiance dans les résultats concrets des investissements comme un obstacle important. Le sondage réalisé en France pour le Forum pour l'Investissement Responsable-FIR et Vigeo-Eiris<sup>102</sup> confirme que plus de 60 % des sondés accordent de l'importance aux enjeux environnementaux et sociaux dans leurs décisions de placement. Mais le changement climatique n'est pas leur seule préoccupation puisqu'il apparaît avec d'autres sujets prioritaires tels que l'emploi, la pollution, les droits humains et le développement local<sup>103</sup>.

C'est un dossier auquel s'est attaqué la Commission européenne dans le cadre de son Plan d'action publié en mars 2018. Des révisions de textes d'application<sup>104</sup> de la directive Mifid II et de la Directive sur la Distribution d'Assurance ont ainsi été publiées pour consultation en

95 En 2015, les ménages européens détenaient 34 trilliards d'euros d'actifs financiers soit 40 % du total des actifs financiers en Europe d'après 2 Degrees investing initiative.

96 2 degrees investing initiative, « Non-financial message in a bottle – How the environmental objectives of retail investors are overlooked in Mifid II-PRIIIS implementation », 2017.

97 Selon la Banque de France, l'épargne des ménages français s'élevait à 5 187 Mds € à la fin du 1<sup>er</sup> trimestre 2020 dont 3 465 Mds € de produits de taux (1 662 Md€ pour l'assurance-vie en euros) et 1 636 Mds € de produits de fonds propres (344 Mds € pour l'assurance-vie en unités de compte).

98 Banque de France, « Epargne et Patrimoine financiers des ménages – France et étranger -T1 et T2 2020 », 2020.

99 En particulier de facteurs fiscaux s'agissant de l'assurance-vie et de l'épargne réglementée.

100 AMF, « La lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF N° 35 », 2019.

101 2 degrees investing initiative et Héloïse Lammens, « EU Retail Funds' Environmental Impact Claims Do Not Comply with Regulatory Guidance », 2020.

102 IFOP, « Les Français et la finance responsable - Vague 3 », 2020.

103 Ce sont les 5 sujets qui sont considérés dans plus de 70 % des réponses comme « importants » ou « très importants ».

104 Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 et Commission Delegated Directive 2017/593.

juin 2020 et doivent être finalisées dans les prochains mois ; elles introduisent l'obligation pour les distributeurs de produits d'épargne et d'investissement d'interroger les clients sur leurs préférences en matière d'ESG dans le cadre du « suitability test ». Celui-ci devra porter d'abord sur les préférences des clients en termes d'investissement (connaissances, appétit au risque, durée d'investissement, objectif d'investissement) avant de l'interroger sur ses préférences en matière d'investissement durable pour éviter que ces dernières ne prévalent indûment sur les objectifs d'investissement exprimés.

Mais les questions qui seront posées doivent encore être déterminées. Or des questions générales sur un souhait de produits « durables » ou « responsables » (cf. article 9 de la Sustainable Finance Disclosure Regulation-SFDR<sup>105</sup>), voire sur les caractéristiques « durables » d'un produit financier (cf. article 8 de la SFDR), ne sont pas suffisantes pour permettre de proposer aux épargnants des produits répondant directement à leurs préférences qui sont diverses (cf. supra). Il est essentiel que des questions portent spécifiquement sur la transition énergétique pour pouvoir évaluer le souhait des clients d'investir dans le financement de la Transition. Elles doivent également permettre de savoir quels arbitrages les clients seraient prêts à faire le cas échéant entre l'impact en matière de réduction du réchauffement climatique et la performance financière<sup>106</sup>. Ces réponses permettraient de surmonter l'obstacle d'une potentiel rentabilité moindre (si elle était avérée) au regard d'une conception étroite de la responsabilité fiduciaire des gestionnaires privilégiant les rendements financiers, notamment à court terme

**Le 2<sup>ème</sup> levier** consiste à faciliter le choix des épargnants en rendant plus facilement lisible et compréhensible la nature des placements qui leur sont proposés. La réglementation financière peut intervenir en mettant en place des labels. Les régulateurs ont choisi en général de développer des labels pour les « produits durables » (mais on pourrait envisager un label de « performance durable » sur l'ensemble des produits financiers)<sup>107</sup>.

Deux labels existent d'ores et déjà en France : le label ISR (Investissement Socialement Responsable) qui est de plus en plus utilisé pour les produits aux particuliers ; mais il est très large et peu contraignant, et ne donne pas d'indication sur l'impact des investissements en matière de changement climatique. Le Label GreenFin est au contraire spécialisé dans les activités les plus vertes : il est très exigeant mais

ne permet pas le développement d'une offre de produits pour les placements des particuliers<sup>108</sup>. Les rapports des missions Ducret-Lemmet et Peyrol-Bouillon ont formulé des recommandations à destination des labels d'épargne français, qui demeurent en grande partie pertinentes, sur le rapprochement des instances de pilotage et l'importance de doter ces labels de moyens pour leur communication. Une étude du FIR<sup>109 110</sup> montre en outre la faible connaissance du label ISR chez les particuliers et les difficultés de compréhension des différences d'approche retenue selon les différentes classes d'actifs labellisées.

La Commission dans le cadre de son plan d'action a prévu de mettre en place un Ecolabel pour les produits financiers durables proposés aux clients particuliers sur la base de l'Ecolabel mis en place depuis 1992 sur les propriétés environnementales de nombreux produits achetés par les particuliers. Les travaux ont été engagés et plusieurs rapports intermédiaires ont été produits (2019, début 2020, octobre 2020) et la Commission s'est fixée le 3<sup>ème</sup> trimestre 2021 pour aboutir sur ce sujet. L'idée d'utiliser un label simple et déjà familier des consommateurs européens est séduisante mais les consultations engagées auprès des parties prenantes ont mis en évidence des attentes difficiles à concilier en matière de réalisme et d'ambitions. Le débat s'est focalisé sur l'architecture des critères à utiliser.

Le label concernera certains produits d'épargne proposés aux particuliers (fonds d'investissement et unités de compte des contrats d'assurance-vie, compte-courants et livrets d'épargne mais aussi des produits d'assurance plus complexes). Les discussions les plus vives ont porté sur le niveau d'ambition du label (attente des particuliers, niveau de risque, diversification), la prise en compte de la transition et l'architecture générale des critères avec pour enjeu le niveau de flexibilité laissée aux acteurs financiers pour obtenir cette qualification et la lisibilité pour les particuliers de la nature exacte du produit offert. Le 3<sup>ème</sup> rapport technique d'octobre 2020<sup>111</sup> propose une solution pour concilier ces différentes attentes. En particulier, il favorise la prise en compte dans les critères d'éligibilité des compagnies engagées dans la transition et dans la croissance verte pour donner une certaine flexibilité aux fonds et permettre une diversification des actifs sous-jacents aux produits financiers.

Le 3<sup>ème</sup> rapport répond aussi largement aux remarques faites par le think tank 2 Degrees Investment Initiative selon lequel

105 Regulation (EU) 2019/2088 of 27 November 2019 on sustainability-related disclosure in the financial services sector.

106 Compte tenu de la relative rareté des produits d'épargne spécialisés dans la transition, il est difficile d'anticiper le rendement moyen de tels produits par rapport aux produits classiques. Mais on ne peut exclure l'existence d'un différentiel de rendement à court terme au détriment des produits verts qui devrait logiquement s'inverser sur le long terme. Les épargnants auraient alors un arbitrage à faire entre le rendement financier à court terme ou moyen terme.

107 En France, ces choix ont été opérés par le MTES et le Ministère de l'Economie et des Finances. A noter aussi l'existence de labels privés qui sont en majorité en dehors de France.

108 Novethic dans son Indicateur renché au 30/06/2020 797 fonds « durables » ouverts aux investisseurs particuliers pour un encours de 315 Mds € parmi lesquels figurent 358 fonds ISR (166 Mds € d'encours soit 53 % du total) et 21 fonds Greenfin (8 Mds € d'encours soit 2 %).

109 Hongxin Chen, « Etude de l'évolution du label ISR public français et des fonds labellisés », 2020.

110 FIR, « Communiqué de presse - Le FIR publie une étude sur les fonds labellisés ISR. Des évolutions sont aujourd'hui nécessaires », 2020.

111 JRC Technical Reports European Commission, « Development of EU Ecolabel criteria for Retail Financial Products – Technical Report 3.0: Draft proposal for the product scope and criteria », 2020.

