

La réglementation financière en France est-elle à la hauteur de l'Accord de Paris ?

Paris,
Mai 2019

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

A RETENIR

Le cadre réglementaire français dispose de solides atouts, notamment par rapport aux cadres européen et allemand déjà analysés¹. Cette avance s'explique principalement par la mise en œuvre de l'article 173-VI pour les questions de transparence, la prise de conscience plus récente mais forte des régulateurs et superviseurs, et une dynamique de place, avec une action des pouvoirs publics qui cherchent à s'aligner sur une trajectoire de « deux degrés » et un organisme, Finance for Tomorrow qui rassemble tous les acteurs de la place.

Mais sur certains enjeux, le retard est important ou les pratiques ne commencent à changer que maintenant. C'est notamment le cas pour la supervision des gestionnaires d'actifs, les normes de comptabilité ou les questions d'éducation et de formation à la finance verte et soutenable.

Enfin, sur de nombreux sujets, tels que les obligations fiduciaires, la régulation prudentielle ou l'établissement d'une taxonomie, la France se place dans une position relativement attentiste vis-à-vis du niveau européen. La France ne souhaite pas s'engager à codifier des pratiques qui vont être amenées à évoluer à court ou moyen terme du fait de l'introduction de nouvelles normes européennes. Cette position est justifiable, néanmoins des marges de manœuvres peuvent exister dans certains domaines.

Introduction

Depuis l'Accord de Paris et son article 2.1.c qui appelle à « rendre les flux financiers compatibles avec une trajectoire vers de faibles émissions de gaz à effet de serre et un développement résilient au changement climatique », les acteurs financiers privés commencent à se mobiliser en faveur d'une finance qui soit plus verte. On assiste, ces dernières années, à une multiplication d'initiatives, avec le développement de produits financiers verts, l'émergence de pratiques de transparence climatique, de désinvestissement de secteurs fortement carbonés, d'analyse de risques climatiques, ... Cependant ces initiatives n'en sont qu'à leurs prémices et elles ne reposent pas toujours sur une compréhension solide des objectifs et des trajectoires pour atteindre la réalisation d'une transition vers une économie bas-carbone. D'où la nécessité pour les acteurs financiers d'opérer au sein d'un cadre réglementaire et d'incitations publiques qui soit clair et pleinement cohérent avec les trajectoires de transition.

Les pouvoirs publics, que ce soit le gouvernement français, l'Union européenne ou les différents régulateurs et superviseurs nationaux ont progressivement pris conscience de la nécessité de faire évoluer le cadre qui réglemente actuellement ces acteurs financiers. En France, on compte cinq instances de régulation et supervision : Le Ministère de l'Économie et des Finances, la Banque de France, l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers, ainsi que le Ministère de la Transition

Écologique et Solidaire pour les dispositions relatives à l'article 173-VI. Les régulateurs et superviseurs privilégient aujourd'hui deux approches : la mobilisation de flux additionnels en direction des actifs de transition et l'intégration par les acteurs financiers des risques financiers que fait peser le climat sur l'économie.

Pour mobiliser des flux additionnels, les pouvoirs publics favorisent la transparence climatique, censée pousser les acteurs à prendre conscience de l'impact de leurs financements. Par une logique réputationnelle ou de compétition commerciale, la transparence est censée conduire les acteurs financiers à faire évoluer leurs allocations d'actifs en faveur de la transition. Des adaptations du cadre de transparence des acteurs financiers ont commencé en France avec la loi Grenelle II, mais l'impulsion la plus importante demeure la mise en place de l'article 173-VI en 2015. Néanmoins, cette approche ne couvre qu'une partie des activités financières et les enjeux portent aujourd'hui à la fois sur ces espaces non couverts, sur la définition de méthodologies plus claires ou encore sur le degré de transparence.

L'intégration des risques climatiques est une approche qui est en train d'émerger, notamment sous l'impulsion des régulateurs et superviseurs. Si le changement climatique fait peser des risques² sur les acteurs financiers et met en danger la stabilité du système, alors ces risques doivent être pris en compte et cela fera évoluer mécaniquement les allocations de financements en faveur d'une économie bas-carbone et résiliente. Or, comme cela a été démontré à plusieurs reprises³, les risques climatiques et leur importance ont tendance à être mal compris ou sous-évalués par les acteurs financiers. D'où l'importance d'avoir un cadre réglementaire qui garantisse la pleine intégration de ces nouveaux types de risques dans toutes les sphères des activités financières, avec des horizons de temps adaptés. Pour accompagner, voire contraindre les différents métiers de la finance à mesurer, analyser et gérer ces risques, cela suppose une réglementation adaptée.

Au-delà de l'aspect réglementaire et des pratiques des régulateurs et superviseurs, il convient également de s'intéresser à l'environnement dans lequel évoluent les acteurs d'une place financière. Dans quelle mesure celui-ci s'avère-t-il être un soutien, existe-t-il les structures pertinentes qui permettent le développement d'innovations (nouvelles méthodes, nouveaux produits, etc.) ? Le soutien public est indispensable pour voir apparaître les outils qui permettront le basculement de la finance : des nouveaux projets de recherche, des nouvelles compétences, des entreprises innovantes, etc.

Pour comprendre l'ensemble de ces enjeux et pour analyser l'adéquation du cadre réglementaire français avec l'Accord de Paris, I4CE et le Frankfurt School-UNEP Centre se sont associés au sein du projet *Finance fit for Paris*. Cette analyse a pour but de comparer un « univers idéal » qui serait pleinement compatible avec l'Accord de Paris et de mesurer où la France se positionne sur cette échelle. L'analyse permet de comprendre les points forts du cadre français, d'en identifier les faiblesses, mais aussi les espaces où la France est plus en attente vis-à-vis de la réglementation européenne.

2 Carney, "Breaking the Tragedy of the Horizon – Climate Change and Financial Stability." 2015. Dans ce discours Mark Carney définit trois types de risques climatiques : les risques de transition, les risques physiques et les risques en responsabilité.

