



ACCÉLÉRER LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

Le rôle de la finance verte
et ses enjeux pour l'Europe

Pauline DESCHRYVER (dir.)

Avril 2020

L’Ifri est, en France, le principal centre indépendant de recherche, d’information et de débat sur les grandes questions internationales. Créé en 1979 par Thierry de Montbrial, l’Ifri est une association reconnue d’utilité publique (loi de 1901). Il n’est soumis à aucune tutelle administrative, définit librement ses activités et publie régulièrement ses travaux. L’Ifri associe, au travers de ses études et de ses débats, dans une démarche interdisciplinaire, décideurs politiques et experts à l’échelle internationale.

Le **Policy Center for the New South**, anciennement OCP Policy Center, est un *think tank* marocain basé à Rabat, Maroc, qui a pour mission la promotion du partage de connaissances et la contribution à une réflexion enrichie sur les questions économiques et les relations internationales. À travers une perspective du Sud sur les questions critiques et les grands enjeux stratégiques régionaux et mondiaux auxquels sont confrontés les pays en développement et émergents, Policy Center for the New South offre une réelle valeur ajoutée et vise à contribuer significativement à la prise de décision stratégique à travers ses quatre programmes de recherche : agriculture, environnement et sécurité alimentaire, économie et développement social, économie et finance des matières premières, géopolitique et relations internationales.

Les opinions exprimées dans ce texte n’engagent que la responsabilité des auteurs.

Cette note a été réalisée dans le cadre du partenariat entre l’Institut français des relations internationales (Ifri) et le Policy Center for the New South.

ISBN : 979-10-373-0158-1

Couverture : © Romolo Tavani/Shutterstock.com
Mains tenant un verre du monde dans la forêt verte - Concept de l’environnement - éléments américains de cette image meublée par la NASA

© Tous droits réservés, Ifri, 2020

Comment citer cette publication :

Pauline Deschryver (dir.), « Accélérer la transition énergétique : le rôle de la finance verte et ses enjeux pour l’Europe », *Études de l’Ifri*, Ifri, avril 2020.

Ifri

27 rue de la Procession 75740 Paris Cedex 15 – FRANCE

Tél. : +33 (0)1 40 61 60 00 – Fax : +33 (0)1 40 61 60 60

E-mail : accueil@ifri.org

Site internet : ifri.org

Auteurs

Pauline Deschryver est diplômée de Sciences Po et d'HEC Paris et analyste au Groupe d'Études Géopolitiques. Elle termine un cursus à Columbia University, avec une formation en économie du développement et en politiques énergétiques et environnementales. Elle se spécialise dans le financement de la transition énergétique, avec une expertise sur les *green bonds*, et dans l'intégration des aspects ESG dans le financement des infrastructures des économies émergentes.

Charlotte Gardes est actuellement doctorante en économie du droit sur le concept de responsabilité des marchés financiers face au risque climatique (Paris II - Assas), et analyste au Groupe d'Études Géopolitiques. Elle est diplômée de Sciences Po Paris en Économie, de l'École de droit de la Sorbonne en Droit des affaires et des marchés de capitaux, et de l'Université Paris II en Économie, spécialisation Monnaie, Banque, Finance. Elle travaille en particulier sur les questions de financement de la transition énergétique et écologique, et sur le risque climatique pour les institutions financières.

Théo Maret est étudiant en économie à l'ENSAE et analyste au sein du Groupe d'Études Géopolitiques. Il contribue aux travaux du Groupe d'Études Géopolitiques sur les questions de finance durable, et notamment sur le rôle des institutions financières multilatérales dans la transition énergétique.

Clémence Pèlerin est diplômée de Sciences Po et de l'Institut français du Pétrole. Elle est actuellement consultante en gestion de grands programmes chez PwC et directrice du programme Énergie et Environnement du Groupe d'Études Géopolitiques.

Résumé

La finance verte est un champ en plein développement depuis l'accord de Paris, qui se situe à la croisée d'enjeux financiers, socioéconomiques et environnementaux. Elle est de nature hybride : opérant avec des outils financiers, elle se concentre sur les questions environnementales, tout en appartenant au champ plus large de la finance dite « durable », qui adopte une approche élargie avec l'inclusion d'enjeux socioéconomiques et de gouvernance. Elle possède une capacité catalytique pour permettre et accélérer la transition vers une économie bas-carbone et se matérialise par une palette d'instruments qui se multiplient. Des obligations aux indices verts, en passant par les prêts verts, et par la mobilisation de capitaux en expansion, le secteur grandit quantitativement et qualitativement. À elles seules, les émissions de dette dite « verte » ont été multipliées par cinq en près de trois ans pour atteindre 257 milliards de dollars (\$) en 2019, soulignant la force d'innovation et d'attraction à l'œuvre.

La finance verte permet d'embrasser les horizons divergents des acteurs publics et privés. Simple outil en apparence, elle pose néanmoins des questions majeures pour le futur de nos sociétés : choisir de ne financer que les secteurs déjà « verts » implique des risques socioéconomiques cruciaux tels que la perte d'emplois dans des secteurs fortement émetteurs (*brown*), et des actifs échoués (*stranded assets*). Faire le choix d'une approche séquencée revient potentiellement à verrouiller des activités polluantes sur le long terme et ne pas atteindre les objectifs de l'accord de Paris sur le climat (effet de *lock-in*).

Face aux risques physiques du changement climatique (destructions et sinistres) et à ceux liés à la transition énergétique (actifs échoués), le changement climatique est désormais largement considéré comme un risque systématique. Aussi, les acteurs publics et privés se mobilisent – investisseurs institutionnels, banques, régulateurs, banques centrales, assureurs, agences de notation, États, organisations multilatérales – tant pour mieux appréhender les risques posés par le changement climatique que pour saisir les opportunités de ce domaine en pleine expansion. En effet, la finance verte offre au secteur financier les outils lui permettant effectivement de réorienter les capitaux vers la transition bas-carbone.

Dans un contexte d'incertitude sur les effets du changement climatique¹, la finance verte réduit également l'asymétrie d'information sur les risques liés à ces bouleversements écosystémiques majeurs. La structuration et la distribution de produits « verts » sont d'importants vecteurs de croissance pour l'ensemble des acteurs, et ce sur des métiers très variés.

Toutefois, de nombreux risques et défis demeurent : de nature financière, liés notamment aux niveaux élevés de subventions pour la production et la consommation des énergies fossiles et à l'absence d'un prix unique du carbone, ou de prévisibilité sur son évolution lorsqu'il existe ; d'ordre structurel, entravant l'attractivité économique des activités durables, en particulier en matière de rentabilité ; et des signaux politiques peu clairs, entraînant notamment une incertitude réglementaire. En outre, le langage de la finance verte reste fragmenté et encore trop peu lisible : les cadres de *reporting* et les taxonomies sont nombreux, prévenant une appropriation aisée et uniforme par les acteurs. La standardisation des méthodologies, demandes et calculs, et des divulgations, est nécessaire. Un langage commun, non seulement aux Européens, mais au-delà, s'impose pour assurer une véritable efficacité du financement de la transition écologique.

Pour assurer son effectivité, la qualité et comparabilité du *reporting* extra-financier doivent être considérablement améliorées. Aussi, le principe de double matérialité de l'information – financière et extra-financière – est critique. La finance verte offre à l'ensemble du système financier des outils pour effectuer sa transition, en évitant à la fois une approche de « niche », mais également une approche laxiste, propice au *greenwashing* (éco-blanchiment) et néfaste à la croissance du secteur ainsi que, *in fine*, à l'objectif de transition que la finance verte est censée servir. En tant que source de risque systémique sur le système financier, mais également au regard des défis de financement de la transition, il s'agit de veiller à ce que la notion de finance durable trouve son sens dans l'intégration de « filtres » d'ordre environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans le fonctionnement d'ensemble des marchés financiers.

Les risques de *greenwashing*, intentionnels ou non, sont nombreux pour les acteurs de marché : faire des choix d'investissement erronés, car mal informés sur les caractéristiques réelles de durabilité ; voir sa réputation discréditée, tant pour les clients que pour les gestionnaires de fonds ; ébranler la confiance et les fondations de la finance verte.