#### 4. LUTTER CONTRE LA PRÉFÉRENCE DES ACTEURS FINANCIERS POUR LE COURT TERME AU DÉTRIMENT DU LONG TERME

les indicateurs utilisés, en particulier la part des activités considérées comme « vertes » par la taxonomie européenne, ne permettent pas de mesurer l'impact des produits financiers sur la réduction de la quantité de GES émis ; or l'Ecolabel cherche à informer les consommateurs sur l'existence d'un impact (la « performance environnementale » selon le Règlement n°66/2010 établissant le label écologique de l'UE)<sup>112</sup>. Sur la base des travaux académiques et des praticiens les plus récents, le 3<sup>ème</sup> rapport propose d'incorporer des exigences d'information pour les gestionnaires des produits concernés sur les mesures prises pour renforcer l'impact des investissements proposés (par rapport à une vingtaine d'actions de référence indiquées).

A la date de rédaction du présent rapport, les travaux européens ne sont pas encore finalisés et il est trop tôt pour porter un jugement. Mais l'écolabel pourrait apporter une information précieuse aux épargnants européens.

**Le 3<sup>ème</sup> levier** consiste à améliorer l'offre de placements orientés vers le financement de la transition. D'une façon générale, il convient d'inciter les institutions financières à proposer ce type de placement<sup>113</sup>. Certes, une meilleure prise en compte des préférences des clients, si elle confirme le souhait des épargnants de financer la transition, conduira naturellement les institutions financières à adapter leur offre. Mais la réglementation financière pourrait renforcer cette évolution.

Tout d'abord, de nouveaux produits pourraient être proposés : les épargnants sont prêts à bloquer leur épargne sur plusieurs années dans un Plan d'Épargne Logement ou une assurance-vie ; on pourrait donc imaginer un compte à terme ou un plan (d'une durée minimum de 5 ans par exemple) dont les fonds pourraient financer des projets de transition par de la dette (et qui intéresserait les banques pour leur ratio NSFR) ou des contrats d'assurance-vie avec des unités de compte spécialisées dans le financement de la transition.

Le précédent de l'épargne salariale montre que des dispositions réglementaires ont permis le décollage de produits avec un impact social bien identifié (depuis 2010, la loi fait obligation à tous les Plan d'épargne entreprise de proposer au moins un fonds solidaire<sup>114</sup>).

Par ailleurs, au-delà d'éventuels nouveaux produits, certains produits financiers actuels peuvent jouer un rôle significatif.

A cet égard, l'assurance-vie, compte tenu des montants très importants collectés (cf. supra) et de la stabilité de fait des encours, constitue un enjeu prioritaire. La loi Pacte<sup>115</sup> a d'ores et déjà fait un premier pas dans cette direction en imposant aux organismes d'assurance-vie de proposer certains types de placement. A compter du 01/01/2020, les distributeurs d'assurance-vie doivent proposer dans chaque nouveau contrat d'assurance-vie au moins une unité de compte détentrice du label ISR ou du label Greenfin France Finance verte ou pouvant être considérée comme « solidaire ». Dès le 1<sup>er</sup> janvier 2022, les distributeurs devront proposer dans chacun des nouveaux contrats au moins une unité de compte de chacune de ces catégories.

Ce premier pas, important sur le plan symbolique, devrait toutefois avoir une portée réelle limitée en matière de transition énergétique pour au moins deux raisons :

- l'obligation porte sur les unités de compte qui représentent moins de 20 % des sommes collectées contre 80 % pour les fonds euros ;
- hormis les fonds labellisés Greenfin France, l'impact environnemental de ces unités de compte est nul ou marginal (fonds solidaires et fonds ISR).

Il serait donc nécessaire d'engager une réflexion sur les moyens d'inciter les assureurs-vie à proposer des produits (mêlant obligations et actions) destinés à financer la transition bas-carbone.

La mobilisation de l'épargne des ménages en faveur de la transition bas-carbone est un enjeu majeur. Seule une approche globale est de nature à avoir un impact fort. Indépendamment d'éventuelles mesures fiscales, c'est bien la combinaison de ces trois leviers réglementaires qui peut avoir un impact significatif sur l'orientation de l'épargne des particuliers. L'expression de préférences claires en faveur de placement pro-climat par les épargnants (y compris sur les arbitrages qu'ils sont prêts à consentir, le cas échéant, en matière de rendements financiers immédiats), la possibilité d'identifier des placements répondant à ces préférences grâce à des labels informant sur la performance climatique réelle des fonds et une offre diversifiée et abondante de placements devraient conduire à une réorientation significative des placements au profit de produits financiers en faveur de la transition bas-carbone.

112 2 degrees investing initiative, « The Draft criteria of the Ecolabel on financial products and the second technical report are still misaligned with the requirements of the Ecolabel Regulation », 2020.

113 Dans le sondage IFOP déjà mentionné, seulement 5 % des personnes interrogées indiquent que leur conseiller leur a déjà proposé de l'Investissement Socialement Responsable.

114 Loi de Modernisation de l'Économie du 4 août 2008.

115 Loi n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

## 5. Inciter les acteurs financiers à s'intéresser aux projets faiblement rentables

- Les obstacles au financement identifiés portent principalement sur les projets insuffisamment rentables pour attirer les acteurs financiers de toute nature.
- Pour contribuer à lever ces obstacles, la responsabilité fiduciaire doit évoluer pour intégrer explicitement les risques climatiques et les impacts climatiques des politiques d'investissement.
- Des incitations réglementaires sont également envisageables, par l'intermédiaire de nouvelles règles sur les processus internes de gestion des risques de préférence à la modification des exigences en capital imposées aux banques.

### 5.1. Le nœud de la rentabilité

Après le manque de compréhension des enjeux de la transition et la prévalence de logiques de court-terme, le troisième type d'obstacles au financement de la transition identifié est celui de la rentabilité. On peut distinguer trois cas de figures parmi les projets.

Il y a d'abord les projets qui sont rentables à hauteur des attentes du marché : pour ce type de projets, la demande des acteurs financiers est en général forte, même en l'absence d'un premium sur la valeur des actifs verts. Pour ces segments, comme par exemple les ENR matures après leur développement, ou les projets de grandes entreprises financés par des obligations vertes, il ne semble pas y avoir de difficulté de financement importante.

A l'autre bout du spectre, il y a les projets dont les bénéfices éminemment collectifs ou les retombées prometteuses, mais hautement incertaines, justifient le recours aux subventions publiques. C'est par exemple le cas des grands réseaux d'infrastructures de transport comme les corridors européens de FRET ou la recherche industrielle sur des énergies non matures comme des biocarburants de troisième génération<sup>116</sup>.

Entre ces deux cas de figure, il existe un troisième type de projets, sur lequel cette partie va se focaliser : ce sont les projets qui sont rentables mais dont la rentabilité n'est pas à la hauteur des attentes des financiers. En fonction des segments, il peut s'agir soit d'une rentabilité attendue qui ne correspond pas au niveau de risque pris, ou bien qui intervient trop tardivement par rapport aux attentes des investisseurs. Enfin ces projets peuvent être en concurrence avec des investissements qui offrent plus de rentabilité pour les financiers, comme c'est le cas avec les investissements dans le secteur des nouvelles technologies dans le capital investissement.

Ce type de projet suppose un modèle de financement équilibré à dominante privée pour être à la hauteur des

ambitions climatiques. Les subventions publiques permettent aujourd'hui à quelques projets de ce type d'exister. Sans ces subventions, beaucoup de ces projets ne seraient pas assez rentables pour attirer les acteurs privés, ce qui limite grandement le nombre de projets entrepris. C'est le but de la finance mixant ressources publiques et privées (*blended finance*) de débloquer des projets durables additionnels. On retrouve par exemple dans cette catégorie des projets de méthanisation agricole, de rénovation du parc de bâtiments tertiaires (bureaux, hôtels), de changement complet de procédé industriel ou encore le secteur des poids-lourds à motorisation alternative.

Ces constats d'une difficulté à financer des projets jugés « faiblement » rentables concernent tant les investisseurs publics que privés.

#### 5.1.1. Pour les investisseurs publics

S'agissant des investisseurs publics, il est attendu de leur part qu'ils remplissent les objectifs de politique économique de l'Etat, en l'occurrence le déploiement de la Stratégie Nationale Bas Carbone. L'atteinte de ces objectifs devrait prévaloir sur des impératifs de forte rentabilité, et la pression à la performance financière devrait être moindre que celle des investisseurs privés. C'est pourquoi des outils comme la valeur de l'action pour le climat (anciennement appelée valeur tutélaire du carbone) ont été développés pour faciliter les choix d'investissements publics<sup>117</sup>. Cette valeur est censée permettre de prendre en compte la valeur de la tonne de CO<sub>2</sub> (ou équivalent) évitée dans l'analyse socioéconomique d'un investissement.