3 Par exemple : Hubert, Evain, and Nicol, "Getting Started on Physical Climate Risk Analysis in Finance."

1 Voir les autres analyses (Union Européenne, Allemagne et Pays Bas) sur le site <http://3fp-tracker.com/>

1. TRANSPARENCE ET REPORTING

NOTE  4,8/10

MESSAGES-CLÉS

- **Reporting** : la France bénéficie d'une avance mondiale grâce à l'article 173-VI, mais elle est pénalisée par son retard pris dans l'intégration des enjeux climatiques et des actifs échoués dans les règles de comptabilité nationales.
- **Obligations fiduciaires** : la France demeure dans une approche attentiste par rapport aux évolutions possibles des directives européennes.
- **Transparence des consommateurs** : malgré la présence de deux labels publics, des efforts restent à faire dans ce domaine. Des évolutions positives sont néanmoins attendues avec la mise en place de la loi PACTE.

La transparence et le reporting sont essentiels pour permettre une réorientation des flux financiers vers une économie bas-carbone. En effet pour que les investisseurs fassent évoluer leurs allocations d'actifs, il faut qu'ils puissent intégrer dans leurs décisions d'investissement des données relatives aux risques ou aux impacts climatiques des activités économiques. Or, pour les inciter à réaliser de telles analyses et à progresser, la transparence peut être un outil adéquat.

La notation de cette dimension est composée de trois domaines : le cadre de reporting, les obligations fiduciaires et la transparence auprès des consommateurs.

A. Cadre de reporting : la France, pionnière du reporting, prend du retard sur les règles de comptabilité...

La France se situe parmi les leaders du reporting climatique pour les acteurs financiers. Cette dynamique a d'abord émergé avec l'introduction de l'article 224 de la loi Grenelle II⁴ dès 2010, puis elle a été consolidée par l'article 173-VI⁵ en 2015. La France a choisi de poursuivre cette démarche lors de la transposition de la Directive européenne sur la Déclaration de Performance extra-financière (DPEF), puisque qu'elle a introduit une mention explicite du changement climatique dans le reporting sur les enjeux de gouvernance.

Les obligations de reporting couvrent les enjeux de gouvernance, grâce à la DPEF, de stratégie et de gestion de risques grâce à l'article 173-VI. Le décret pris en application de cet article précise les métriques attendues⁶ et les cibles sont mentionnées explicitement, en référence à la Stratégie Nationale Bas-Carbone française.

4 Cet article introduisait une obligation de reporting sur les risques ESG pour les entreprises financières et non-financières de plus de 500 personnes, ainsi que des dispositions spécifiques pour les gestionnaires d'actifs

5 Cet article introduit une obligation de reporting ESG pour l'ensemble des investisseurs institutionnels, ainsi qu'un reporting sur l'intégration des risques climatiques et la contribution à la lutte contre le changement climatique pour les sociétés dépassant les 500 millions d'euros d'encours sous gestion

6 - la prise en compte des critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance (ESG) et sur les moyens mis en œuvre pour contribuer à la transition énergétique et écologique ;
- la prise en compte de l'exposition aux risques climatiques, et notamment aux risques de transition et aux risques physiques, ainsi que la mesure des émissions de gaz à effet de serre associées aux actifs détenus ;
- la contribution à l'atteinte des objectifs de limitation du réchauffement climatique, par des objectifs définis cohérents avec la Stratégie Nationale Bas-Carbone (SNBC)

Le rapport d'évaluation de l'article 173 en cours de réalisation par la Direction Générale du Trésor, l'AMF, l'ACPR et le Ministère de la Transition Ecologique et Solidaire, devrait permettre de fournir des éléments de clarification supplémentaires pour les acteurs financiers.

S'agissant des entrées et cotations en bourse, l'obligation de transparence sur les critères ESG⁷ a également été introduite par la loi Grenelle II, et a été renforcée avec la transposition de la DPEF sur deux axes : une approche de matérialité du risque et la recherche d'informations plus utiles pour les parties prenantes et les entreprises.

Si la France bénéficie d'une avance mondiale en matière de reporting, elle est très pénalisée dans notre évaluation par le retard pris dans l'intégration des enjeux climatiques et des actifs échoués dans les normes de comptabilité françaises⁸. Il existe cependant des initiatives académiques⁹ pour faire évoluer les choses qui ont donné lieu à une expérimentation actuellement en cours.

B. Obligations fiduciaires : la France demeure dans une approche attentiste par rapport aux évolutions possibles des directives européennes

La notion de responsabilité fiduciaire est un concept qui appartient plutôt à la tradition anglo-saxonne, cependant elle peut s'avérer être un levier puissant pour inclure les enjeux climatiques dans la gestion financière. En effet, le devoir fiduciaire, ou l'impératif de donner la priorité à la défense des intérêts de son client, est aujourd'hui principalement interprété en des termes de rentabilité. Mais cette acception de la défense des intérêts du client pourrait être étendue à la lutte contre le changement climatique et au fait de ne pas participer à la déstabilisation du climat. Cette évolution de la compréhension du devoir fiduciaire pourrait ouvrir la voie à des attaques en justice.

Dans le cadre de cette étude, les obligations fiduciaires recouvrent les enjeux suivants : la transparence de la politique d'investissement, l'existence d'une politique d'engagement actionnarial, la responsabilité des gestionnaires d'actifs, la politique de rémunération des dirigeants, la gestion des risques ESG et l'orientation-client. A l'exception de la transparence sur l'intégration des risques ESG, pour laquelle la France est en avance depuis l'article 173-VI, les normes françaises sont alignées sur les directives européennes, qui intègrent a minima ces questions.

C. Informations des consommateurs : des évolutions attendues

Informé des consommateurs sur l'impact climatique de leurs investissements peut les conduire à faire évoluer les produits en faveur d'investissements plus durables. En la matière, les réglementations françaises découlent des transpositions des directives européennes, mais les évolutions à venir avec la loi Pacte devraient permettre aux épargnants de connaître les impacts ESG de leurs produits d'assurance vie et d'opter pour des produits labellisés ISR¹⁰ ou GreenFin (ex-TEEC)¹¹. L'existence de ces labels publics, qui sont d'initiative française, permet de mieux garantir la qualité et la transparence de l'allocation des fonds.

Cependant la marge de progrès reste importante dans ce domaine, notamment s'agissant de l'évolution de la lisibilité des informations destinées au consommateur et de celle des métiers de conseiller financier et de chargé de clientèle.