1. « Scientific Uncertainty », *Nature Climate Change*, vol. 9, n° 797, 29 octobre 2019, disponible sur : www.nature.com ; M. L. Weitzman, « Fat-Tailed Uncertainty in the Economics of Catastrophic Climate Change », *Review of Environmental Economics and Policy*, vol. 5, n° 2, 2011, p. 275-292, disponible sur : <https://doi.org>.

L'Union européenne (UE) a pris le leadership sur ces questions. Le Plan d'action pour le financement de la croissance durable de la Commission européenne de mars 2018 vise à réorienter les flux de capitaux vers une économie plus durable, intégrer la durabilité dans la gestion des risques des institutions financières et favoriser la transparence et la prise en compte du long terme au sein des institutions financières. Ce Plan d'action comprend de nombreux outils tels que, notamment, un Écolabel pour les produits financiers ; l'élaboration d'un standard européen d'obligation verte ; un règlement dit «*Disclosure*» légiférant sur le *reporting* extra-financier des acteurs de marché ; la clarification des devoirs des conseillers bancaires et en investissement en matière d'intégration des critères ESG ; et l'intégration de la durabilité dans les exigences prudentielles des banques et des assureurs. L'un des principaux outils réside dans la «*taxonomie*» européenne des activités économiques durables, qui a vocation à constituer le langage commun du verdissement du secteur financier en s'appliquant, sur une base volontaire au moins, à un large éventail d'acteurs et d'activités. Cette future taxonomie revêt en outre un important potentiel globalisant, susceptible de renforcer la puissance normative de l'UE. Ainsi, ces enjeux sont désormais au cœur des travaux du G20 et de son Financial Stability Board (FSB), mais aussi des Nations unies.

La stratégie de l'UE en matière de finance durable s'inscrit dans la durée, visant à adopter une vision aussi holistique que possible de la réglementation financière et du changement climatique, et ainsi à réorienter pleinement les flux de capitaux vers le financement de la transition. Les prochains mois seront critiques pour l'avenir du secteur, avec la continuation des travaux sur la taxonomie européenne, la préparation des actes délégués suite aux recommandations finales préparées par le groupe technique d'experts sur le financement durable (Technical expert group on sustainable finance – TEG) de la Commission européenne et la mise en œuvre du *Green Deal* européen.

Sommaire

INTRODUCTION	11
UNE GOUVERNANCE GLOBALE EST CRITIQUE POUR RÉPONDRE AUX ENJEUX DE LA TRANSITION	17
Le boom de la finance durable.....	17
Un jeu d'acteurs en transformation : les acteurs financiers en première ligne	20
Le rôle des autorités de régulation et de supervision doit être consolidé	22
Une expansion limitée du marché des obligations vertes, absence de standardisation et menaces de <i>greenwashing</i>.....	28
L'AVANCE EUROPÉENNE EN MATIÈRE DE FINANCE DURABLE : POSITIONNEMENT ET PISTES DE CONSOLIDATION.....	33
Une forte ambition politique pour verdir durablement le système financier	33
La « taxonomie » des activités économiques durables : le système européen de classification	37
Porter un discours global sur la finance durable via une vision holistique du système financier	42
CONCLUSION	47

Introduction

La définition de la finance verte est relativement élastique. Il s'agit de toute initiative, processus, produit ou service financier – ainsi que les réglementations financière et fiscale afférentes – conçus afin de protéger l'environnement naturel et/ou d'atténuer l'impact des modifications de l'environnement et des changements climatiques sur les marchés et l'investissement².

Ainsi, la finance verte se concentre sur les questions environnementales, tout en appartenant au champ plus large de la finance dite « durable », qui adopte une approche élargie comprenant également des enjeux socioéconomiques et de gouvernance³.

Stricto sensu, la finance verte s'attache en premier lieu aux aspects environnementaux (*i.e.* pollution, émissions de gaz à effet de serre, biodiversité, qualité de l'eau et de l'air). D'autres y incluent également les aspects liés au changement climatique (*i.e.* efficacité énergétique, énergies renouvelables, prévention et atténuation des impacts du changement climatique).

Les caractéristiques principales de la finance verte sont multiples, à savoir : un rôle affirmé dans l'allocation de capitaux à des fins durables et au bénéfice de la transition bas-carbone ; un souci de gérer les risques environnementaux (*i.e.* physiques, de transition et de passif) auxquels sont confrontés le secteur financier et l'économie dans son ensemble ; et une reconnaissance des politiques et des infrastructures nécessaires pour permettre son développement.

En pratique, il s'agit, selon l'OCDE, d'un mode de financement destiné à « réaliser la croissance économique tout en réduisant la pollution et les émissions de gaz à effet de serre, en minimisant les déchets et en améliorant l'efficacité dans l'utilisation des ressources naturelles ».

2. J.-C. Hourcade, B. Perrissin Fabert et J. Rozenberg, « Venturing into Uncharted Financial Waters: An Essay on Climate-Friendly Finance », *International Environmental Agreements: Politics, Law and Economics*, vol. 12, n° 2, 2012, p. 165-186, disponible sur : <https://doi.org>.

3. M. Aglietta et S. Rigot, « Investisseurs à long terme, régulation financière et croissance soutenable », *Revue d'économie financière*, vol. 108, n° 4, 2012, p. 189-200, disponible sur : www.cairn.info.

Le financement d'investissements offrant des avantages environnementaux passe par de nouveaux instruments financiers et de nouvelles politiques – à l'instar des obligations vertes, des banques dites « durables », des instruments du marché du carbone, d'une politique budgétaire dédiée (*green budgeting*), d'une politique monétaire « verte », de l'association des technologies financières, des fonds verts communautaires, etc. – l'ensemble de ces mécanismes pouvant être dénommé plus largement comme appartenant à la « finance verte ».

La finance verte couvre ainsi une large gamme de produits et services financiers, qui peuvent être largement divisés en produits bancaires, d'investissement et d'assurance. Il s'agit notamment des obligations vertes, des crédits verts, des fonds d'investissement verts (et/ou ESG) et de l'assurance contre les risques climatiques.

Focus sur quelques instruments clés de la finance verte

Les obligations vertes (ou *green bonds*) sont des obligations spécialement conçues pour financer des projets climatiques et environnementaux. Ces obligations sont généralement liées à des actifs et adossées au bilan de l'émetteur. Ce dernier peut être une entreprise privée ou une entité publique (e.g. collectivités, État, agence internationale).

Lorsqu'un émetteur souhaite émettre une obligation verte, le cadre du projet est généralement construit autour des *Green Bond Principles*. Ces principes et lignes directrices, élaborés par l'International Capital Market Association (ICMA), favorisent la transparence et la divulgation des détails du projet. Conformément à ces principes, le rapport annuel doit inclure la liste et la description des projets alloués (*use of proceeds*) et leur impact attendu⁴.

Suite au succès du marché des obligations et des prêts verts, qui visent à financer des projets spécifiques, les banques et les emprunteurs manifestent désormais un intérêt croissant pour des emprunts basés sur l'utilisation non spécifiée de produits (*ESG-linked loans*). Ces prêts liés à l'atteinte d'objectifs de développement durable incitent les entreprises à améliorer leurs performances ESG en liant directement les conditions financières d'un prêt à des objectifs de durabilité prédéterminés.

L'essor de l'investissement vert a ainsi vu le développement d'un large éventail d'actions, de fonds communs de placement (à l'instar du Calvert Global Alternative Energy Fund, le CAEIX) et de fonds négociés en bourse (tels que le Market Vectors Solar Energy pour le solaire et le First Trust Global Wind Energy pour l'éolien).

4. International Capital Market Association (ICMA), « Green Bond Principles », juin 2018, disponible sur : www.icmagroup.org.

Avec ses fonctions intermédiaires, sa gestion des risques et son poids économique, le secteur financier joue ainsi un rôle clé pour flécher l'allocation du capital vers des enjeux environnementaux critiques. Le secteur a également développé une attention plus aiguë à son rôle sociétal depuis la crise économique et financière de 2007-2008, avec une implication accrue sur le financement du développement et des objectifs non plus seulement appuyés sur la création de valeur pour les actionnaires, mais davantage vers la génération de valeur pour les parties prenantes⁵.