Néanmoins, plusieurs rapports, et particulièrement le rapport *Pour la création de France Transition* de Pascal Canfin et Philippe Zaouati<sup>118</sup>, constatent que les investisseurs publics ne jouent pas pleinement leur rôle, mais interviennent sur des segments plus sûrs, sans que l'additionnalité soit certaine. Parallèlement, les investisseurs publics font face à des

116 Cour des Comptes, « Le Soutien aux énergies renouvelables », 2018.

117 France Stratégie et Alain Quinet, « La valeur de l'action pour le climat », 2019.

118 Canfin et Zaouati, « Pour la Création de France Transition », 2018.

objectifs de rentabilité qui demeurent importants, avec des exigences en matière de rendement qui peuvent être similaire à celles des acteurs privés.

### 5.1.2. Pour les acteurs financiers privés

Pour les acteurs financiers privés, les leviers d'action sont différents. En l'absence de premium prix pour les activités vertes, c'est-à-dire à rentabilité égale, il n'y a à ce jour pas d'incitation à financer davantage les projets verts et de transition que les projets bruns. Ce constat est confirmé par la majorité des acteurs financiers rencontrés en entretien. Par ailleurs, concernant les projets verts plus faiblement rentables, les acteurs financiers rencontrés indiquent une difficulté à accepter cette rentabilité inférieure au profit d'investissements plus durables.

Le rapport *Creating Impact* de l'IFC<sup>119</sup> revient sur cette articulation entre attente d'un impact climat et espérance de rentabilité et montre que la crainte des investisseurs de ne pas atteindre les rendements espérés limite aujourd'hui la croissance des fonds à impacts. Cependant le rapport apporte des éléments quant au fait que les fonds à impact peuvent atteindre les niveaux de rentabilité de marché et que le renforcement de la crédibilité des indicateurs d'impact aidera les investisseurs à poursuivre d'autres objectifs que la rentabilité seule.

Au cours des entretiens conduits, certains acteurs financiers semblent cependant plus ouverts à accepter des rentabilités moindres que d'autres, notamment grâce à la progression de l'intégration des risques climatiques, mais ils se heurtent au manque de données futures pour appuyer leur choix en interne ou auprès de leurs parties prenantes.

Pour parvenir à faire évoluer ce constat, et nonobstant ce que peut faire la *blended* finance, un travail d'incitation est nécessaire afin de rendre les projets faiblement rentables plus attractifs, et ainsi accélérer la mobilisation des acteurs financiers privés en faveur de la transition. Deux propositions de mesures réglementaires sont présentées dans la suite de cette partie.

## 5.2. Intégrer la perspective du climat dans la responsabilité fiduciaire

La responsabilité fiduciaire représente l'ensemble des obligations qui s'imposent aux gestionnaires de fonds qui leur ont été confiés pour s'assurer qu'ils agissent dans l'intérêt de leurs bénéficiaires et pas dans leur propre intérêt. Leurs premiers devoirs sont la loyauté et la prudence. Le contexte juridique dans lequel s'inscrit cette notion varie

d'un pays à l'autre. Dans les juridictions de *common law*, les obligations fiduciaires constituent les principales limites au pouvoir discrétionnaire des gestionnaires d'investissement – sous les auspices des tribunaux – en dehors des obligations contractuelles ou réglementaires. Dans les juridictions de droit civil, les obligations fiduciaires sont précisées dans les dispositions légales définissant les obligations des responsables en matière d'investissement et dans les textes réglementaires interprétant ces dispositions.

Une conception trop étroite de la responsabilité fiduciaire apparaît comme un obstacle significatif pour une prise en compte réelle de la problématique du changement climatique. En effet, l'approche majoritaire de l'obligation fiduciaire revient encore trop souvent à simplement maximiser les rendements financiers des clients. Cela s'explique en grande partie par la perception que les facteurs ESG, et notamment le changement climatique, sont non financiers et donc hors du champ d'application des obligations fiduciaires. Cette approche concourt fortement au court-termisme et à la prévalence de la maximisation du profit mentionnés précédemment.

### 5.2.1. Les travaux des PRI<sup>120</sup> et du PNUE<sup>121</sup> ont permis de clarifier la situation sur le plan conceptuel

Le 1<sup>er</sup> rapport soulignait que «de nombreux investisseurs continuent à invoquer leurs obligations fiduciaires et la nécessité de garantir un rendement financier à leurs bénéficiaires pour justifier le fait qu'ils ne fassent pas plus en matière d'investissement responsable» et il concluait de façon très claire : «Le fait de ne pas tenir compte de tous les leviers de création de valeur des placements à long terme, y compris les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance, est un manquement à l'obligation fiduciaire»<sup>122</sup> (PNUE-PRI 2015<sup>123</sup>).

Le rapport final de 2019<sup>124</sup> considère que la question de principe est désormais réglée mais que des progrès restent encore à faire dans 4 domaines :

- compléter les cadres réglementaires qui sont parfois encore très lacunaires,
- s'assurer de l'application concrète de ces dispositions réglementaires,
- élargir la discussion sur la responsabilité fiduciaire à toutes les parties prenantes (conseillers financiers, systèmes de retraite à prestations déterminées, etc.),
- comprendre comment les investisseurs pourraient incorporer explicitement l'impact en terme de durabilité dans leurs décisions d'investissement.

119 IFC, « The Promise of Impact Investing », 2019.

120 Principes pour l'investissement responsable – réseau international d'investisseurs créé en 2006.

121 Programme des Nations Unies pour l'Environnement créé par l'Organisation des Nations Unies en 1972.

122 Traduction libre des auteurs du rapport.

123 UN Global Compact et al., « Fiduciary Duty in the 21st Century », *SSRN Electronic Journal*, 2015.

124 UNEP FI et PRI, « Fiduciary duty in the 21<sup>st</sup> century-final-report.pdf », 2019.

**ENCADRÉ 3 : LES TRAVAUX DES PRI ET DU PNUE**

Les travaux menés entre 2015 et 2019 avec la communauté des investisseurs ont permis de préciser une nouvelle définition de la responsabilité fiduciaire des investisseurs (PNUE-PRI 2019) :

- intégrer les questions ESG dans les analyses et les processus de décision d'investissement en cohérence avec leur horizon d'investissement ;
- encourager des standards élevés en matière ESG dans les entreprises dans lesquelles ils investissent ;
- comprendre et prendre en compte les préférences des bénéficiaires et épargnants en matière de soutenabilité indépendamment de la matérialité financière de ces préférences ;
- rendre compte de la façon dont ces engagements sont remplis.

Le rapport présente les raisons pour lesquelles il est impératif d'intégrer les questions ESG dans les obligations fiduciaires :

- l'intégration des questions ESG est désormais une norme d'investissement promue par les PRI et ses 2500 signataires ;
- les questions ESG sont matériellement significatives : l'intégration des questions ESG est une source de valeur pour les investissements et ne pas en tenir compte peut avoir des conséquences significatives sur la valeur des investissements ;
- les cadres réglementaires requièrent de plus en plus l'intégration des critères ESG. Le rapport recense ainsi plus de 730 dispositions (*soft-law* ou *hard-law*) mises en place dans les 50 pays les plus importants, pour l'essentiel depuis le début des années 2000. Ces dispositions sont des réglementations sur les fonds de pension, des codes de management ou des règles de divulgation (*disclosure*).

### 5.2.2. L'intégration des enjeux ESG en cours en Europe

En Europe, les obligations des investisseurs sont définies principalement par des textes légaux et réglementaires européens. Le Plan d'action de la Commission de mars 2018<sup>125</sup> s'est attaqué à la majorité des problèmes identifiés par les PRI et le PNUE et largement repris dans les recommandations du High Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG)<sup>126</sup>.

L'action 7 du Plan d'action visait à clarifier l'obligation pour les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs de tenir compte des aspects de durabilité et à exiger leur intégration dans leur processus d'investissement. Par ailleurs, les informations communiquées à leurs clients concernant la manière dont ils le faisaient n'étaient pas suffisantes. En conséquence, les investisseurs finaux ne recevaient pas les informations appropriées et ils ne tenaient donc pas suffisamment compte de l'impact des risques de durabilité dans l'évaluation de la performance de leurs investissements dans le temps. Dans ce cadre, la Commission européenne a présenté :

- un règlement visant à définir des obligations de reporting sur la manière dont les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs intègrent les critères ESG dans leurs décisions d'investissement et leur processus de gestion des risques (SFRD<sup>127</sup> dont les textes d'application sont en cours de préparation et article 29 de la Loi Energie Climat<sup>128</sup> en droit français) ;

- des propositions d'amendements aux directives MiFID<sup>129</sup> II et IDD pour inclure les considérations ESG dans les conseils des sociétés de gestion et des distributeurs de produits d'assurance à leurs clients ;
- des propositions d'amendements visant à clarifier la manière dont les gestionnaires d'actifs, les compagnies d'assurance et les conseillers en investissement ou en assurance devraient intégrer les risques de durabilité dans leur processus de gestion et de décision dans plusieurs directives<sup>130</sup> (AIFMD, UCITS, MiFID 2, Solvency 2 et IDD).