7 Environnement, Sociaux, Gouvernance

8 S'agissant des normes comptables, l'analyse porte uniquement sur ce qui dépend de la comptabilité nationale et non sur les normes IFRS

9 Par exemple le Modèle CARE développé par Jacques Richard et Alexandre Rambaud

10 Label Investissement Socialement Responsable à destination des fonds à critères ESG

11 Label Transition Energétique et Ecologique pour le Climat à destination des fonds spécialisés dans l'investissement vert

2. SUPERVISION, GESTION DES RISQUES ET STABILITÉ FINANCIÈRE

NOTE

5,4 / 10

MESSAGES-CLÉS

- **Positionnement des autorités** : les régulateurs et superviseurs français ont pris conscience des enjeux climatiques et se mobilisent en interne ainsi qu'au sein du *Network for Greening the Financial System* (NGFS).
- **Régulation et supervision des banques et des assurances** : de bonnes pratiques de supervision émergent, avec un peu d'avance pour la supervision bancaire. Néanmoins il n'y a encore de prise en compte des risques climatiques dans la réglementation prudentielle actuelle et les stress tests climatiques restent encore au stade de travaux de recherche.
- **Régulation et supervision des gestionnaires d'actifs et fonds d'investissement** : à l'exception des obligations de transparence présentes dans l'article 173-VI, la supervision de ces acteurs peine encore à intégrer les enjeux climatiques. L'approche dominante reste celle de la surveillance du respect de la promesse-client dans le cadre des fonds ISR.

Depuis la crise de 2008, le rôle de surveillance des Banques Centrales et des superviseurs a été accru pour prévenir une nouvelle crise financière engendrée par un risque systémique et pour garantir que les institutions financières identifient et gèrent leurs risques financiers correctement. Jusqu'à récemment les risques que font peser le changement climatique sur ces institutions financières n'avaient pas été identifiés comme prioritaires par les superviseurs et régulateurs, comparés à d'autres risques émergents tel que le risque cyber. Cependant depuis le discours de Mark Carney en 2015¹² et surtout depuis la création du *Network for Greening the Financial System*¹³ en décembre 2017, plus de trente Banques centrales et autorités de supervision ont commencé à se mobiliser pour mieux intégrer les enjeux climatiques dans leur outils de surveillance des risques, y compris dans les stress-tests. Au-delà des risques, l'engagement de ces banquiers centraux porte aussi sur la mobilisation de flux additionnels pour la transition bas-carbone.

A. Les régulateurs et superviseurs français en avance grâce à leur récente prise de conscience et leur mobilisation

Dans cette dynamique de mobilisation pour le verdissement du système financier, les instances de régulation et supervision françaises ont connu des implications différentes. Si l'engagement du MTES est ancien, la Banque de France et l'ACPR se sont quant à elles mobilisées en amont pour la création du NGFS, tandis que la DG Trésor et l'AMF ont été plus attentistes. Néanmoins, au MTES et pour les quatre institutions dont la prise de conscience de l'importance des enjeux climatiques est plus récente, cela a donné lieu à la réorganisation des équipes internes et à l'ouverture de postes spécifiques. Les risques climatiques ont également été reconnus comme priorité de supervision¹⁴. Cette évolution de la sensibilité aux enjeux climatiques se traduit aussi par la

12 "Mark Carney: Breaking the Tragedy of the Horizon - Climate Change and Financial Stability."

13 *Network for Greening the Financial System*, "Publication of the Mandates of the NGFS Technical Workstreams and Expansion of the NGFS Membership."

14 L'ACPR et l'AMF ont classé les risques climatiques parmi leurs priorités de contrôle depuis 2018

volonté de susciter une prise de conscience chez les acteurs financiers, ce qui passe par des prises de position publiques fortes sur l'impact du changement climatique¹⁵ et la publication de différents rapports d'information et d'évaluation sur le sujet^{16,17}.

B. La supervision bancaire et assurantielle commence à évoluer pour intégrer les risques climatiques

1. Des pratiques émergentes pour intégrer les risques climatiques dans le dialogue de supervision avec les banques et les compagnies d'assurance...

L'ACPR est l'institution en charge de la supervision des banques et des assurances, c'est donc l'acteur clé pour analyser les évolutions en matière d'intégration des risques climatiques. Sa mobilisation sur le sujet s'est principalement traduite, après les travaux pour préparer le rapport publié en collaboration avec la Direction Générale du Trésor et la Banque de France au début 2017, par la soumission pendant l'été 2018 d'un questionnaire portant sur les risques climatiques à destination des banques et des compagnies d'assurance. Les réponses à ce questionnaire ont été complétées par la réalisation d'entretiens bilatéraux. Le tout a donné lieu à deux rapports publiés en avril 2019 portant sur l'état des lieux des expositions des banques et des assurances et l'évolution de leurs processus de gestion de risque.

Cette inclusion des risques climatiques au sein du dialogue de supervision a eu un impact non négligeable, dans l'effet de signal qu'il a entraîné auprès des banques et des assurances.

Ces institutions savent qu'elles ne peuvent désormais plus négliger ce risque, ou cantonner son traitement au seul département RSE. Cet effet de signal permet également d'informer les banques et assurances qu'elles doivent se préparer pour les évolutions à venir en matière de supervision et de régulation et faire évoluer leurs processus de gestion des risques. Dans cette optique, l'ACPR fournit des exemples de bonnes pratiques au sein de ses rapports et a constitué deux groupes de travail avec les acteurs bancaires sur les sujets de gouvernance et d'analyse de scénarios.

Cette dynamique d'intégration des risques climatiques dans la supervision bancaire et assurantielle connaît cependant une forte hétérogénéité selon le type d'acteurs, et le type de risques. En effet, cela peut sembler paradoxal au vu des niveaux de sensibilité des acteurs mais la supervision bancaire est un peu plus en avance que la supervision assurantielle, sur les questions de gouvernance notamment. De même, si le risque de transition semble bien appréhendé par le superviseur, il n'en va pas de même du risque physique. L'ACPR considère en effet que les expositions des banques et assurances françaises sont principalement situées dans des zones jugées peu vulnérables (Europe et Etats-Unis). Ce jugement est effectué sur la base d'une étude très peu granulaire (analyse au niveau des pays et sans prendre en compte les secteurs d'activité). Par ailleurs, l'ACPR ne remet pas en cause l'approche majoritairement retenue par les assureurs qui voient trop souvent les risques physiques sur leurs engagements de passif uniquement comme les impacts directs des catastrophes naturelles, sans prendre en compte ni les effets chroniques du changement climatique ni l'impact de ce dernier sur la fréquence et l'intensité futures des événements climatiques extrêmes.