La finance verte ouvre, d'une part, les marchés de capitaux traditionnels à la création et à la distribution d'une gamme de produits et services susceptibles de rendements financiers tout en offrant des résultats positifs pour l'environnement. D'autre part, elle corrige certaines des carences du marché et du système financier : en effet, elle prend en compte des coûts et des avantages économiques qui ne sont généralement pas tarifés – externalités telles que la pollution de l'air et de l'eau ; elle facilite le financement d'infrastructures durables de long terme qui trouveraient peine à se financer autrement ; et elle intègre et promeut l'information extra-financière dans la décision d'investissement⁶.

Le défi de la finance verte est ainsi d'aligner les flux de capitaux sur les objectifs climatiques, en particulier ceux acquis à l'issue de la COP21 et de la signature de l'accord de Paris. Trois dynamiques mondiales récentes marquent le dynamisme de cet outil en plein essor.

Du côté du secteur privé, se multiplient produits (*i.e.* obligations vertes, fonds d'investissements verts, etc.) et services (*i.e.* notation, analyse, indices, outils spécialisés) destinés à financer des actifs verts.

Les acteurs publics et multilatéraux ne sont pas en reste, avec le lancement de travaux sur le *reporting* extra-financier et l'alignement des systèmes financiers sur les objectifs de transition vers une économie à bas-carbone. Différentes plateformes et institutions interviennent sur ces enjeux, à l'instar de la Task Force on Climate-related Disclosures (TCFD), mandatée par le Financial Stability Board (FSB), qui a émis des recommandations sur une plus grande transparence des entreprises et des acteurs financiers. En 2018, l'initiative de l'Organisation des Nations Unies en charge des Principles for Responsible Investment, l'UN-PRI, a adopté les recommandations de la TCFD dans son cadre de

5. F. Villeroy de Galhau, « Changement climatique : le secteur financier et le chemin vers les 2 degrés », Banque de France, 30 novembre 2015, disponible sur : www.banque-france.fr.

6. C. Berthaud, J. Evain et M. Scolan (rapporteurs), *Pour une stratégie française de la finance*, décembre 2017.

reporting. Les investisseurs signataires de l'UN-PRI ont obligation, depuis 2020, d'intégrer certains indicateurs climatiques alignés sur les recommandations de la TCFD (indicateurs SG 01, SG 07 CC et SG 13 CC)⁷ dans leur processus décisionnel d'investissement ; toutefois, la divulgation publique de ce *reporting* reste volontaire⁸. Du côté des États, environ deux tiers des membres du G20 ont commencé à mettre en œuvre les recommandations de la TCFD par le biais d'un ou plusieurs mécanismes : engagement politique et réglementaire, à l'instar de l'UE dans son règlement dit « *Disclosure* » ; engagement formel avec le secteur privé *via* la publication de lignes directrices et de plans d'action ; ou par une loi de codage⁹.

Avec l'appui du Groupe d'experts de haut niveau sur la Finance durable (HLEG) mis sur pied en 2016, l'UE a lancé un ambitieux Plan d'action en 2018, suivi fin 2019 du *Green Deal*. À l'échelle nationale, de nombreux États ont pris des initiatives pour développer la finance verte et mieux encadrer la prise en compte du risque climatique par les régulateurs et superviseurs, à l'instar essentiellement de la France, du Royaume-Uni et des Pays-Bas.

Enfin, un engagement volontaire multipartite gagne en envergure. Banques, sociétés d'assurance, fonds d'investissement et gestionnaires d'actifs se déclarent de plus en plus engagés à aligner leur stratégie d'investissement avec les objectifs de l'accord de Paris, *via* une diversité de coalitions internationales à l'image du *Climate Action 100+*. La majeure partie des banques de développement se sont aussi engagées à renforcer sensiblement leurs actions et financements en faveur de la lutte contre le changement climatique.

De nombreux outils verts sont disponibles pour ces acteurs, qui doivent dès lors décider s'ils souhaitent encourager et accélérer les secteurs qui sont déjà « verts », ou du moins peuvent le devenir à très court terme, soutenir ceux qui ne pourront pas verdir rapidement pour des raisons économiques, ou bien sanctionner ceux qui ne le sont pas en s'en désengageant financièrement.

7. Principes pour l'investissement responsable soutenus par les Nations Unies (UN-PRI), « PRI Reporting Framework 2019. Strategy and Governance », novembre 2019, disponible sur : www.unpri.org.

8. UN-PRI, « TCFD-Based Reporting to Become Mandatory for PRI Signatories in 2020 », 18 février 2019, disponible sur : www.unpri.org.

9. Cambridge Institute for Sustainability Leadership (CISL), « Sailing From Different Harbours. G20 Approaches to Implementing the Recommendations of the Task Force on Climate-Related Financial Disclosures », mai 2018, disponible sur : www.cisl.cam.ac.uk.

Pour la première option, les principaux secteurs récipiendaires sont la production, la distribution et le stockage des énergies renouvelables, l'efficacité énergétique dans les bâtiments domestiques et industriels, le transport vert, le recyclage, la prévention de la pollution, la conservation de l'eau et le reboisement. Au sein de ces activités, toute une gamme de verts existe, du plus clair au plus foncé, le plus orthodoxe.

Pour la deuxième, le débat demeure : s'agit-il véritablement de finance verte ou, plutôt, de financement de la transition ? Dans ce cas, l'objectif est de soutenir la gestion efficace des risques physiques et de transition. Les activités visées sont certains segments de l'industrie des combustibles fossiles et de l'exploitation minière, en particulier des minéraux essentiels à l'économie à faible émission de carbone, tels que le lithium et le cobalt, et les industries lourdes telles que le ciment, l'aluminium et le fer. C'est ainsi l'ensemble de la zone « vert clair » à « marron clair » du spectre qui divise aujourd'hui les investisseurs et les autorités de régulation et supervision.

La troisième voie est celle du désinvestissement des secteurs particulièrement polluants et énergivores, tels que le charbon ou le pétrole – ou plus largement les hydrocarbures conventionnels et non-conventionnels. Le désinvestissement (*divestment*) des combustibles fossiles a ainsi considérablement augmenté depuis la COP21. Plus de 900 investisseurs supplémentaires, dont des gestionnaires d'actifs, des fonds de pensions et des assureurs, se sont ainsi engagés à désinvestir du charbon entre 2014 et 2019 (*Climate Action 100+*).

Au centre ou en dehors du spectre, les domaines le plus souvent contestés ou plus rarement cités comme « vert foncé » comprennent, par exemple, la capture et le stockage du carbone (CSC), l'énergie nucléaire et les techniques d'efficacité des combustibles fossiles.

La finance verte recouvre ainsi un champ en pleine évolution, dont le potentiel est indéniable quant à la capacité de contribuer au financement de la lutte contre le changement climatique. Ce dynamisme a ses limites et ses risques : dans quelle mesure les outils et les discours se réclamant de la finance durable relèvent-ils du *greenwashing* ? La tendance actuelle promouvant la finance verte, et mue par une variété d'acteurs, est-elle propice à la consolidation ou à la fragmentation de ce nouveau champ ? Tous les types d'organisations – publiques et privées – sont-ils légitimes à utiliser et déployer des mécanismes de finance verte ? Autant de questions que de réponses en cours de construction à l'heure actuelle.

Cette étude présente ainsi dans un premier temps les différents défis rencontrés par la finance verte qui, malgré une solide expansion, avec une multiplication d'instruments et la participation de divers acteurs, reste

limitée par un manque de standardisation et des divergences significatives entre les différents marchés et parties prenantes. Cette situation appelle à un effort de consolidation et de gouvernance pour faire face à l'enjeu planétaire du changement climatique, et l'UE en est le fer de lance.

Dans un deuxième temps, il s'agit d'esquisser la vision et les initiatives européennes : le *Green Deal* européen et la future taxonomie européenne démontrent une forte ambition normative et politique pour le climat. Transformer cette avance en opportunité non seulement au niveau européen mais également au niveau global, avec des retombées partagées, reste cependant un travail en cours dont les enjeux majeurs sont ici identifiés, avec des préconisations de solutions.

Une gouvernance globale est critique pour répondre aux enjeux de la transition

Le boom de la finance durable

La finance durable s'est fortement développée depuis la signature en 2015 de l'accord de Paris qui prévoit l'alignement des flux financiers avec les objectifs climatiques, aux termes de son article 2.1. Quelques chiffres permettent de mesurer cette évolution. Le rapport sur le développement de la finance durable publié par UNEP FI en 2018 indique que les gouvernements ne restent pas inactifs : il dénombre ainsi 267 mesures liées à la finance durable dans le monde fin 2017, contre 131 en 2013. Ces mesures sont réparties dans 55 pays, dont l'ensemble des pays du G20¹⁰.