### 5.2.3. Les insuffisances de cette approche

Ces actions constituent de réels progrès mais elles ne seront pas suffisantes au regard des enjeux climatiques pour deux raisons principales :

**La première résulte de l'utilisation du concept de l'ESG.** L'approche retenue vise à intégrer les considérations ESG dans les processus de gestion des investisseurs et gestionnaires de fonds. Mais le concept ESG (et ses trois composantes) n'est pas précisément défini, ce qui est particulièrement pénalisant pour la problématique du financement de la transition. Certes, parmi les considérations environnementales doit figurer en principe un aspect « climat » ; mais le contenu de celui-ci est laissé à l'appréciation des acteurs financiers. Bien plus, dans l'approche ESG, cette dimension climat ne sera qu'un élément de la dimension environnementale qui elle-même viendra à égalité avec les dimensions sociales et de gouvernance. Dans ces conditions, il est illusoire de penser

125 Commission Européenne, « Finance durable ».

126 HLEG, « Final report – Financing a Sustainable European Economy », 2018.

127 Regulation (EU) 2019/2088 of November 2019 on sustainability-related disclosure in the financial services sector.

128 Loi n° 2019-1147 du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat.

129 MiFID: Markets in Financial Instruments Directive et IDD: Insurance Distribution Directive.

130 UCITS: Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities et AIFMD: Alternative Investment Fund Managers Directive.

que l'intégration des facteurs ESG dans les processus de suivi des risques et de décision d'investissement se traduira par un impact significatif en faveur de la transition.

La question n'est pas de remettre en cause l'utilité de l'approche ESG mais de considérer qu'une place particulière doit être accordée à la problématique du changement climatique. En effet, un dérèglement climatique rendrait très difficile, sinon impossible, la maîtrise des autres éléments couverts par l'ESG car il remettrait en cause en profondeur les conditions de fonctionnement des entreprises ; il est donc essentiel d'évaluer leur résilience face aux risques climatiques. Pour autant, la maîtrise des conséquences du changement climatique n'est pas suffisante pour maîtriser les autres éléments ESG ; l'attention particulière sur le climat ne doit donc pas conduire à oublier les autres critères ESG. Ainsi l'intégration des critères ESG devrait s'accompagner d'une obligation explicite d'intégration de critères climatiques qui ne peut être compensée ou relativisée par de bonnes performances dans les autres dimensions.

**La deuxième raison est qu'il faut intégrer la notion d'impact dans le processus de décision d'investissement**, ce qui est reconnu par les PRI et le PNUE eux-mêmes (cf. supra) : la responsabilité fiduciaire ne doit pas seulement intégrer les critères ESG dans la décision d'investissement ; elle doit également prendre en compte comment la décision d'investissement impacte les questions ESG. Cette exigence est cruciale en matière de changement climatique et renvoie à la notion de « double matérialité » défendue par la Commission. Il est donc nécessaire d'introduire des indicateurs d'impact climatique pour compléter les indicateurs de rendement financier et chercher une reconexion avec l'économie réelle<sup>131</sup>.

### 5.2.4. Les actions à mener

En Europe, où le fondement légal des obligations fiduciaires est différent de celui des pays de tradition anglo-saxonne, il est clair que l'intégration des critères climat dans la responsabilité fiduciaire doit passer par la réglementation financière à l'instar de ce que la Commission est en train de faire pour l'intégration des considérations ESG en général. Mais pour que l'élargissement de la responsabilité fiduciaire puisse avoir un impact significatif sur les décisions d'investissement en faveur de la transition bas-carbone, il est indispensable qu'elle prenne en compte de façon explicite et obligatoire deux aspects :

- les risques financiers liés au climat résultant des décisions d'investissement ;
- l'impact des investissements sur le changement climatique.

L'alignement des obligations fiduciaires des institutions financières sur les considérations climatiques constitue un défi majeur. Les gestionnaires de fonds auront besoin de critères clairs pour pouvoir déformer la structure de leurs

fonds par rapport à celle de l'indice de référence et justifier un rendement différent. Sur quelles bases en effet les gestionnaires de fonds pourront-ils arbitrer entre la transition bas-carbone et l'objectif de maximisation des profits ? On ne peut en effet exclure que la prise en compte de critères climatiques se traduise par une moindre rentabilité, au moins à court terme.

Deux leviers réglementaires doivent être explorés :

- la prise en compte dans la responsabilité fiduciaire des risques climatiques et d'une rentabilité à plus long terme (combinée avec une bonne connaissance de la préférence des clients – cf. supra) devrait faciliter l'arbitrage à faire entre la rentabilité à court terme et le financement de la transition<sup>132</sup> ;
- l'intégration de critères d'impact climatique dans le processus de décision d'investissement sera cruciale pour justifier la décision des gestionnaires de fonds. Mais force est de constater que dans ce domaine, la réflexion et les travaux ne font que commencer. S'agissant des critères d'impact négatif, les réflexions engagées dans le cadre de la taxonomie européenne sur la définition du concept de *Do No Significant Harm* doivent pouvoir être utilisées, au moins comme une première approche. S'agissant des critères d'impact positif, les travaux de recherche doivent se poursuivre. L'introduction récente d'indicateurs d'impact dans le cadre des *sustainability-linked bonds* constitue une première piste à explorer.

## 5.3. Renforcer les incitations des acteurs financiers

L'absence d'incitations financières suffisantes en faveur de la transition (associée au maintien d'incitations en faveur des investissements « bruns ») est souvent mise en avant par les acteurs financiers au motif qu'ils ne peuvent financer que des projets jugés rentables ; c'est le cas des plus « engagés » d'entre eux qui indiquent qu'il n'y a pas d'incitations à financer des projets verts qui ne sont pas aussi rentables que les projets standard. Pour les autres, la situation est même plus défavorable : ils considèrent qu'il n'y a pas d'incitations à financer des projets « verts » en général, plus complexes à comprendre et potentiellement plus incertains, même s'ils sont aussi rentables que les autres.

### 5.3.1. Le rôle de l'incitation réglementaire

Dans un contexte où la fixation d'un prix carbone (au niveau mondial ou européen) reste très incertaine à court ou moyen terme, la question de l'incitation de remplacement doit être posée. A cet égard, la mise en place de mesures réglementaires (par exemple normes techniques ou interdiction de certaines activités) peut jouer un rôle important pour compenser un

<sup>131</sup> I4CE et al, « Minimum quality requirements for climate reporting – Options for pushing financial institutions' disclosure to the next level », 2021.

<sup>132</sup> D'ores et déjà, des gestionnaires d'actifs proposent des stratégies Smart Beta orientées sur le climat qui réduisent les rendements en périodes de hausse des cours mais protègent dans les phases baissières ([https://www.ftserussell.com/blogs/never-waste-crisis-sustainable-strategies-after-covid-19?utm\\_source=pardot&utm\\_medium=email&utm\\_term=05aug2020&utm\\_content=&utm\\_campaign=blog](https://www.ftserussell.com/blogs/never-waste-crisis-sustainable-strategies-after-covid-19?utm_source=pardot&utm_medium=email&utm_term=05aug2020&utm_content=&utm_campaign=blog)).

niveau de taxe carbone insuffisant<sup>133</sup>. Le présent rapport vient d'analyser le rôle important que l'on peut attendre de l'élargissement de la notion de responsabilité fiduciaire pour infléchir les décisions des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs en l'absence d'un signal-prix suffisant (voir section 5.2). On notera la complémentarité de l'action des normes techniques (on ne peut plus financer certaines activités qui sont limitées ou interdites) et d'une responsabilité fiduciaire élargie (qui incite à financer des projets que l'on ne financerait pas autrement).

La question est donc de savoir si d'autres instruments de la réglementation financière peuvent jouer un rôle d'incitation (positive ou négative) sur les investisseurs mais aussi sur d'autres acteurs financiers.