2. ... Mais pas encore d'évolution majeure sur la régulation prudentielle et les stress-tests

Cette évolution des pratiques des superviseurs ne s'est pour l'instant pas encore étendue aux exigences minimales de fonds propres ni aux stress tests. Si la Banque de France a annoncé travailler à un futur stress test climatique, les développements sont encore en cours pour plusieurs mois et il faudra sans doute attendre 2020 avant que le premier exercice puisse être conduit. En effet, la difficulté de la tâche est importante si l'on veut parvenir à modéliser les différents types d'impacts et de canaux de

15 Villeroy de Galhau, "La Finance Verte – Une Nouvelle Frontière Pour Le XXIe Siècle."

16 ACPR, "Les groupes bancaires français face au risque climatique." 2019

17 ACPR, "Les assureurs français face au risque de changement climatique." 2019

propagation dans un scénario macroéconomique. Pour dépasser cette difficulté, de premiers exercices privilégiant des approches plus fragmentaires (sur un type de secteur, ou un type de risque spécifique) pourraient constituer une première avancée. En plus des barrières méthodologiques, les stress-tests sont aujourd'hui conduit avec des horizons de temps courts, ce qui ne permet pas de saisir toute l'ampleur des risques climatiques. Quand bien même on commence à les voir se matérialiser dès aujourd'hui¹⁸, leurs impacts seront plus substantiels dans un horizon de moyen et long terme.

S'agissant des exigences minimales de fonds propres, définies dans le cadre du pilier 1 des Accords de Bâle, les régulateurs français ne peuvent pas agir sans une coordination au minimum au niveau européen.

Au sein du cadre actuel, les seules marges de manœuvres potentielles pourraient donc se situer au niveau du pilier 2, lors du processus de surveillance prudentielle mené en dialogue avec chaque établissement bancaire. Une réflexion serait à mener pour savoir si le superviseur serait à même d'utiliser des instruments de mesure suffisamment robustes pour quantifier l'exposition aux risques climatiques et utiliser ces résultats lors de cette procédure de surveillance prudentielle.

Pour ces deux types d'instruments, les barrières méthodologiques à lever sont encore nombreuses, notamment sur la bonne compréhension de ce que recouvre les risques climatiques, sur leurs mécanismes de propagation et sur les zones et secteurs qui sont exposés. Les efforts de recherche du NGFS, soutenus par la Banque de France et l'ACPR, pourraient permettre d'apporter à terme une première réponse.

C. La supervision des gestionnaires d'actifs reste en retard dans l'intégration des enjeux climatiques

Si la Banque de France et l'ACPR ont été parmi les premiers superviseurs européens à se saisir des questions climatiques, la prise de conscience de l'Autorité des Marchés Financiers a été plus tardive. A ce jour, l'article 173-VI permet toutefois à l'AMF de vérifier que les informations sur les risques climatiques des gestionnaires d'actifs sont bien rendues publiques, ou que leur absence est justifiée. L'approche dominante demeure celle du respect de la promesse client. Ainsi, l'AMF contrôle sur ces aspects climatiques uniquement les fonds qui disent mettre en place une politique d'investissement responsable pour vérifier qu'ils s'en donnent bien les moyens. Elle a publié deux rapports sur ces pratiques en 2016¹⁹ et 2017²⁰.

S'il n'y a à ce jour pas d'incitation particulière de l'AMF à intégrer les risques climatiques ou les risques ESG dans l'ensemble des fonds, son rôle pourrait être amené à évoluer avec la loi Pacte. Par ailleurs, l'AMF se donne les moyens de rattraper ce retard, puisqu'elle a fait de la finance durable une de ses huit priorités en décembre 2018. Au sein de sa feuille de route, elle détaille les différents domaines de son action pour une finance durable (accompagnement, supervision et pédagogie) et marque sa conviction que le régulateur a un rôle important à jouer pour encourager et accélérer les transformations. Enfin, l'AMF a rejoint le groupe de travail de l'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) sur la finance durable lancé après le NGFS et animé par l'autorité de marché suédoise.

18 Garric, "Les catastrophes climatiques ont coûté au moins 80 milliards d'euros en 2018.", Décembre 2018

19 AMF, "Rapport Sur La Responsabilité Sociale, Sociétale et Environnementale - Vers Une Convergence Des Informations Financières et Extra-Financières ?", Novembre 2016

20 AMF, "Rapport Sur l'investissement Responsable Dans La Gestion Collective.", Décembre 2017

3. ENVIRONNEMENT FAVORABLE

NOTE



6,7 / 10

MESSAGES-CLÉS

- **Soutien fort de l'Etat aux entreprises de la transition** : les nombreux dispositifs de soutien aux entreprises et projets verts et leur ampleur constituent un élément important de l'action publique pour la finance verte. Cela permet de développer et structurer ce marché et de créer de la demande pour des financements privés verts.
- **Cohérence de l'action publique dans sa politique d'investissement** : les investisseurs publics ont récemment pris des engagements d'alignement de leurs portefeuilles sur une trajectoire deux degrés. Les acteurs publics ont également utilisé différentes modalités d'action (engagement actionnarial, transparence, émission d'obligation, etc.) dans une volonté d'exemplarité et de définition de standards et de bonnes pratiques.
- **L'action publique en faveur de l'éducation et de la sensibilisation à la finance verte** : bien qu'il existe des outils tels que les labels publics pour les fonds d'investissement ou des initiatives au sein des instituts de recherche pour intégrer les enjeux climatiques, beaucoup reste encore à faire dans l'éducation et la sensibilisation du grand public et des étudiants en finance.
- **L'attente du niveau européen pour une taxonomie commune des activités vertes** : s'il existe une première initiative de taxonomie française (utilisée pour le référentiel du label GreenFin), la France attend l'aboutissement des négociations européennes sur la taxonomie.
- **Initiative publique-privée pour une place financière verte** : le dynamisme de Finance for Tomorrow pour structurer et rendre visible le savoir-faire français en matière de finance verte permet de placer Paris dans les leaders des places financières vertes au niveau mondial.

Pour bien appréhender le cadre dans lequel évoluent les acteurs financiers français, il ne faut pas se limiter seulement aux réglementations financières. Lorsqu'on touche aux enjeux climatiques, la prise de conscience de l'importance de ces enjeux est essentielle, ce qui suppose un certain accès aux formations et à l'information sur ces sujets. En plus de la prise de conscience, l'existence d'outils²¹, de soutiens²² au financement ou de modèles sur lesquels s'appuyer facilite grandement l'intégration des enjeux climatiques.