Le G20, qui représente 80 % des émissions de gaz à effet de serre mondiales, s'est mobilisé sur cette question durant la présidence chinoise en 2016 avec le lancement du Groupe d'étude sur la finance verte. Le Premier ministre japonais Shinzo Abe, hôte de la réunion du G20 en 2019, a ainsi déclaré mettre le climat au sommet de l'agenda sous sa présidence. Alors que le G7 était historiquement plus allant sur les questions climatiques par rapport au G20 qui inclut des pays émergents, la présidence de Trump a considérablement amoindri sa force de frappe en la matière. Ce mouvement devrait d'ailleurs s'amplifier sous la présidence américaine du G7 en 2020. Les diplomates cherchent des moyens de contourner cet obstacle en travaillant sur la finance durable lors des réunions ministérielles (G7 finance et G7 environnement notamment) et *via* des coalitions d'acteurs privés lancées lors du sommet qui visent à masquer l'absence de consensus politique. Lors de la réunion des ministres des Finances et Banques centrales du G20 sous présidence saoudienne les 22 au 23 février 2020, la Russie et l'Arabie saoudite ont fait part de leur intérêt grandissant pour ces sujets.

10. Initiative financière de l'ONU Environnement (UNEP FI), « Repenser l'impact pour financer les objectifs de développement durable (ODD) », novembre 2018, disponible sur : <https://unepfi.org>.

Alors que le Forum Économique Mondial de Davos se tourne de plus en plus vers les enjeux climatiques et environnementaux, le secrétaire général de l'ONU António Guterres a cette année salué le nombre croissant d'institutions financières et de gestionnaires d'actifs faisant de la neutralité carbone une priorité dans leurs investissements¹¹.

Les fonds gérés selon des critères de durabilité sont également en constante augmentation, selon la Global Sustainable Investment Alliance, en ce qu'ils ont totalisé 30 700 milliards de \$ en 2018, soit une augmentation de 34 % par rapport à 2016. Ils sont notamment passés de 12 040 à 14 075 milliards de \$ dans l'UE – qui reste la région de localisation des fonds la plus importante – et de 8 723 à 11 995 milliards de \$ aux États-Unis.

Quand bien même les définitions et standards n'ont pas encore été décidés, les émissions de dette dite « verte », prêts et obligations confondus, ont totalisé près de 250 milliards de \$ en 2018, tandis qu'elles étaient de l'ordre de 50 milliards de \$ en 2015. En 2019, elles ont atteint près de 260 milliards de \$¹².

Si l'UE est historiquement à la pointe du développement de la finance durable, ces dernières années ont vu l'émergence de nouveaux acteurs étatiques ou supranationaux – à l'instar du Japon et de la Chine, mais également du Fonds monétaire international et des banques de développement. En 2019, les États-Unis sont le premier émetteur d'obligations vertes, *corporates* et souverains confondus, suivis par la Chine, puis la France, l'Allemagne et les Pays-Bas¹³.

L'initiative Financial Centers for Sustainability (F4CS), créée sous l'égide de UNEP FI, a pour objectif de favoriser l'émulation entre les différentes places financières en matière de finance durable et de contribuer à la diffusion des meilleures pratiques. Les membres fondateurs lors du lancement à Casablanca en 2017 incluaient Astana, Casablanca, Dublin, Francfort, Genève, Hong Kong, Londres, Luxembourg, Liechtenstein, Milan, Paris, Séoul, Shanghai, Shenzhen, Stockholm, Toronto et Zurich. Néanmoins, de grandes disparités existent entre ces places, et si des initiatives existent dans la plupart d'entre elles, Londres et Paris conservent à ce stade une certaine avance, avec des structures plus matures.

11. « At Davos, UN Chief Urges “Big Emitters” to Take Climate Action », *UN News*, 23 janvier 2020, disponible sur : <https://news.un.org>.

12. Climate Bonds Initiative (CBI), « 2019 Green Bond Market Summary », février 2020, disponible sur : www.climatebonds.net.

13. *Ibid.*

Le Royaume-Uni a ainsi présenté en juillet 2019 une stratégie ambitieuse en matière de finance durable. En créant un Green Finance Institute qui rassemblera les acteurs publics, privés et académiques, le pays dessine une certaine vision holistique de l'action des États en matière de finance durable. Il faut là aussi y voir une forte dimension politique pour conserver l'attractivité de la place de Londres dans un environnement post-Brexit.

En France, c'est l'association Finance for Tomorrow, sous l'égide de Paris Europlace, qui fédère l'ensemble des acteurs de la place de Paris au sein de groupes de travail thématiques, par exemple sur la biodiversité ou le risque climatique. Chaque année, depuis 2014, est également organisé le Climate Finance Day, dont l'édition 2019 a marqué l'ouverture vers les États-Unis et la Chine. Afin de développer l'expertise technique, deux commissions rassemblant des acteurs privés et publics ont également été créées par les autorités nationales de supervision, ainsi qu'un observatoire du verdissement de la place rassemblant les fédérations professionnelles, dans la lignée de l'engagement sur le climat de juillet 2019. En outre, s'ajoutent les travaux menés par la Banque de France comme secrétaire du Réseau des banques centrales et superviseurs pour le verdissement du secteur financier (NGFS). Il existe ainsi aujourd'hui un véritable risque de dispersion entre les différentes initiatives, que la Plateforme internationale de la Commission européenne pour la finance durable ou le modèle anglais centralisé permettent d'éviter dans une certaine mesure. Un tel phénomène demeure néanmoins symptomatique de la montée en puissance de la finance durable, comme enjeu politique, économique et financier.

L'enjeu demeure dès lors aujourd'hui la définition et l'adoption de standards en matière de finance durable. Ces derniers seront par nature politiques, en ce qu'ils conditionnent le financement d'un modèle économique et donc de modes de consommation, de mix énergétiques, et de types de mobilité.

La création de taxonomies vertes illustre parfaitement ce propos, avec les initiatives simultanées de l'UE, de la Chine ou du Canada – mais également de nombreux acteurs privés et d'ONG. Au vu de la potentielle « lourdeur » des taxonomies en matière de conformité pour les émetteurs et acteurs financiers au niveau global, il est peu probable qu'autant de taxonomies coexistent à plus long terme, ce qui explique l'intérêt des différents acteurs en présence.

Un jeu d'acteurs en transformation : les acteurs financiers en première ligne

La finance durable prend logiquement une importance croissante dans la stratégie des différents acteurs financiers. Plusieurs facteurs les amènent ainsi à transformer leurs pratiques. Tout d'abord, il existe une prise de conscience globale des enjeux climatiques qui s'est accélérée depuis l'accord de Paris. En sus de la surveillance des ONG qui produisent de nombreux rapports sur les pratiques des acteurs financiers en matière environnementale, les clients, épargnants et citoyens tendent également à demander plus de transparence vis-à-vis de ces enjeux.

Les évolutions de la législation, à l'instar du niveau européen, forcent également des changements, tout comme le discours global des décideurs politiques, qui indiquent clairement leur intention de légiférer sur ce sujet. Il est à ce titre intéressant de noter que des initiatives non contraignantes aboutissent également, telles que l'engagement pris en juillet 2019 par l'ensemble des acteurs de la place de Paris, sous l'égide du ministre français de l'Économie, à présenter dès 2020 une stratégie individuelle de sortie du charbon¹⁴.

Enfin, le risque financier relatif au changement climatique incite particulièrement les acteurs financiers au changement. Dès 2015, il a été présenté comme systémique par Mark Carney¹⁵, alors gouverneur de la *Bank of England*, dans son discours fondateur sur la « Tragédie des horizons », insistant sur le décalage entre l'horizon « court-termiste » des acteurs de marché et des décideurs politiques, et celui de plus long terme du changement climatique. Le risque physique peut réduire instantanément la valeur d'actifs, tout comme le risque de transition qui devrait entraîner l'apparition d'actifs dits « échoués » (*stranded assets*).