Cette question soulève tout d'abord la question du rôle respectif que doivent jouer l'incitation et la pénalisation. En effet, si certains outils réglementaires sont plutôt du côté de l'incitation (comme la responsabilité fiduciaire ou les règles de divulgation), d'autres (comme les exigences de capital des banques) peuvent être utilisés pour inciter (cf. le « Green Supporting Factor ») ou pénaliser (le « Brown Penalizing factor ») certaines activités par rapport aux normes actuelles. Dans ce débat sur l'arbitrage incitation/pénalisation, différents éléments sont à prendre en compte :

- quel est le juste dosage à réaliser entre incitations et interdictions/pénalisation pour parvenir à l'acceptation sociale de la transition, indispensable pour une mise en œuvre rapide et efficace, et quelles éventuelles compensations doivent être mises en place pour améliorer ladite acceptation sociale ?
- les interdictions/pénalisations sont efficaces mais conduisent souvent à des biais de conformité : les acteurs financiers mettent en œuvre à minima les obligations réglementaires sans les intégrer dans leur stratégie ou leur processus de décision ;
- les incitations sont utiles pour faciliter l'acceptation de la transition, l'appropriation des enjeux et le développement de capacités techniques et d'outils (ex : les réflexions internes nécessaires pour mettre en place le Green Weighting Factor de Natixis) ;
- il est difficile de calibrer les pénalisations, pour éviter une transition trop brutale qui pourrait précipiter les phénomènes d'actifs échoués<sup>134</sup>, et les incitations susceptibles d'entraîner des phénomènes de « bulle verte » et de créer une crise de confiance sur ce type d'actifs ;
- enfin, et c'est un point très important, il convient de souligner les difficultés pour appliquer des pénalisations de façon suffisamment granulaire pour tenir compte de la situation spécifique de chaque entreprise dans la trajectoire de transition.

Dans cette recherche d'incitations réglementaires, un type d'instruments réglementaires mérite d'être étudié plus en détail : les règles de solvabilité des banques.

### 5.3.2. Les difficultés inhérentes à l'utilisation des exigences de capital des banques comme instrument d'incitation

La solution de l'incitation par un système de bonus prudentiel (type Green Supporting Factor) suscite un certain intérêt d'autant que la réglementation européenne a déjà mis en place des dispositifs de ce type pour soutenir les crédits aux PME et à certains projets d'infrastructure (cf. Annexe technique). Pour autant, un dispositif général allégeant les charges en capital de toutes les activités « vertes » ne paraît pas devoir être envisagé.

La principale crainte suscitée par une démarche générale de ce type est d'affaiblir indument les fonds propres des banques et partant leur résilience au moment où le risque climatique nécessite au contraire de la renforcer<sup>135</sup>. De fait, le rapport récemment publié par le NGFS sur la base d'une enquête réalisée auprès d'un groupe de 49 banques de 18 pays « montre que les institutions n'ont établi aucune conclusion ferme sur l'existence d'un différentiel de risque entre le vert et le brun »<sup>136</sup>, notamment en raison de l'absence de taxonomie définie dans la plupart des pays<sup>137</sup>.

Si un dispositif généralisé de type 'green supporting factor' paraît devoir être écarté, la question se pose de l'opportunité d'alléger la charge prudentielle de certaines activités spécifiques importantes pour la transition afin de soutenir leur financement. C'est en particulier le cas des « infrastructures vertes ». Il conviendrait ainsi de revoir les dispositifs favorables à certains projets d'infrastructure introduits récemment par la Commission européenne dans les exigences de solvabilité (banques et organismes d'assurance) (cf. Annexe Technique). Cette révision consisterait à limiter aux seuls projets « d'infrastructure verte » le dispositif mis en place (qui peut actuellement bénéficier aussi à des « infrastructures brunes »), indépendamment de la structure juridique retenue pour ces financements (seules certaines structures juridiques sont actuellement éligibles). Le dispositif mis en œuvre en 2020 par la Commission serait ainsi réorienté au bénéfice des « infrastructures vertes ». Un dispositif de suivi devrait être mis en place pour évaluer l'impact de cette mesure.

La solution opposée d'une pénalisation via une charge en capital supplémentaire sur les activités brunes (type « Brown Penalizing Factor ») semble répondre en première analyse aux réserves de la solution précédente. Faisant l'hypothèse que ces activités sont à la fois défavorables à la transition et plus risquées du point de vue climatique, leur pénalisation pourrait ainsi intervenir tout en renforçant la structure en capital des banques. Mais une analyse plus approfondie conduit à

133 Haut Conseil pour le Climat, « Rapport Annuel 2020 – Redresser le cap, relancer la transition », 2020.

134 ESRB, « Too Late, Too Sudden: Transition to a Low-Carbon Economy and Systemic Risk », 2016.

135 I4CE, Maria Berenguer, Michel Cardona, et Julie Evain, « Intégrer les risques liés au climat dans les exigences de fonds propres des banques », 2020.

136 Traduction libre des auteurs de ce rapport.

137 NGFS, « A Status Report on Financial Institutions' Experiences from working with green, non green and brown financial assets and a potential risk differential », 2020.

considérer que cette solution n'est pas non plus adaptée. Les craintes – en partie contradictoires – suscitées par une approche de ce type – d'autant plus fortes que les facteurs de pénalisation sont élevés – sont de plusieurs types.

On pourrait craindre en première analyse que ce type de mesure manque d'efficacité. En effet, à défaut d'être mis en place dans tous les pays et pour tous les acteurs financiers, ce qui est irréaliste à court-moyen terme, il existe un risque élevé de contournement soit par le « shadow banking » (c'est-à-dire les acteurs financiers qui ne sont pas supervisés et donc peuvent se substituer à ceux qui le sont) soit par les banques des pays qui ne mettraient pas en œuvre une mesure équivalente. Ce dernier risque serait plus élevé si les entreprises pénalisées sont susceptibles d'avoir recours à ces financements alternatifs (ce serait par exemple le cas des activités pétrolières ou gazières dont le financement est très international). Mais même si cette crainte était partiellement fondée, une telle mesure conserverait un impact significatif sur la distribution de crédits bruns.

A l'inverse, on pourrait craindre qu'une telle pénalisation ne conduise à une modification soudaine du comportement des banques et en conséquence des entreprises financées. L'objectif étant d'atteindre une situation d'émission nette zéro à l'horizon 2050 (cf. Loi Energie Climat du 8/11/2019 pour la France et le European Green Deal pour l'Union Européenne), il est nécessaire de financer une transition bas-carbone qui va durer au moins 30 ans. La mise en place à court terme d'une pénalisation forte des activités brunes ferait courir le risque de déclencher une transition désordonnée par un réajustement brutal des anticipations des acteurs financiers et économiques. Or un tel scénario de transition soudaine et désordonnée est considéré comme particulièrement risqué pour la stabilité du secteur financier<sup>138</sup>.

Mais ces craintes contradictoires et dont la probabilité de réalisation est difficile à apprécier ne sont en définitive pas les plus importantes. En effet, dans la perspective de modifier le comportement des acteurs du financement de la transition, une telle mesure présenterait surtout le risque d'être insuffisamment différenciée. L'utilisation d'un facteur de pénalisation unique appliqué à des secteurs considérés comme « bruns » pénaliserait indistinctement toutes les entreprises du ou des secteurs visés sans pouvoir prendre en compte les différences de stratégie engagées par les entreprises d'un même secteur pour s'adapter à une économie bas-carbone. Or il est essentiel que le secteur bancaire puisse accompagner et financer durant toute la durée de la transition, c'est-à-dire 30 ans au moins (cf. supra), les entreprises qui s'engagent dans une véritable stratégie de transformation, même dans les secteurs les plus carbonés de l'économie. A l'exception du secteur du charbon thermique, dont la sortie doit être rapide, une réglementation prudentielle identique pour toutes les banques ne pourrait

pas apporter la granularité nécessaire et être suffisamment discriminante pour pénaliser les activités qui resteront « brunes » et favoriser la transformation en profondeur des entreprises les plus carbonées qui s'engagent réellement dans le processus de décarbonation nécessaire pour réaliser la transition bas-carbone.

Compte tenu de ces obstacles difficiles à surmonter, il est préférable de ne pas utiliser la voie des exigences minimum de fonds propres des banques (Pilier 1).