C'est pourquoi l'action publique est indispensable et elle peut prendre différentes formes. Pour cette analyse, les principales modalités d'action suivantes ont été retenues : l'existence d'une politique d'incitation qui soutient le développement de produits ou activités vertes, la cohérence de la politique d'investissement public, le soutien à l'éducation du public en matière de finance verte et la définition d'une taxonomie commune. A l'action publique, vient également s'ajouter l'évaluation de la mobilisation des acteurs privés pour créer une dynamique et un environnement favorable.

21 Ces outils peuvent prendre différentes formes tels que les labels, l'existence de standards de marché, d'une définition commune des activités vertes, de méthodologies, etc.

22 Par des subventions, des exonérations fiscales, des prises de participation, etc.

A. Une politique de soutien active pour les entreprises de la transition

L'évolution du monde financier doit également passer par un changement profond dans l'économie réelle. Pour soutenir le développement des activités vertes et leur financement, l'action publique peut aussi créer des incitations ciblées et limitées dans le temps telles que des réductions d'impôt, des subventions, des prêts, des garanties, etc. Ce type de dispositif permet de créer de la confiance chez les acteurs privés dans le développement d'un nouveau marché et de réduire leur perception du risque. Cela donne également un signal aux acteurs quant aux priorités de l'Etat et aux secteurs qui vont bénéficier de soutien dans les années à venir.

La France a déployé une gamme variée de dispositifs de soutien, qui sont mis en œuvre par la Caisse des Dépôts, BPIFrance, l'Ademe et l'Agence Française de Développement, chapeautés sous deux grands dispositifs : le Programme d'Investissements d'Avenir (PIA) et le Grand Plan d'Investissement. S'agissant de la Caisse des Dépôts et de BPIFrance, elles ont annoncé en novembre 2018 leur intention de mobiliser 16 milliards d'euros d'ici à 2020 pour financer la transition écologique et énergétique.

B. L'action publique au service d'une volonté d'exemplarité

La volonté d'exemplarité de l'Etat comme investisseur poursuit deux objectifs : une cohérence avec les engagements signés en faveur du climat, mais aussi l'établissement de bonnes pratiques afin de chercher à influencer le secteur privé.

1. L'alignement de la politique d'investissement public sur une trajectoire deux degrés

L'intégration des risques climatiques s'est longtemps limitée à la seule introduction de critères d'éco-conditionnalité au sein des marchés publics, mais sans que le volet des impacts des investissements publics ne soit interrogé.

Depuis la signature de l'Accord de Paris, et du fait des alertes d'ONG environnementales, l'Etat et les institutions publiques concernées ont fait le constat que leurs politiques d'investissement n'étaient pas cohérentes avec l'engagement de se maintenir sur une trajectoire de réchauffement à deux degrés. Cependant, une fois ce constat fait, il a fallu mettre en œuvre des politiques alignées correspondant à la nature de chacune de ces institutions. Ce processus est récent et n'est pas encore entièrement abouti aujourd'hui.

Les trois grandes institutions d'investissement public que sont la Caisse des Dépôts, BPIFrance et l'Agence Française de Développement se sont spécifiquement engagées à aligner l'ensemble de leurs activités financières avec une trajectoire deux degrés²³. Cet engagement a été renforcé en 2017, lors de la signature de la Charte des investisseurs publics, qui venaient ajouter à ces trois institutions les autres investisseurs publics que sont le Fonds de Réserve des Retraites (FRR) et l'Etablissement de Retraites Additionnelles de la Fonction Publique (ERAFP). Leurs engagements incluaient également des dispositions sur la transparence climatique et l'engagement actionnarial. Au-delà de leur action, l'intérêt de cet engagement réside dans l'effet de signal qu'il envoie au marché et dans les pratiques qu'il initie, pour inciter les acteurs privés à faire de même en ouvrant la voie.

Une fois cet engagement pris, demeure le sujet des méthodologies pour mesurer le « niveau d'alignement » d'un projet, d'une politique de gestion ou de prêt, ou d'une institution. Un an après, les cinq signataires de la Charte des investisseurs publics ainsi que l'Agence des Participations de l'Etat ont choisi de recourir à l'outil ACT²⁴ développé conjointement par l'Ademe et le Climate Disclosure Project.

23 La Caisse des Dépôts et BPIFrance avaient pris un premier engagement en 2015, renouvelé et augmenté en 2018. L'AFD a pris l'engagement en 2017 d'aligner l'ensemble de ses portefeuilles avec une trajectoire 2 degrés

24 Développé par l'Ademe et le CDP, l'outil ACT (Assessing Low Carbon Transition) permet d'évaluer la stratégie climat des entreprises face aux exigences d'un monde bas-carbone. Cette méthodologie fournit une note reposant sur trois critères : performance, cohérence globale et tendance

Malgré ces différents engagements et une volonté de cohérence de l'effort public, la démarche d'alignement n'en est qu'à ses débuts et il reste encore beaucoup de travail de recherche, d'évolution des processus internes et de formation des équipes pour parvenir à une politique d'investissements publics qui soit complètement cohérente avec l'Accord de Paris. Cependant, les leçons apprises de ce processus d'alignement et les résultats méthodologiques pourront ensuite venir irriguer le secteur privé.

2. Les institutions de financement de la transition

Contrairement à certains pays, comme l'Allemagne avec la KfW²⁵, la France ne dispose pas d'une institution unique en charge du financement de la transition. Selon certains, la création, ou le regroupement des activités des différents financeurs sous une institution pourrait pourtant faciliter la question du financement. C'est notamment la proposition issue du rapport *France Transition*²⁶ de Pascal Canfin et Philippe Zaouati.

3. L'émission d'obligations vertes pour structurer les pratiques et faire croître le marché

La France a été précurseuse en matière d'obligations vertes, depuis la première obligation verte émise par la Région Ile-de-France en 2012. Cela s'est poursuivi avec différentes obligations vertes émises par des collectivités et par l'émission souveraine en 2017. Elle a également été précurseuse en termes de pratiques de reporting, puisque qu'avec cette émission souveraine l'Etat s'est engagé à publier trois rapports, dont un rapport d'impact, créant ainsi un précédent sur le marché²⁷. Pour garantir la qualité de ce rapport, l'Etat a également nommé un Conseil de l'OAT verte, rassemblant des experts indépendants.