Les changements diffèrent selon le type d'institution financière¹⁶ :

- Les banques couvrent des activités très différentes. Elles vont donc devoir modifier leur offre de produits dédiée aux clients particuliers dans la banque de détail, mais également modifier les modèles sur lesquels se basent les décisions d'octroi de prêt et financement pour y intégrer au mieux les considérations climatiques pouvant avoir un effet

14. Finance for Tomorrow, « Déclaration de Place : une nouvelle étape pour une finance verte et durable », 2 juillet 2019, disponible sur : <https://financefortomorrow.com>.

15. M. Carney, « Breaking the Tragedy of the Horizon – Climate Change and Financial Stability », 29 septembre 2015, disponible sur : www.bis.org.

16. European Systemic Risk Board (ESRB), « Too Late, Too Sudden: Transition to a Low-Carbon Economy and Systemic Risk », Reports of the Advisory Scientific Committee, n° 6, février 2016, disponible sur : www.esrb.europa.eu.

tangible sur le risque de contrepartie. Les modèles utilisés en salle de marché risquent en outre d'être mis en défaut par des variations violentes sur les marchés, induites par le changement climatique. L'impact est moins clair sur les activités de banque d'affaires comme la fusion-acquisition dans la mesure où la banque n'est pas directement exposée au risque de contrepartie, hors paiement des honoraires. Le risque de réputation pourrait en revanche devenir un facteur important ;

- ▀ Les gestionnaires d'actifs devront également mieux appréhender les variations de la valorisation des actifs dues au changement climatique, et en premier lieu les *stranded assets*. On peut noter que l'ensemble des classes d'actifs devraient être concernées, jusqu'aux obligations souveraines. L'augmentation de la fréquence des événements climatiques violents peut amener des pays au bord du défaut, comme le montre la sécheresse récente au Zimbabwe ou au Zambie. En augmentant la volatilité sur les marchés financiers, le changement climatique pourrait également faire apparaître de nouvelles stratégies d'investissement. Enfin, la question de l'investissement passif et du verdissement des indices (initiée notamment par le règlement européen *Benchmark* en 2019) sera cruciale pour l'alignement des flux de capitaux avec les objectifs climatiques ;
- ▀ Les assureurs subissent le risque climat sur les deux parties de leur bilan. Tandis que leurs placements sur les marchés pourraient subir d'importantes variations comme les gestionnaires d'actifs, ils devront également faire face à une recrudescence de sinistres dus aux aléas climatiques. Un exemple emblématique récent des risques physiques est la faillite en 2019 de l'énergéticien californien PG&E, suite aux incendies qui ont ravagé la Californie. La justice a considéré que les lignes électriques étaient à l'origine des départs de feu, et les assureurs de l'entreprise font donc face à des décaissements extrêmement importants. Jusqu'en 2000, les initiatives de ce secteur axées sur les défis du développement durable étaient limitées. Cette tendance a changé depuis les années 2000, avec des initiatives importantes concernant la réduction des risques de catastrophe et l'accès aux produits d'assurance dans le cadre du changement climatique¹⁷. Plus récemment, ces acteurs se sont mobilisés sous l'égide du Sustainable Insurance Forum (SIF), créé en 2016 et réunissant superviseurs et

17. On peut noter des initiatives telles que le Consultative Group to Assist the Poor (CGAP), le Working Group on Microinsurance (2002), les ClimateWise Principles (2007), l'Access to Insurance Initiative (2009), le Kyoto Statement of The Geneva Association (2009), la Geneva Association et les UNEP FI Principles for Sustainable Insurance (PSI) (2012).

régulateurs d'assurance à l'échelle internationale sous l'égide des Nations Unies et dans l'alignement des Principes pour l'Assurance Durable (Principles for Sustainable Insurance, PSI). Plus de 100 organisations assurantielles ont adopté le PSI, avec des acteurs représentant plus de 20 % du volume des primes mondiales et 14 milliards de \$ d'actifs sous gestion¹⁸.

La couverture des dégâts engendrés par les événements météorologiques devient un enjeu de politique publique majeur au niveau mondial. En août 2019, le réassureur Swiss Re évaluait les pertes économiques liées aux catastrophes naturelles sur la première moitié de l'année à 40 milliards de \$, en baisse de 12 % par rapport à la première moitié de 2018¹⁹. En revanche, les pertes couvertes avaient quant à elles diminué de 30 % ; le réassureur explique cela par les importants sinistres en Inde ou en Afrique de l'est, des pays où le système assurantiel est peu développé. Il est à craindre que la situation ne s'aggrave, dans la mesure où les pays les plus exposés sont souvent des marchés frontières ou émergents.

Le rôle des autorités de régulation et de supervision doit être consolidé

Le rôle des autorités de supervision et banques centrales face au changement climatique fait aujourd'hui débat et soulève de nombreuses questions tant techniques que politiques. Des travaux ont été engagés au sein du Réseau des banques centrales et superviseurs pour le verdissement du système financier (Network for Greening the Financial System, NGFS). Ce réseau, initié en décembre 2017 à l'occasion du One Planet Summit à Paris par la Banque de France, rassemble désormais une cinquantaine de membres et observateurs, dont le comité de Bâle et le FMI. Les membres travaillent sur l'intégration du risque climatique dans la supervision financière et les opérations de marché des banques centrales.

La Federal Reserve (Fed) reste aujourd'hui la grande absente de ce réseau, en ligne avec la politique environnementale de l'Administration Trump – bien que Jay Powell, président du Conseil des gouverneurs, ait récemment ouvert la porte publiquement à l'adhésion de son institution au

18. J. McDaniels, N. Robins et B. Bacani, « Sustainable Insurance. The Emerging Agenda for Supervisors and Regulators », UNEP FI-Sustainable Insurance Forum, 2017, disponible sur : www.unepfi.org.

19. Swiss Re, « Swiss Re Institute Estimates Global Economic Losses of USD 44 Billion From Catastrophes in the First Half of 2019 », 15 août 2019, disponible sur : www.swissre.com.

NGFS²⁰. Si la position de la Maison Blanche reste inchangée vis-à-vis de l'accord de Paris, certaines « fissures » semblent apparaître, notamment avec la présentation d'un projet de loi sur le dividende carbone par des élus républicains, ou encore une série de propositions législatives – actuellement bloquées au Sénat – sur la transparence extra-financière des émetteurs et des sociétés de gestion de portefeuille²¹. Enfin, la CFTC s'est positionnée sur l'évaluation du risque climatique des institutions financières²².

Plus largement, le rôle des autorités de supervision face au changement climatique s'articule autour de deux axes principaux²³ :

- ▀ Intégrer efficacement le risque climatique, et les menaces qu'il fait peser sur la stabilité financière au sein des mécanismes de supervision. Particulièrement, les *stress-tests* devront évoluer pour prendre en compte ces nouveaux enjeux, et les barrières sont principalement d'ordre technique : la définition de scénarios économiques et climatiques sur lesquels se fonderont les *stress-tests* ; et la modélisation de la chaîne d'impact du changement climatique de l'actif physique jusqu'au bilan des acteurs financiers ;
- ▀ Lutter contre le *greenwashing* (écoblanchiment) qui risque de se développer, notamment pour les produits distribués auprès des clients de banques commerciales (*retail*). Les débats autour des textes européens, au premier rang desquels la taxonomie, montrent la difficulté à définir des critères objectifs de durabilité des produits financiers. Ces débats devraient logiquement apparaître sur les marchés où l'offre de produits dits durables est exponentielle, alors que les standards demeurent non harmonisés.

Le rôle des banques centrales dans le cadre du changement climatique fait l'objet d'un âpre débat politique, s'agissant de leurs interventions de marché, et particulièrement des programmes de rachat d'actifs. De nombreuses voix se sont élevées courant 2019 pour faire du *quantitative*

20. G. Davies, « Central Banks Begin to Grapple with Climate Change », *Financial Times*, 12 janvier 2020, disponible sur : www.ft.com.

21. L'*ESG Disclosure Simplification Act*, introduit à l'été 2019 puis réintroduit en janvier 2020, est le dernier ajout à la liste des propositions de loi sur la divulgation d'informations ESG que la Commission des services financiers de la Chambre a adopté courant 2019. En juillet 2019 par exemple, la même commission avait adopté le *Climate Risk Disclosure Act* (toujours en cours d'examen au Sénat), qui créerait un cadre complet pour la divulgation par les sociétés ouvertes des risques liés au climat. Pris ensemble, ces projets de loi commencent à jeter les bases d'un cadre complet de divulgation ESG pour les sociétés ouvertes américaines.