### 5.3.3. La nécessité d'explorer une voie nouvelle réglementaire

Pour surmonter les difficultés rencontrées par les options précédentes, il apparaît nécessaire d'imaginer une autre voie réglementaire pour favoriser la bascule progressive de l'ensemble des actifs bancaires (crédits et investissements financiers) et éviter les effets contre-productifs qui viennent d'être mentionnés. En effet, l'objectif est de financer la transition bas carbone, de détourner les crédits des activités qui resteront « brunes » et devront être arrêtées pour les canaliser vers les activités déjà « vertes » et celles qui sont en cours de décarbonation. Il faut donc mettre en place un mécanisme réglementaire pour conduire les banques à distinguer de façon granulaire les activités « vertes » ou « en transition » que l'on veut soutenir et les activités « brunes » qu'il faut progressivement réduire et démanteler. Pour y parvenir, la réglementation attendue devrait demander aux banques, non seulement, d'utiliser des classifications d'activités comme la taxonomie européenne (qui pourrait favorablement être complétée par une taxonomie brune) mais aussi d'évaluer la stratégie des entreprises financées vis-à-vis de la transition bas-carbone.

La solution alternative que nous proposons d'explorer consiste à utiliser la réglementation prudentielle bancaire (notamment le Pilier 2) pour demander aux banques d'intégrer les critères climat dans leurs décisions de financement. Plus précisément, les banques devraient i) adopter un objectif climat (par exemple un engagement d'émissions net-zéro d'ici 2050 ou un objectif d'alignement sur un scénario 1,5°C de référence), ii) développer des plans de transition à 5 ans expliquant comment atteindre l'objectif à long-terme et iii) mettre en place un mécanisme pour intégrer les critères climat dans leur processus de décision de financement<sup>139</sup>.

S'agissant de ce dernier, une option prometteuse serait d'intégrer les critères climat pour ajuster l'allocation du capital analytique<sup>140</sup> (sans impact donc sur le calcul prudentiel). Le mécanisme consiste à ajuster l'allocation interne de capital des banques pour tenir compte de l'impact des activités sur la transition bas-carbone. Il devrait pénaliser les financements aux entreprises et aux activités les plus défavorables dans la durée à la transition (plus ou moins

138 NGFS, « First comprehensive report : A call for Action », 2019.

139 Des propositions pour rendre obligatoires pour les institutions financières un objectif net-zéro émissions et des plans de transition ont déjà été avancées – voir par exemple Caldecott (2020) et Robins (2020)

140 NATIXIS fournit un exemple intéressant d'un tel mécanisme.

fortement selon l'intensité de l'impact négatif) et favoriser les financements aux entreprises et activités favorables à la transition (avec également une intensité variable). Pourquoi imposer aux banques l'utilisation d'un instrument particulier ? Cette proposition repose sur l'hypothèse que l'allocation analytique de capital est l'instrument le plus efficace pour piloter l'allocation des crédits par rapport à d'autres techniques.

Cette réglementation serait nécessairement européenne et obligatoire (c'est-à-dire intégrée dans la réglementation prudentielle européenne). Le régulateur européen définirait le cadre général (le même objectif climat pour toutes les banques, un format pour établir les plans de transition à 5 ans et des principes pour intégrer les critères climat dans les processus de décision de financement). Les superviseurs seraient chargés de surveiller la mise en œuvre de ce dispositif.

La mise en œuvre serait décentralisée, laissant à chaque banque le soin de développer ses plans de transition à 5 ans et mettre en place le processus de décisions de financement adapté à son portefeuille de crédits et à la nature de son activité. La mise en place décentralisée de ce dispositif aurait un double avantage : donner de la flexibilité pour respecter

les spécificités de l'activité de chaque établissement et faciliter l'appropriation du dispositif par les opérationnels des banques qui seraient mobilisés pour le concevoir et le mettre en place.

Cependant, ce système décentralisé soulève une difficulté importante pour les régulateurs : comment s'assurer que les banques mettent en place un dispositif interne suffisamment incitatif pour qu'il obtienne globalement les résultats escomptés sur le financement de la transition ?

Il apparaît donc nécessaire d'explorer un mécanisme de pilotage qui s'assurerait que la « bascule » attendue des financements bancaires intervient bien avec l'ampleur et la rapidité nécessaire au regard des besoins de financement de la transition bas-carbone. Dans ce contexte, la Commission fixerait non seulement le cadre général à mettre en place par chaque banque mais établirait également des indicateurs pour suivre les progrès réalisés. Les indicateurs dépendraient in fine de l'objectif climat retenu. Par exemple, ce pourrait être des indicateurs d'alignement (sous réserve du développement d'une méthodologie robuste et consensuelle) ou les parts des activités « vertes », « en transition » ou « brunes »<sup>141</sup>. C'est clairement un domaine qui devrait faire l'objet de travaux complémentaires.

<sup>141</sup> Les progrès pourraient être suivis soit par rapport à des niveaux à atteindre (par exemple x % d'activités « vertes » ou « en transition » à telle échéance ou moins de y % d'activités « brunes » à partir de telle date) ou alternativement en termes d'évolution (réduction d'une ampleur donnée des activités « brunes » et/ou progression des autres activités sur une période donnée).

## 6. Conclusion

Les liens entre la réglementation financière et les obstacles au financement de la transition bas-carbone peuvent en théorie être de deux catégories distinctes : d'une part, les situations où la réglementation créerait directement un frein au financement de la transition et, d'autre part, les situations où la réglementation pourrait apporter un levier pour surmonter un obstacle au financement de la transition.

1. Le travail réalisé dans le cadre de ce rapport n'a pas permis d'identifier des situations où la réglementation constitue de façon indéniable un frein direct et durable au financement de la transition. Les réglementations sur la liquidité et la solvabilité examinées conduisent certes à des modifications dans le comportement des acteurs financiers et tendent en général à réduire leur préférence pour les investissements à long terme. Mais les études empiriques existantes ne permettent pas d'établir un lien statistique solide entre ces règles et une éventuelle réduction des financements à long terme en dehors des phases de transition pendant lesquelles les acteurs financiers s'adaptent à de nouvelles règles prudentielles. Et il n'existe pas plus d'études montrant que le financement de la transition aurait particulièrement souffert des règles prudentielles.

Deux conclusions peuvent être tirées de ce volet du travail :

- il convient de relativiser les discours, notamment des acteurs financiers, accusant la réglementation financière d'être un frein significatif à leur contribution au financement de la transition. Les études empiriques disponibles ne permettent pas d'affirmer que ces règles ont un impact significatif et permanent sur le financement de la transition.
  - mais c'est de toute évidence un domaine sur lequel une grande attention est requise : les régulateurs doivent organiser avec la communauté scientifique un mécanisme d'analyse indépendant et rigoureux des impacts de la réglementation financière sur la nature et la répartition des financements en faveur de la transition bas-carbone.
2. Le travail réalisé a permis d'identifier des obstacles au financement de la transition auxquels la réglementation financière pourrait contribuer à apporter des solutions. Dans aucune de ces situations, la réglementation financière n'apparaît comme une « solution magique » susceptible de se substituer à la mise en place par les pouvoirs publics d'orientations stratégiques claires et soutenues par une politique forte en faveur de la transition utilisant les moyens classiques des politiques économiques, fiscales et environnementales. Cette action des pouvoirs publics est indispensable et centrale.

Si elle n'a pas vocation à se substituer aux autres politiques publiques, la réglementation financière est un instrument disponible pour enrichir le *policy mix* à la disposition des pouvoirs publics. Le travail réalisé a permis d'identifier trois types de leviers sur lesquels la réglementation financière peut agir pour aider à surmonter certains obstacles au financement de la transition bas-carbone

### Favoriser la compréhension des enjeux de la transition par les acteurs financiers

Pour réaliser l'effort de formation indispensable auquel les acteurs financiers doivent procéder, les régulateurs et superviseurs doivent s'impliquer bien plus fortement qu'ils ne le font aujourd'hui. Ils doivent trouver des leviers réglementaires afin de doter l'ensemble des acteurs financiers d'un socle commun de connaissances et faire émerger des compétences spécifiques à la transition : via la certification de l'AMF pour les acteurs des marchés financiers, via les attentes de supervision pour que les banques mettent en place ces processus de formation.

Mais au-delà, ils doivent aussi soutenir le développement d'outils simples pour mieux appréhender le positionnement des entreprises face aux enjeux de la transition, notamment par la notation extra-financière en accroissant la transparence et la convergence des méthodologies utilisées par les agences de notation. Une intégration plus poussée des sujets climatiques au sein de la cotation de la Banque de France peut également permettre de faire émerger des standards à destination des PME et ETI et toucher ces acteurs qui sont aujourd'hui difficilement atteints par les instruments de finance durable.