L'ensemble de ces pratiques permet de créer un standard volontaire de qualité dont les émetteurs privés peuvent choisir de s'inspirer. C'est d'autant plus pertinent que le marché des obligations vertes souffre d'un manque de transparence sur l'impact réel des projets qui sont financés et sur la garantie de la « qualité verte » des projets²⁸.

4. La politique de transparence climatique de la Banque de France

Après avoir été la première Banque centrale à s'être engagée dans une Charte publique à la mise en place d'une politique d'investissement responsable pour certains de ses portefeuilles²⁹, la Banque de France a également été la première à publier un rapport faisant la transparence sur sa politique climatique pour ces mêmes portefeuilles.

Ce rapport suit à la fois les préconisations de l'article 173-VI et les recommandations de la TCFD³⁰. Il va en effet au-delà du simple reporting sur l'empreinte carbone des investissements et de la transparence sur les critères ESG qui fondent la politique d'investissement responsable.

Ce rapport contient des informations plus prospectives comme une analyse des expositions aux risques de transition et aux risques physiques – transparence rendue obligatoire par l'article 173-VI mais souvent peu ou mal appliquée par les investisseurs. Il renseigne également sur la trajectoire d'alignement des portefeuilles. L'ensemble de ces pratiques, novatrices pour une Banque centrale, sont fondamentales dans la mesure où elles ouvrent la voie à d'autres banques centrales alors que cette transparence semblait irréalisable, voire irréaliste il y a encore quelques années. De plus, elles permettent de développer des méthodologies pour des indicateurs qui émergent tout juste.

25 La KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau, Institut de crédit pour la reconstruction) propose des prêts préférentiels à long terme à destination des entreprises, collectivités et ménages en Allemagne et à l'étranger. C'est l'institution qui centralise les financements destinés à la transition énergétique et écologique

26 Canfin and Zaouati, "Pour la création de France Transition." Décembre 2018

27 CGDD, "Étude d'impact Du Crédit d'impôt Pour La Transition Énergétique (CITE)." Novembre 2018

28 Schishlov, Nicol, and Cochran, "Environmental Integrity of Green Bonds: Stakes, Status and next Steps." Février 2018

29 Les portefeuilles concernés sont les fonds propres et les fonds adossés aux engagements de retraite. Ils n'incluent pas la politique monétaire de la Banque de France

30 TCFD, "Final Report - Recommendations of the Task Force on Climate-Related Financial Disclosures."

C. L'éducation et la formation, un manque important pour le développement de la finance verte

Un des principaux points de faiblesse de la place, malgré les différentes alertes lancées³¹, demeure la recherche et la formation en finance. Si l'ensemble du paysage financier français a évolué ces dernières années, les parcours de recherche et formation en finance n'ont pas encore pris la mesure de cette évolution et n'intègrent que très peu, voire pas les sujets climatiques. Seules quelques initiatives comme la création de chaires dédiées³², les travaux de l'Institut Louis Bachelier³³ et la création de prix spéciaux de recherche sont à noter. Au sein des universités et des grandes écoles qui dispensent des formations en finance, l'offre demeure encore très pauvre et porte essentiellement sur l'investissement socialement responsable. Il n'y a pas d'éducation spécifique dans l'enseignement primaire et secondaire.

La question de l'éducation ne se limite néanmoins pas à la formation initiale et continue, mais elle peut également être élargie à l'éducation générale des consommateurs. Ici aussi, la France fait preuve de retard par rapport à certains de ses voisins européens. S'il existe bien deux labels (GreenFin, ex-TEEC et ISR) censés éclairer les consommateurs dans leur choix, ceux-ci ne sont que peu connus du grand public. De façon plus générale, et comme l'a indiqué l'AMF³⁴, le niveau d'éducation financière des français est faible, il l'est donc encore moins sur les sujets de finance ou d'épargne verte. Cependant la demande des consommateurs est là^{35,36} et la question de leur information devrait être amenée à évoluer (*voir supra partie 1*).

31 Lemmet and Ducret, "Pour Une Stratégie Française de La Finance Verte." Novembre 2017

32 Chaire Finance Durable et Investissement Responsable créée en 2007, Chaire Economie du Climat créée en 2010 et Chaire Energie et Prospérité créée en 2015

33 L'ILB a lancé en Septembre 2018 un programme de recherche transversal : le « Green & Sustainable Finance Transversal Program »

34 « L'éducation financière à l'ère du digital », Conseil Scientifique de l'AMF, Colloque du 20 juin 2016

35 Ifop, Vigeo Eiris, and FIR, "Les Français et La Finance Responsable - Sondage Ifop Pour Vigeo Eiris et Le FIR." Septembre 2018

36 Ifop and WWF, "La prise en compte de la question du changement climatique en matière d'épargne." Novembre 2017

D. Taxonomie : l'attente du niveau européen

Pour faciliter la politique de soutien public à la transition, l'existence d'une taxonomie nationale devrait permettre de classer les activités vertes et d'y adosser une politique de soutien afin d'être en mesure de couvrir l'ensemble des aspects de la transition et de mieux tracer les flux de financement. S'il existe bien une taxonomie au sein du label GreenFin (ex_TEEC)³⁷, celle-ci n'est destinée qu'aux fonds verts et se concentre principalement sur les activités dites « vert sombre ».

E. La place de Paris, portée par une dynamique forte en faveur de la finance verte

Parmi les différentes places financières mondiales, la Place de Paris a rapidement su se distinguer comme place verte, d'abord par sa tradition d'investissement responsable puis par son dynamisme en matière d'obligations vertes et enfin avec la structuration de cet écosystème au sein de l'organisation *Finance for Tomorrow*. Cette initiative, lancée en 2017, est portée à la fois par des acteurs privés (émetteurs, banques, sociétés de gestion de portefeuilles, cabinets de conseil, compagnies d'assurances, ...), par des acteurs publics (ministères, Banque de France, ...) et par des acteurs de la recherche (centres de recherche académiques et think-tanks). *Finance for Tomorrow* a pour objectif de promouvoir la finance verte et le savoir-faire de la Place de Paris. Les travaux sont organisés en neuf groupes de travail, sur des sujets tels que les risques climatiques, la recherche, les fintechs pour la transition, ...