22. R. Behnam, « Changing Weather Patterns: Risk Management for Certain Uncertain Change », Commodity Futures Trading Commission (CFTC), 14 février 2020, disponible sur : www.cftc.gov.

23. D. Schoenmaker, R. van Tilburg et H. Wijffels, « What Role for Financial Supervisors in Addressing Systemic Environmental Risks? », DSF Policy Paper, n° 50, avril 2015.

easing (QE) le principal vecteur de financement de la transition écologique, au vu des volumes en jeu. Les contempteurs d'un tel changement arguent généralement d'une trop faible profondeur du marché des actifs verts, de l'importance de la neutralité sur le marché des opérations de la banque centrale ou encore du fait que le mandat des banques centrales ne doit pas se substituer à celui des gouvernements²⁴.

La Banque centrale européenne, portée par sa nouvelle présidente, pourrait vraisemblablement fortement infléchir sa position sur le sujet. Lors de ses auditions devant le législateur, Christine Lagarde a en effet démontré son ouverture envers un possible « QE vert » une fois la taxonomie européenne mise en place²⁵. La revue stratégique lancée le 23 janvier 2020 et dont les résultats seront dévoilés en décembre 2020, offrira « l'occasion de réfléchir à la manière de traiter les questions liées au développement durable dans le cadre de (sa) politique monétaire²⁶ ».

Au-delà des rachats d'actifs ciblés, les banques centrales seront néanmoins amenées, tout comme tous les gestionnaires d'actifs, à prendre en compte le risque climatique dans leurs opérations pour compte propre.

Les agences de notation entrent en jeu

Le rôle des agences de notation financière est d'évaluer le plus précisément possible la solvabilité d'un émetteur, et donc sa probabilité de défaut. Elles n'ont *a priori* pas vocation à intégrer de manière arbitraire des critères environnementaux (à l'instar des agences de notation extra-financière), mais vont être amenées à mesurer l'impact du risque climatique sur la probabilité de défaut.

La question des horizons est également prégnante en la matière. Par exemple, un pays peu développé choisissant d'appliquer une politique de déforestation afin d'installer une usine pourrait voir sa notation financière augmenter, en ce que les revenus induits réduiraient la probabilité de défaut dans les années à venir *via* une amélioration de sa situation fiscale. En revanche, la destruction d'un écosystème peut rendre le pays plus vulnérable au risque climatique physique à plus long terme et augmenter *in fine* le risque de défaut.

24. E. Campiglio, « Beyond Carbon Pricing: The Role of Banking and Monetary Policy in Financing the Transition to a Low-Carbon Economy », *Ecological Economics*, vol. 121, janvier 2016, p. 220-230, disponible sur : <https://doi.org>.

25. R. Gualtieri (rapporteur), « Draft Report on the Council Recommendation on the Appointment of the President of the European Central Bank », Commission des Affaires économiques et monétaires du Parlement européen, 29 août 2019, disponible sur : www.europarl.europa.eu.

26. C. Lagarde, Lettre de la présidente de la Banque centrale européenne à M. Ernest Urtausun, 21 novembre 2019, disponible sur : www.ecb.europa.eu.

Après avoir longtemps ignoré ces enjeux, le rachat ces dernières années de nombreuses agences de notation extra-financière par les agences de notation financière historiques montre un intérêt croissant des acteurs sur ces questions²⁷. En novembre 2019, Moody's a abaissé la perspective de notation AAA d'Exxon à long terme de stable à négative, citant, outre des contraintes financières, des risques croissants liés au changement climatique, notamment d'exposition à des poursuites judiciaires et d'impacts négatifs liés à l'évolution réglementaire et fiscale dans de nombreux pays²⁸.

Les États régulateurs

L'enjeu pour les régulateurs en matière de finance durable est aujourd'hui double. Il s'agit avant tout d'un moyen de lutter contre le changement climatique et d'atteindre les objectifs fixés à court, moyen et long terme. En tant que tel, elle doit être partie intégrante de la politique environnementale globale.

La finance durable représente également un enjeu d'attractivité et d'influence pour les gouvernements. L'apparition de nouveaux produits financiers et les modifications des infrastructures financières représentent des opportunités commerciales, et les places financières ont tout intérêt à se placer à la pointe pour être compétitives.

À ce titre, les stratégies de finance durable menées par la France et le Royaume-Uni pour leurs places respectives de Paris et Londres sont étroitement liées aux enjeux d'attractivité post-Brexit ; les deux pays nourrissant l'ambition de créer un *hub* mondial de la finance durable comme le prouvent la création du Green Finance Institute britannique, lourdement financé par l'État, ou l'appui répété des pouvoirs publics français à l'initiative Finance for Tomorrow, en témoigne le discours de conclusion du ministre français de l'Économie et des Finances à l'occasion du Climate Finance Day de novembre 2019.

27. I. Chaperon, « Bataille autour de la notation extra-financière », *Le Monde*, 22 juillet 2019, disponible sur : www.lemonde.fr.

28. B. Nauman et A. Gross, « Credit Rating Agencies Focus on Rising Green Risks », *Financial Times*, 27 novembre 2019, disponible sur : www.ft.com.

Les institutions multilatérales (financières ou non)

Les institutions multilatérales sont depuis de nombreuses années à la pointe du développement de la finance durable : en 2007, la Banque européenne d'investissement (BEI) a par exemple émis la première obligation verte au monde.

Les Nations Unies, au-delà de leurs activités de financement de projet, ont souhaité jouer un rôle de catalyseur. Elles ont été à l'initiative, *via* UNEP FI et le Pacte Global (*Global Compact*), des Principes pour l'Investissement Responsable, qui rassemblent aujourd'hui plus de 2 600 investisseurs. Plus récemment, la finance a été au cœur des discussions du Sommet Action pour le Climat de l'ONU qui s'est tenu fin septembre 2019.

L'OCDE travaille, en cohérence avec son mandat, à la construction de politiques publiques en matière de finance durable – elle a créé en ce sens le Center for Green Finance and Investment.

La Banque Mondiale contribue également au développement de la finance durable en particulier *via* sa branche dédiée au secteur privée, l'International Finance Corporation. Le rôle du FMI en la matière est historiquement moins clair, mais Christine Lagarde et sa successeuse Kristalina Georgieva ont affiché une forte volonté politique. Le risque climat étant en passe de devenir un risque systémique, l'alignement des flux financiers avec les objectifs climatiques ne paraît pas en contradiction avec le mandat du FMI qui comprend la stabilité financière et économique ou la lutte contre la pauvreté. La Directrice générale du FMI a annoncé lors des rencontres annuelles en octobre 2019 que l'institution prendrait désormais systématiquement en compte le risque climat dans ses missions de surveillance économique et financière. Dans une note de recherche publiée le 5 février 2020, le FMI indique par ailleurs vouloir « élargir et approfondir la couverture des risques liés au climat dans les évaluations au titre du Programme d'évaluation du secteur financier », sur la prise en compte des risques physiques et de transition²⁹.

29. T. Adrian, J. Morsink et L. B. Schumacher, « Stress Testing at the IMF », Fonds monétaire international (FMI), 5 février 2020, disponible sur : www.imf.org.

Au niveau européen, la question de la création d'une « banque européenne du climat » a été un point saillant des élections européennes de mai 2019. Deux institutions peuvent aujourd'hui prétendre à ce rôle : la BEI d'une part, et la Banque Européenne de Reconstruction et Développement (BERD) d'autre part. L'enjeu plus largement est pour l'UE de rationaliser son action en matière de financement du développement et de la transition écologique.

Un *Wise Persons Group* a ainsi remis sur le sujet un rapport à la Commission européenne en octobre 2019 (Conseil de l'UE, 2019), et de nombreuses considérations politiques doivent être prises en compte, notamment le poids des États-Unis et du Royaume-Uni dans l'actionnariat de la BERD. Le rapport d'experts préconise *in fine* la création d'une banque européenne du climat et du développement durable avec un mandat proche de celui de la BERD, mais laisse ouvert la possibilité de se baser sur l'une ou l'autre des institutions voire de créer une *joint-venture*.