### Lutter contre la préférence des acteurs financiers pour le court-terme au détriment du long terme

Les alertes concernant le court-termisme des acteurs financiers ne sont pas nouvelles. Ce court-termisme a été démontré empiriquement, il s'accroît avec le temps et est particulièrement dommageable au financement de la transition qui repose sur des horizons de moyen et long terme. Plusieurs leviers réglementaires sont disponibles pour contribuer à corriger ces pratiques. Tout d'abord, les pratiques de rémunération pourraient être mieux encadrées et intégrer des critères d'impact climatique. Un deuxième levier pour agir sur le court-termisme serait de corriger les biais de la gestion indicielle : la solution n'est pas tant de créer des indices verts que d'assurer une transparence climatique de l'ensemble des indices pour contribuer à leur alignement sur l'Accord de Paris.

Cette préférence des acteurs financiers pour le court terme reflète aussi les choix opérés par les épargnants et il faut donc agir aussi sur l'orientation de l'épargne. Parmi les différents outils disponibles (notamment fiscaux), la réglementation financière peut jouer un rôle pour favoriser la prise en compte des préférences des clients, informer leur choix grâce à des labels crédibles, et inciter à une meilleure offre de produits orientés vers la transition.

### **Inciter les acteurs financiers à s'intéresser aux projets faiblement rentables**

On constate un problème de financement pour les projets faiblement rentables ou ceux dont la rentabilité intervient à des horizons trop longs pour les acteurs financiers. Il faut donc inciter les acteurs financiers privés à s'intéresser davantage à ces projets en sortant d'une logique purement financière de court terme. Pour y parvenir, deux leviers réglementaires sont envisageables.

Le premier est de faire évoluer la conception de la responsabilité fiduciaire, en y intégrant des critères de risques climatiques et des critères d'impact climatique, en plus de l'intégration des critères ESG prévue actuellement par la Commission.

Le deuxième est d'utiliser des incitations réglementaires agissant sur la prise de décision des banques. De préférence à des solutions modifiant le dispositif prudentiel d'exigences de capital (Pilier 1) – qui sont incomplètes et insuffisamment granulaires – le rapport explore le recours à la réglementation prudentielle (et notamment au Pilier 2)

pour exiger que les banques intègrent les critères climat dans leurs décisions de financement. Plus précisément, les banques devraient i) adopter un objectif climat (par exemple un engagement d'émissions net-zéro d'ici 2050 ou un objectif d'alignement), ii) développer des plans de transition à 5 ans expliquant comment atteindre l'objectif à long-terme et iii) mettre en place un mécanisme pour intégrer les critères-climat dans leur processus de décision de financement. Le régulateur européen définirait le cadre général et des indicateurs pour suivre les progrès réalisés.

Le débat sur l'utilisation de la réglementation financière pour contribuer à l'atteinte d'objectifs de politique économique mérite d'avoir lieu entre toutes les parties prenantes (les régulateurs et superviseurs, les politiques, les ONG, les experts, etc.). Force est de constater que ce débat n'a pas encore eu vraiment lieu et reste aujourd'hui cantonné aux experts. Alors même que ces enjeux sont cruciaux compte tenu de l'urgence des actions à prendre contre le réchauffement climatique, il faudra parvenir à toucher une audience plus large pour en faire un objet de débat public, comme cela a été fait pour d'autres débats techniques comme celui de la politique monétaire. Ce débat doit porter sur les objectifs à fixer à la réglementation financière, sur les instruments réglementaires disponibles, sur une évaluation argumentée de leur efficacité climatique, sur les conflits d'objectifs potentiels ainsi que sur les changements de gouvernance nécessaires (par exemple, évolution du mandat des superviseurs).

## 6. CONCLUSION

Le tableau suivant synthétise les propositions réglementaires développées dans le rapport.

### SYNTHESE DES PROPOSITIONS

#### COMMENT UTILISER LA REGLEMENTATION FINANCIERE POUR FINANCER LA TRANSITION

Contenu des propositions	Réglementations à modifier
<b>Utiliser la réglementation pour améliorer la compréhension des enjeux de la transition par les acteurs financiers</b>	
<b>1. Renforcer les exigences de formation des acteurs financiers :</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>intégrer dans la certification des autorités de marché un socle de connaissances généralistes</li> <li>créer une certification spécialisée pour les métiers de l'investissement</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Réglementation française des marchés financiers</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>préciser les attentes des superviseurs en matière de formation généraliste des acteurs du crédit</li> <li>inciter les organismes de formation des métiers bancaires à monter des formations spécialisées</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CRD V &amp; CRR 2</li> <li>Guidelines et standards de l'EBA</li> </ul>
<b>2. Inciter au développement d'outils simples pour comprendre la transition</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>développer une taxonomie des activités « brunes »</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Texte européen de niveau 1</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>accroître la transparence sur les méthodologies et les données utilisées par les agences de notation extra-financière</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESMA</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Intégrer davantage les enjeux climatiques dans la cotation BdF pour engager les PME et ETI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Banque de France</li> </ul>
<b>Utiliser la réglementation pour que les acteurs financiers aient une perspective de plus long terme</b>	
<b>1. Intégrer les enjeux de la transition dans les politiques de rémunérations des acteurs financiers</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>allonger la durée de mise en réserve de la part variable au-delà de 3 ans</li> <li>inciter à l'intégration d'indicateurs d'impacts climatiques dans la rémunération variable</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CRD IV</li> <li>Solvency II</li> <li>AIFM et UCITS.</li> </ul>
<b>2. Contrebalancer les biais de la gestion indicielle</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Introduire la transparence climatique de l'ensemble des indices</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Réglementation Benchmarks</li> </ul>
<b>3. Mobiliser l'épargne des ménages en faveur de la transition</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>mieux identifier et prendre en compte les préférences des clients en matière du financement de la transition</li> <li>identifier clairement les placements proposés aux épargnants pour financer la transition</li> <li>améliorer l'offre aux épargnants de produits financiers pour financer la transition (création d'un compte à terme « transition » et offre d'UC « transition » dans les contrats d'assurance-vie)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Textes d'application de la Directive MIFID et de la Directive sur la Distribution d'Assurances</li> <li>Ecolabel pour les produits financiers durables</li> <li>Ministère de l'Économie et des Finances et Ministère de la Transition écologique</li> </ul>
<b>Utiliser la réglementation pour inciter les acteurs financiers à s'intéresser aux projets faiblement rentables</b>	
<b>1. Élargir la conception de la responsabilité fiduciaire</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>rendre obligatoire la prise en compte des risques climatiques dans les décisions d'investissement</li> <li>intégrer les impacts climatiques (négatifs, voire positifs) dans les décisions d'investissement</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Directives AIFMD, UCITS, Mifid II, Solvency II et Distribution d'Assurances</li> </ul>
<b>2. Renforcer les incitations des acteurs financiers</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>recentrer le dispositif existant d'allègement des exigences de fonds propres au bénéfice des seuls projets d'infrastructures vertes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CRR 2</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>rendre obligatoire pour les banques d'intégrer les critères climat dans leurs décisions de financement en i) adoptant un objectif climat, ii) établissant des plans de transition à 5 ans et iii) établissant un mécanisme pour intégrer les critères climat dans leur processus de décision de de financement. Explorer la mise en place d'un dispositif pour suivre les progrès réalisés.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CRD 5 – CRR 2</li> </ul>

# 7. Annexe

## Liste des entretiens

### Régulateurs (6 entretiens)

- EU : DG FISMA : Emmanuel Buttin
- DG Trésor : Charlotte Gardes
- Banque de France : Vichett Oung
- ACPR : Laurent Clerc
- AMF : Julie Ansidei
- AMF : Vanessa Casano

### Opérateurs publics (5 entretiens)

- Bpifrance : Magali Joessel
- Bpifrance : Pascal Lagarde, Pauline Schertzer, Philippe Kunter
- Bpifrance le Lab : Aurélien Lemaire
- Caisse des Dépôts : Laurent Deborde
- Ademe : Vincent Kiefer

### Acteurs financiers privés (4 entretiens)

- Mirova : Ladislav Smia
- Meridiam : Julien Touati
- Crédit Agricole : Alban Aucoin
- Association française des sociétés financières :  
Françoise Palle-Guillabert, Yves-Marie Legrand

### Porteurs de projet de transition (4 entretiens)

- Bouzinac Industries : Jean Castillon
- MF : Fabiano Lo Fiego
- Dual Sun : Laeticia Brottier
- CIV France : Sébastien Cousin

### Académique (1 entretien)

- CIRAD : Antoine Ducastel

## Bibliographie

- 2 degrees investing initiative. « Non-financial message in a bottle – How the environmental objectives of retail investors are overlooked in Mifid II-PRIIPS implementation », 2017.
- 2 degrees investing initiative. « The Draft criteria of the Ecolabel on financial products and the second technical report are still misaligned with the requirements of the Ecolabel Regulation », 2020.
- 2 degrees investing initiative, et Héloïse Lammens. « EU Retail Funds' Environmental Impact Claims Do Not Comply with Regulatory Guidance », 2020.
- ACPR. « Scénarios et hypothèses principales de l'exercice pilote climatique », 2020.
- Af2i. « Investisseurs institutionnels - Enquête », 2017.
- AFG. « Financement des PME », 2017.
- AMF. « La lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF N° 35 », 2019.
- Aquino, Luciana, et Sean Doran. « Impact Investing : Challenges to Impact Measuring », 2017, 3.
- Banque centrale européenne. « Guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement », 2020.
- Banque de France. « Epargne et Patrimoine financiers des ménages – France et étranger – T1 et T2 2020 », 2020.
- Banque de France, DG Trésor, CGDD, AMF, et ACPR. « Réponse des autorités françaises à la consultation de l'Union européenne sur la stratégie renouvelée pour la finance durable ». Consulté le 27 novembre 2020.