Pour conserver son dynamisme et sa visibilité en tant que place financière verte, Paris doit cependant continuer d'innover et de se démarquer par la qualité des pratiques de ses acteurs, car la concurrence avec d'autres places européennes, telles que Londres et Francfort, et désormais d'autres places internationales, reste forte.

37 MTES, "Label « Transition Énergétique et Écologique Pour Le Climat » Référentiel." Avril 2019

MÉTHODE D'ÉVALUATION

Pour réaliser l'évaluation, I4CE et le Frankfurt School-UNEP Centre se sont basés sur un outil développé conjointement entre WWF-Germany et le Frankfurt School-UNEP Centre : le *Finance Fit For Paris (3FP) Tracker*. Cet outil est basé sur deux objectifs principaux de la réglementation financière : la transparence et la stabilité financière. A cela, vient s'ajouter une troisième dimension qui évalue la pertinence des politiques publiques dans la création d'un environnement favorable au financement de la transition bas-carbone. Chacune de ces trois dimensions compte pour un tiers de la notation globale. Elles sont ensuite déclinées en différentes sous-dimensions couvrant l'ensemble des acteurs financiers français (banques, assurances, gestionnaires d'actifs, investisseurs publics, etc).

Les notations sont échelonnées de 0 à 10, 0 représentant l'absence de règles ou d'initiatives dans un domaine, tandis que la note de 10 représente un « univers idéal » dans lequel les enjeux de soutenabilité et de long terme sont pleinement intégrés dans la réglementation.

Par exemple, pour évaluer l'action des pouvoirs publics en matière de stabilité financière, l'une des notes concerne la supervision de la gouvernance et de la stratégie des banques. Un 0 correspond à l'absence d'action des pouvoirs publics pour inciter les banques à démontrer que leur conseil d'administration anticipe l'ensemble des risques climatiques. Un 4 correspond à des pratiques initiales développées par les pouvoirs publics ou à des initiatives volontaires, et un 7 correspond à l'existence de lignes directrices réglementaires. Tandis qu'un 10 correspond à un « univers idéal », dans lequel il existe une réglementation obligatoire sur la façon dont les banques doivent démontrer que le conseil d'administration anticipe ces risques.

Les évolutions réglementaires à venir sont prises en compte dès lors qu'elles sont déjà bien avancées, mais avec une pondération moindre que les réglementations déjà existantes.

Afin de nourrir l'évaluation faite par I4CE et le Frankfurt School-UNEP Centre, des entretiens avec l'ensemble des instances de régulation et de supervision ont été réalisés. Les résultats préliminaires ont été présentés lors d'un atelier réunissant pouvoirs publics, ONG et chercheurs afin de préciser et de finaliser les évaluations.

Synthèse de l'évaluation

FRANCE
NOTE GLOBALE : 5,6 /10



Notes /10

TRANSPARENCE ET REPORTING	4,8
Cadre de reporting commun	5,0
Reporting sur la gouvernance	6
Reporting sur la stratégie	7
Reporting sur la gestion de risque	8
Reporting sur les objectifs et métriques	6
Adaptation des normes comptables	3
Comptabilité pour les actifs échoués	0
Obligations fiduciaires des investisseurs	5,2
Transparence de l'évaluation des investissements	6
Responsabilité des actionnaires en matière de gouvernance et de stratégie	5
Responsabilité des gestionnaires d'actifs	7
Politique de rémunération des dirigeants	5
Gestion des risques ESG	6
Orientation client / bénéficiaire	2
Transparence envers les consommateurs	4,2
Produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIPs)	3
Devoirs des conseillers en investissement	3
Transparence des fonds de détail	4
Labels/standards verts	7
SUPERVISION, GESTION DES RISQUES ET STABILITÉ DU SYSTÈME	5,4
Positionnement des superviseurs	7
Sensibilité des organismes de régulation à l'intégration du risque climatique	8
Changement climatique et risque systémique	6
Régulation/Supervision des banques	5,2
Supervision de la gouvernance et stratégie des banques reflète les risques liés au changement climatique	6
Exigences minimales de gestion des risques bancaires (dans le contexte du processus de contrôle prudentiel) incluent les risques ESG/climatiques et une perspective à long terme	5
Rapports de surveillance du superviseur (profil de risque pour les banques) au cours du processus de contrôle annuel couvrent les risques ESG/climatiques et une perspective de long terme	5
Stress tests bancaires prennent en compte le changement climatique et une perspective de long terme	5
Les exigences en capitaux reflètent les risques ESG/climatiques et une perspective de long terme	5
Régulation/Supervision des compagnies d'assurance	4,4
Supervision de la gouvernance et stratégie des assurances reflète les risques liés au changement climatique	4
Exigences minimales de gestion des risques des assurances incluent les risques ESG/climatiques et une perspective à long terme	5
Rapports de surveillance du superviseur au cours du processus de contrôle annuel couvrent les risques ESG/climatiques et une perspective de long terme	6
Stress tests des compagnies d'assurance prennent en compte le changement climatique et une perspective de long terme	3
Les exigences en capitaux reflètent les risques ESG/climatiques et une perspective de long terme	4
Régulation/Supervision des gestionnaires d'actifs et des fonds d'investissement	5
Les exigences en matière d'organisation, de fonds propres et de gestion des risques incluent les risques ESG/climatiques et une perspective de long terme	5
ENVIRONNEMENT FAVORABLE	6,7
Initiatives publiques-privées de place financière verte	7
Soutien à la finance verte avec des incitations publiques	7
Existence de subventions pour les investissements durables ou politique fiscale /taxation pour les produits qui répondent aux critères ESG	7
Le gouvernement fournit des instruments de financement pour les investissements liés au changement climatique	7
Cohérence 2 degrés de l'action du secteur public	7,2
Prise en compte des risques liés au changement climatique par le gouvernement dans sa stratégie d'investissement	8
Institution financière publique verte	6
Emission d'obligations vertes par les agences gouvernementales	9
Reporting de la Banque Centrale sur les risques climatiques	6
Renforcement des capacités publiques et sensibilisation à la finance verte	7
Fourniture de certifications gratuites de label vert	8
Intégration aux programmes de l'éducation des consommateurs sur la finance verte (écoles, universités, enseignement général)	6
Etablissement et maintien d'une taxonomie commune	5

Conclusion

Pour l'ensemble des trois dimensions, la France se positionne plutôt en avance par rapport aux cadres européen et allemand déjà analysés³⁸. Cette avance s'explique principalement par trois facteurs :

- la mise en œuvre de l'article 173-VI depuis la loi de Transition Énergétique pour la Croissance verte en 2015 pour les questions de transparence ;
- la prise de conscience plus récente mais forte des régulateurs et superviseurs et l'émergence de pratiques de supervision qui intègrent les enjeux climatiques par le dialogue avec les assureurs et les banques ;
- une dynamique de place forte, avec une action des pouvoirs publics qui se veut cohérente avec une trajectoire de « deux degrés » et un organisme, Finance for Tomorrow qui rassemble la majorité des acteurs de la place.