Les entreprises

Dans le cadre d'une discussion sur la finance durable, il convient de ne pas perdre de vue que le système financier a pour rôle, *in fine*, de financer l'économie réelle – et donc les entreprises essentiellement non-financières. Si certaines sont contraintes d'évoluer *via* des leviers comme l'engagement actionnarial, d'autres ambitionnent d'adapter volontairement leur modèle d'affaires afin de rester compétitives et résilientes dans le cadre de la transition bas-carbone.

Au-delà des pressions éventuelles des investisseurs pour engager la transition, le coût de financement des entreprises devrait également évoluer avec le développement de la finance verte, et particulièrement des indices et taxonomies. Ainsi s'expliquent les efforts de *lobbying* des entreprises lors de l'élaboration de la taxonomie européenne. Celles dont le modèle est basé sur une activité exclue pourraient trouver des difficultés à se financer auprès de nombreux investisseurs qui appliqueraient les standards les plus élevés en matière de durabilité.

Une expansion limitée du marché des obligations vertes, absence de standardisation et menaces de *greenwashing*

Le marché des obligations vertes est en plein essor. Ce segment, qui est fortement orienté vers les émissions libellées en euros et notées « *investment grade* », a connu une augmentation significative en 2019. En décembre dernier, le marché des obligations vertes a dépassé les 500 milliards d'euros, lui conférant une position dominante dans l'espace obligataire durable³⁰.

Cependant, en raison d'un manque de liquidité et d'une mauvaise transparence, de problèmes de traçabilité et de *reporting* sur l'utilisation des fonds, ce mécanisme financier est parfois entaché d'un risque de *greenwashing*.

Les obligations vertes sont un instrument prometteur pour canaliser les investissements à faible émission de carbone, mais elles doivent être renforcées. Aujourd'hui, elles sont moins négociables que les obligations ordinaires et ne satisfont donc pas aux besoins de liquidité des investisseurs. Leur liquidité réelle sur le marché secondaire est très limitée : elles ne représentent qu'entre 1 % et 2 % de la valeur totale des obligations en circulation (selon la base de données publiée par Refinitiv).

Un autre facteur limitant l'expansion du marché des obligations vertes est la taille des projets à financer, qui sont généralement de trop faible nature pour attirer les investissements institutionnels. Des valeurs d'investissement minimales sont nécessaires pour compenser les coûts de transaction (notamment de *due diligence*) ; la valeur minimale étant en moyenne de 50 millions d'euros dans l'UE et de 100 millions de \$ aux États-Unis.

Le manque de données de haute qualité et de cadres standardisés, à même de favoriser un processus d'évaluation et de planification stratégique appropriés, demeure un obstacle supplémentaire au marché des obligations vertes. Les indicateurs et informations attendus concernent les réductions escomptées en émissions de gaz à effet de serre, la structure de la chaîne d'approvisionnement, le processus de tarification du carbone, et les risques climatiques physiques et de transition. De plus, étant donné le caractère largement volontaire de la déclaration des émissions par les entreprises, la qualité des données déclarées est peu crédible. Enfin, il n'existe pas de norme encadrant la déclaration de ces données, d'où des rapports au contenu et à la rigueur parfois jugés byzantins.

30. Climate Bonds Initiative, « 2019 Green Bond Market Summary », *op. cit.*

En 2019, des labels plus durables tels que des obligations de la transition (*transition bonds*) ou obligations liées aux critères ESG (*ESG - linked bonds*) ont commencé à émerger. Un label de transition comme celui promu dans le cadre de l'Écolabel européen doit en outre veiller à ne pas ouvrir la porte à des secteurs, des entreprises et des activités bruns et susceptibles de le rester, en augmentant ainsi le risque de *greenwashing*. Via des exigences d'engagement et des seuils appropriés pour l'ensemble des produits concernés, un tel label devra à l'inverse inciter ces entreprises à effectuer leur transition et ainsi rester attractives en matière de flux de financements.

Les difficultés liées à l'ESG

Les produits d'investissement intégrant des facteurs ESG dans leur portefeuille ont particulièrement la côte auprès des investisseurs. Le marché global des actifs sous gestion investis dans l'investissement durable a ainsi augmenté de 34 % entre 2016 et 2018, atteignant 30,7 trillions de \$³¹.

Toutefois, les normes définissant le degré de performance ESG étant relativement élastiques, les avoirs en FNB verts peuvent se révéler être bruns. Le *Wall Street Journal* a ainsi récemment rapporté que huit des dix plus grands fonds durables américains sont investis dans des sociétés pétrolières et gazières³² qui sont régulièrement critiquées par des militants écologistes. En outre, les fonds indiciels verts ont tendance à être surpondérés dans le secteur des nouvelles technologies : les cinq principaux indices axés sur les actions américaines avec un prisme ESG détiennent ainsi d'importants titres dans des entreprises telles que Microsoft et Google.

Si l'investissement durable prend de l'essor (selon une enquête HSBC³³, 60 % des investisseurs et un peu moins de la moitié des émetteurs ont une stratégie ESG, et la proportion pour les deux catégories s'élève à plus de 80 % dans l'UE) et si des études tendent à démontrer leur retour financier supérieur, de nombreux défis subsistent.

Le manque de structure et de normes dans le secteur ouvre ainsi la porte au *greenwashing*, en ce qu'il n'existe pas de définition ferme de ce qui compte comme investissement durable. Les scores ESG, censés clarifier

31. Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), « 2018 Global Sustainable Investment Review », 2018, disponible sur : www.gsi-alliance.org.

32. A. Otani, « ESG Funds Enjoy Record Inflows, Still Back Big Oil and Gas », *The Wall Street Journal*, 11 novembre 2019, disponible sur : www.wsj.com.

33. East & Partners, « Sustainable Financing and ESG Investing Report », septembre 2018, disponible sur : www.sustainablefinance.hsbc.com.

le débat, demeurent souvent tout aussi confus. De plus en plus d'organisations notent et classent les entreprises selon divers critères ESG, que les gestionnaires de fonds peuvent utiliser pour créer un portefeuille durable. Mais les méthodologies varient considérablement, de sorte que les entreprises peuvent obtenir des scores contradictoires. Par exemple, Tesla est considéré par MSCI comme le meilleur élève dans le secteur des constructeurs automobiles mondiaux, mais également comme l'un des plus mauvais par FTSE³⁴.

Les cadres de *reporting* standardisés abondent ainsi – le Sustainability Accounting Standards Board (SASB), la Global Reporting Initiative (GRI) et le cadre issu de la Task Force on Climate-related Financial Disclosures – afin de fournir aux entreprises des grilles de lecture pour identifier et rendre disponibles les informations relatives aux enjeux de durabilité auprès des investisseurs. Toutefois, ces cadres ne sont pas aujourd'hui d'application obligatoire, et il n'existe pas d'équivalent pour vérifier la communication des gestionnaires de fonds pratiquant l'investissement ESG. En l'absence de règles standardisées, il n'y a ainsi pas de pénalité pour lutter contre les pratiques de *greenwashing*.

Dans une économie européenne qui dépend encore fortement des énergies fossiles (avec des variations selon les secteurs et pays), s'acheminer vers une économie bas-carbone invite à trouver un équilibre entre une approche de niche, se limitant au secteur déjà « vert foncé », et une approche inclusive mais aisément laxiste, ouvrant la porte au *greenwashing* et peu susceptible d'atteindre les objectifs de l'accord de Paris. Dans cette mesure, différentes options existent. La première est de soutenir en parallèle les bons élèves et ceux du secteur aux forts taux d'émissions (bruns), afin d'amener ces derniers à transiter de l'autre côté du spectre. Investir dans la transition des secteurs contribuant majoritairement aux émissions mondiales – comprenant l'industrie lourde (18 % des émissions), les transports lourds (13 % des émissions) et l'agriculture, la foresterie et l'utilisation des terres (24 % des émissions)³⁵ – est ardu. Des difficultés financières et économiques peuvent se poser avec des coûts d'investissement élevés ou/et des modèles de revenus inadaptés, ainsi que des enjeux techniques, en raison d'un manque de solutions technologiques pour décarboner ces secteurs.