- Bolton, Patrick, et Frédéric Samama. « L-Shares: Rewarding Long-Term Investors ». SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 novembre 2012.
- Bouzidi, Abdeldjellil, Thomas Chalumeau, Camille E, David P, et Joël Ruet. « Le capital patient - Un horizon pour la France et pour l'Europe », 2016, 20.
- Bouzidi, Abdeldjellil, Alain Grandjean, et Mireille Martini. « Régulation financière et urgence climatique - Pour des normes prudentielles et comptables plus vertes », 2017.
- Bpifrance Le Lab. « Les dirigeants de PME ETI face à l'urgence climatique », 2020.
- Bulletin de la Banque de France. « En plein essor, le marché des obligations vertes nécessite d'être mieux mesuré », 2019.
- Caldecott Ben, « Defining transition finance and embedding it in the post-Covid-19 recovery, Journal of Sustainable Finance & Investment », 2020.
- Caldecott Ben, « Climate risk management (CRM) and how it relates to achieving alignment with climate outcomes (ACO) » Journal of Sustainable Finance & Investment, 2020
- Cambourg, Patrick de, Charlotte Gardes, et Valérie Viard. « Garantir la pertinence et la qualité de l'information extra-financière des entreprises : une ambition et un atout pour une Europe durable », 2019.
- Canfin, Pascal, et Philippe Zaouati. « Pour la Création de France Transition », 2018.

## 7. ANNEXE

- Carbone 4, Sylvain Borie, et Juliette Decq. « Les infrastructures, une classe d'actifs au coeur des enjeux climatiques », 2019.
- Carney, Mark. « Breaking the Tragedy of the Horizon – climate change and financial stability », 2015.
- Chen, Hongxin. « Etude de l'évolution du label ISR public français et des fonds labellisés », 2020.
- Climate Bond Initiative. « Green Bond European Investor Survey », 2019.
- Climate Bond Initiative. « Green Bonds Global State of the Market 2019 », 2020.
- Commission Européenne. « Plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre ». Text, 2018.
- Conseil National de l'Industrie, et Mathieu Morel. « Le financement des entreprises industrielles », 2014, 88.
- Cour des Comptes. « Le Soutien aux énergies renouvelables », mars 2018.
- Ducret, Pierre, et Sylvie Lemmet. « Pour une Stratégie Française de la Finance Verte », 2017.
- EFRAG. « Alternative accounting treatments for long-term equity investments », 2020.
- EFRAG. « Technical advice on the accounting for equity instruments from a long-term investment perspective », 2018.
- ESMA. « Report on undue short-term pressure on corporations from the financial sector », 2019.
- ESRB. « Too Late, Too Sudden: Transition to a Low-Carbon Economy and Systemic Risk », 2016, 22.
- « Finance ClimAct Progress Report 1 », 2020.
- Finance for Tomorrow, et Birdeo. « Les métiers de la finance durable », 2020.
- Finance Watch. « Financing the European Green Deal », 2019.
- Financial Stability Board. « Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance », 2013.
- FIR. « Communiqué de presse - Le FIR publie une étude sur les fonds labellisés ISR. Des évolutions sont aujourd'hui nécessaires », 2020.
- France, et Pôle interministériel de prospective et d'anticipation des mutations économiques. *Les acteurs, l'offre et le marché de l'efficacité énergétique à destination de l'industrie*. Lieu de publication non identifié: Direction générale des entreprises, 2017.
- France Stratégie, et Alain Quinet. « La valeur de l'action pour le climat ». 2019, s. d., 190.
- Haldane, Andrew G Haldane, et Richard Davies. « The Short Long », 2011, 15.
- Haut Conseil pour le Climat. « Rapport Annuel 2020 – Redresser le cap, relancer la transition », 2020.
- HLEG. « Final report – Financing a Sustainable European Economy », 2018.
- Holroyd, Alexandre, Yann Kerhoas, Margot Provot, et Margaux Sauvaget. « Choisir une finance verte au service de l'Accord de Paris », 2020, 144.
- I4CE, et al. « Minimum quality requirements for climate reporting – Options for pushing financial institutions' disclosure to the next level », 2021.
- I4CE, Berenguer, Maria, Michel Cardona, et Julie Evain. « Intégrer les risques liés au climat dans les exigences de fonds propres des banques », 2020.
- I4CE, Cardona, Michel, et Maria Berenguer. « Quel rôle pour la réglementation financière dans la transition bas-carbone ? » 2020, s. d., 52.
- I4CE, Hainaut, Hadrien, Maxime Ledez, et Ian Cochran. « Panorama des financements climat » (2019).
- I4CE, Ian Cochran, et Alice Pauthier. « A Framework for Alignment with the Paris Agreement: Why, What and How for Financial Institutions? », 2019.
- I4CE, Romain Hubert, Julie Evain, et Morgane Nicol. « Getting started on physical climate risk analysis in finance. pdf », 2018.
- I4CE, Charlotte Vailles, Romain Hubert, et Aurore Colin. « L'analyse par scénarios des enjeux de la transition bas-carbone », 2020.
- IFC. « The Promise of Impact Investing », 2019.
- IFOP. « Les Français et la finance responsable - Vague 3 », 2020.
- Insee Références. « Les entreprises en France », 2019.
- Institut Louis Bachelier, et Julie Raynaud. « The Alignment Cookbook », 2020.
- JRC Technical Reports European Commission. « Development of EU Ecolabel criteria for Retail Financial Products – Technical Report 3.0: Draft proposal for the product scope and criteria », octobre 2020.
- Mercer, 2 degrees investing initiative, et The Generation foundation. « The Long and Winding Road ». Consulté le 27 novembre 2020.
- Ministère de la Transition Ecologique et Solidaire. « Plan de déploiement de l'hydrogène pour la transition énergétique », 2018.
- Ministère de la Transition Ecologique et Solidaire. « Stratégie nationale bas-carbone », 2020.
- Moussu, Christophe. « Marchés financiers et court-termisme ». *Annales des Mines - Realites industrielles* Novembre 2019, n°4 (8 novembre 2019): 712.
- New Climate Economy. « The Sustainable Infrastructure Imperative », 2016.
- NGFS. « A Status Report on Financial Institutions' Experiences from working with green, non green and brown financial assets and a potential risk differential », 2020.
- NGFS. « First comprehensive report : A call for Action », 2019.
- Novethic. « Panorama des labels européens de finance durable », 2020.

- Observateur OCDE, et Carolyn Ervin. «Investisseurs de long terme : trouver le bon modèle», 2012.
- Observatoire du financement des entreprises. «Rapport sur le financement des PME et ETI en croissance», 2015.
- Reclaim Finance. «Contribution à la Sustainable Finance Strategy», 2020.
- Rissman, Jeffrey, Chris Bataille, Eric Masanet, Nate Aden, William R. Morrow, Nan Zhou, Neal Elliott, *et al.* «Technologies and Policies to Decarbonize Global Industry: Review and Assessment of Mitigation Drivers through 2070». *Applied Energy* 266 (15 mai 2020): 114848.
- Robins Nick, «The road to net-zero Finance», Report prepared by the Advisory Group on Finance for the UK's Climate Change Committee, 2020.
- Technical Expert Group on Sustainable Finance. «Taxonomy: Final report», 2020.
- UN Global Compact, UNEP FI, PRI, et Rory Sullivan. «Fiduciary Duty in the 21st Century». *SSRN Electronic Journal*, 2015.
- UNEP FI, et PRI. «Fiduciary duty in the 21st century-final-report.pdf», 2019..

**I4CE**  
INSTITUTE FOR  
CLIMATE  
ECONOMICS

Une initiative de la Caisse des Dépôts et  
de l'Agence Française de Développement

**[www.i4ce.org](http://www.i4ce.org)**