Cependant cette dynamique qui voit la France se placer comme l'un des leaders parmi les pays européens reste hétérogène. Ainsi, l'avance prise et les progrès réalisés tendent à se concentrer dans les trois domaines listés précédemment, tandis que pour d'autres le retard est important ou les pratiques ne commencent qu'à émerger. C'est notamment le cas pour la supervision des gestionnaires d'actifs, les normes de comptabilité, ou les questions d'éducation et de formation à la finance verte et soutenable. Pour ces différents

38 Voir les autres analyses (Union Européenne, Allemagne et Pays Bas) sur le site <http://3fp-tracker.com/>

sujets, plusieurs facteurs peuvent expliquer ce retard. D'abord, les entretiens réalisés ont révélé que la prise de conscience des autorités en place était un facteur essentiel dans la volonté de faire émerger de nouvelles pratiques, or cette prise de conscience a varié grandement d'un secteur à un autre. D'autre part des questions de méthodologies et des barrières techniques peuvent également être un frein.

Enfin, sur de nombreux sujets, tels que les obligations fiduciaires, la régulation prudentielle ou l'établissement d'une taxonomie, la France se place dans une position relativement attentiste vis-à-vis du niveau européen. Cette position peut être compréhensible, dans la mesure où la France ne souhaite pas s'engager à codifier des pratiques qui vont être amenées à évoluer rapidement du fait de l'introduction de nouvelles normes européennes. Cependant, dans certains cas, et notamment pour la supervision, l'actuel cadre réglementaire européen pourrait permettre de prendre en compte les enjeux climatiques, en adaptant les outils existants tels que les stress-tests ou le dialogue exercé lors de la procédure de surveillance dite du pilier 2. Mais cela suppose que le superviseur puisse d'abord se reposer sur des outils robustes de mesure d'exposition aux risques climatiques.

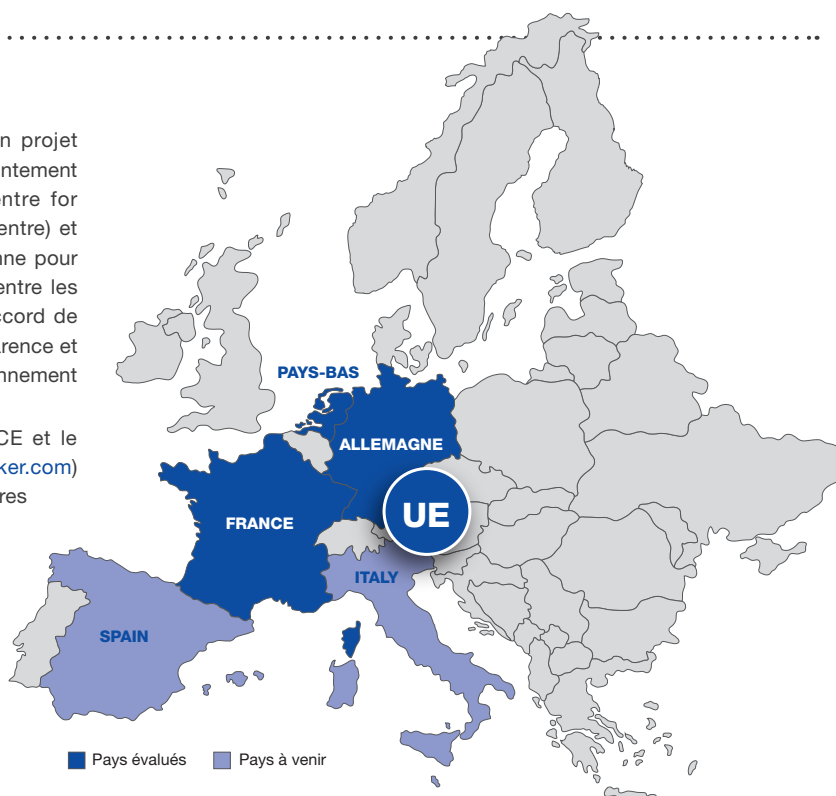
En conclusion, cet exercice révèle que si la France se positionne comme l'un des leaders de la finance verte, grâce à la mobilisation des acteurs publics, une dynamique de place forte et des structures qui soutiennent la finance verte, le chemin à parcourir reste encore long pour aboutir à un cadre réglementaire qui soit pleinement compatible avec l'Accord de Paris. L'avance prise dans certains domaines ne doit pas masquer le travail de pédagogie qui reste à poursuivre auprès de la sphère publique et en matière de lois et normes pour intégrer complètement les enjeux climatiques.

3fP, finance fit for Paris

Les résultats de cette analyse s'inscrivent dans un projet européen 3fP « Finance fit for Paris » développé conjointement par le Frankfurt School - UNEP Collaborating Centre for Climate & Sustainable Energy Finance (FS-UNEP Centre) et WWF Allemagne, soutenu par la Fondation européenne pour le climat. Ce projet vise à analyser la comptabilité entre les cadres réglementaires des acteurs financiers et l'Accord de Paris. L'analyse porte sur trois dimensions : la transparence et reporting ; la supervision et stabilité financière ; l'environnement favorable au développement de la finance verte.

Pour la France, l'évaluation est co-réalisée par I4CE et le FS-UNEP Centre. Le site 3fP-Tracker (www.3fp-tracker.com) comprend actuellement des évaluations pour les cadres réglementaires de l'UE, la France, les Pays-Bas et l'Allemagne. L'Espagne et l'Italie seront les prochains pays à être analysés.

Ces évaluations seront mises à jour annuellement pour tenir compte des évolutions des différentes réglementations et des pratiques des marchés financiers.



Frankfurt School
FS-UNEP Collaborating Centre
for Climate & Sustainable Energy Finance