34. En 2018, les scores ESG de Tesla étaient respectivement de 21, 54 et 56 sur 100 selon FTSE, MSCI, et Sustainalytics.

35. Energy Transitions Commission (ETC), « Mission Possible: Reaching Net-Zero Carbon Emissions From Harder to Abate Sector by Mid-century », novembre 2018, disponible sur : www.energy-transitions.org.

D'autres enjeux sont le risque de verrouillage du carbone (*carbon lock-in*), celui lié aux actifs bloqués (*stranded assets*), qui devient une préoccupation importante pour les actionnaires, et le risque social et financier de la transition. De nombreux actifs ont une longue durée de vie, allant d'environ quinze ans pour les automobiles, cinquante ans pour les centrales à combustibles fossiles et jusqu'à cent ans ou plus pour les bâtiments. Par conséquent, tout financement dans ces secteurs peut bloquer les émissions de carbone pour le futur, empêchant tout alignement avec une trajectoire de 1,5 °C. À l'inverse, ôter ces actifs implique une transformation sociétale, avec un aménagement des services publics et des emplois étroitement liés à ces secteurs.

Une autre possibilité, non exclusive de la première, est d'adopter une démarche intermédiaire. Le secteur du gaz naturel est particulièrement visé avec son inclusion dans des scénarios de décarbonation conciliable avec les objectifs de l'accord de Paris. Toutefois, de nombreux défis subsistent pour que cette source d'énergie soit verte³⁶ et une telle voie maintient et renforce ce secteur, avec une extension des réseaux de gaz naturel incompatible avec l'impératif de long terme d'éliminer les émissions liées à l'ensemble des combustibles fossiles.

Une voie plus extrême est de ne promouvoir que les secteurs qualifiés de vertueux, avec des outils financiers aux critères stricts, à l'exclusion des secteurs bruns – et qui peut s'accompagner d'une démarche activiste, avec des procédures de désinvestissement. L'évolution de la taxonomie européenne a mis en exergue ces enjeux, avec l'inclusion de trois catégories d'activités économiques (cf. *infra*).

36. À condition que des solutions soient trouvées aux problèmes liés au torchage, à la ventilation et aux émissions fugitives de méthane le long de la chaîne d'approvisionnement en gaz naturel.

L'avance européenne en matière de finance durable : positionnement et pistes de consolidation

Une forte ambition politique pour verdir durablement le système financier

L'UE a joué un rôle clef dans le développement de la finance verte, à deux égards : d'une part, en vue de réconcilier les « horizons » (*i.e.* court terme du secteur financier, moyen terme du régulateur et long terme du climat) ; et, d'autre part, afin d'offrir au secteur financier les outils lui permettant effectivement de réorienter les capitaux vers la transition bas-carbone, tout en réduisant l'asymétrie d'information sur les risques liés au changement climatique.

Ce caractère précurseur de l'action de l'UE en matière de finance durable se justifie par un éventail d'arguments, tant politiques qu'économiques – en premier lieu la mise en œuvre des Objectifs de développement durable à horizon 2030 dans l'Union, en servant les objectifs de cette dernière en matière de climat et d'énergie tels qu'inscrits dans la stratégie de l'Union en matière de durabilité. Par ce biais, l'UE vise par ailleurs à offrir de nouvelles perspectives d'investissement et d'emploi, tout en assurant la compétitivité à long terme de l'économie européenne. Plus largement, cette démarche se situe au cœur du projet d'union des marchés de capitaux, qui souligne tant le rôle clef du système financier que la nécessité de « radicalement modifier (son) mode de fonctionnement » au terme du Plan d'action pour le financement de la croissance durable de la Commission européenne de mars 2018.

À titre liminaire, la faible implication des investisseurs et porteurs de capitaux dans la transition bas-carbone a pu se justifier par trois types de barrières clefs, source de *mispricing* des projets durables par rapport à des projets néfastes pour l'environnement :

- ▀ Des barrières de nature économique et financière, liées notamment aux niveaux élevés de subventions pour la production et la consommation des énergies fossiles, aux véhicules d'investissement verts encore en cours de construction et de maturation, et à l'absence d'un prix unique du carbone, décourageant les entreprises à offrir des solutions bas-carbone au marché ;
- ▀ Des barrières d'ordre structurel, entravant l'attractivité économique des activités durables ;
- ▀ Des signaux politiques peu clairs, entraînant une incertitude réglementaire ou des insuffisances, en particulier en matière financière et énergétique – et offrant dès lors peu de possibilités d'anticipation et de gestion des risques pour les investisseurs³⁷.

Bilan de l'avancement du Plan d'action de 2018 et publication du Green Deal : une stratégie pour la finance durable qui s'inscrit dans la durée

Ce Plan d'action vise ainsi à atteindre trois objectifs, dans la lignée des orientations décrites en novembre 2015 par le gouverneur de la Banque de France, à savoir : réorienter les flux de capitaux vers une économie plus durable ; intégrer la durabilité dans la gestion des risques des institutions financières ; et favoriser la transparence et la prise en compte du long terme au sein des institutions financières.

Pour assurer l'atteinte de ces objectifs, la Commission européenne a proposé une série d'actions, dont la colonne vertébrale demeure l'établissement d'une classification commune des activités économiques durables sur le plan environnemental. Cette classification doit en effet permettre de pallier les asymétries d'informations existant en matière de durabilité, en constituant une véritable grammaire du verdissement du secteur financier. Plus largement, la Commission vise à instiller davantage de confiance dans le système financier, grâce à une plus grande transparence, lisibilité et uniformisation des critères de financement.

Sur cette base, une série d'actions – majoritairement réglementaires – a été instituée par la Commission, suivant un calendrier ambitieux, en particulier :

37. K. Hamilton, « Unlocking Finance for Clean Energy: The Need for “Investment Grade” Policy », Chatham House, décembre 2009, disponible sur : www.chathamhouse.org.

- L'élaboration d'un « label » durable pour les produits financiers destinés aux investisseurs de détail (l'Écolabel) – en cours de négociation, le vote de son référentiel est prévu pour fin 2020 ;
- L'élaboration d'un standard européen d'obligation verte – permettant de catalyser le marché des *green bonds* en croissance, et d'y apporter la crédibilité nécessaire, notamment grâce à l'accréditation des vérificateurs externes par l'Autorité européenne des marchés financiers. Publié en juin 2019 par un groupe d'experts dédié, l'année 2020 devrait voir ce standard volontaire inscrit dans le droit européen ;
- La fourniture par les investisseurs institutionnels, gestionnaires d'actifs et assureurs d'une information claire en matière de stratégie d'investissement, allocation d'actifs et gestion des risques – *via* la publication en décembre 2019 du règlement dit *Disclosure*, qui instaure à l'échelle européenne les obligations issues de l'article 173 sur la Loi de transition énergétique pour la croissance verte française. Ce règlement requiert en effet la publication par les participants de marché concernés de l'impact de la politique d'investissement sur les facteurs ESG ; et *vice versa*. La France a par ailleurs transposé ce règlement dans son droit national *via* l'article 29 de la Loi énergie-climat, promulguée à l'automne 2019, qui conserve néanmoins les spécificités de l'article 173³⁸ – avec, entre autres piliers majeurs, une politique de contribution à la transition écologique et la publication de cibles d'investissement alignées sur la Stratégie nationale bas-carbone française – et instaure une obligation de publication d'informations en lien avec la préservation de la biodiversité ;
- La clarification des devoirs des conseillers bancaires et en investissement en matière d'intégration des critères ESG dans la fourniture de produits financiers, adaptés aux préférences des clients – *via* la modification (en cours) des actes délégués des directives MIF 2, OPCVM et FIA ;
- L'imposition aux agences de notation de crédit d'intégrer explicitement la durabilité des investissements dans les études de marché et notations crédit des institutions financières dès lors que les facteurs ESG sont considérés comme « matériels » – des lignes directrices ont été publiées en ce sens par l'Autorité européenne des marchés financiers en juillet 2019 ;

38. Forum pour l'investissement responsable, « Article 173-VI: Understanding the French Regulation on Investor Climate Reporting », octobre 2016, disponible sur : www.frenchsif.org.

- L'intégration de la durabilité dans les exigences prudentielles des banques et des assureurs, *via* l'intégration des risques climat dans les politiques de gestion des risques et le calibrage des exigences de fonds propres applicables aux banques, se traduisant par la mise en place d'un « *green supporting factor* », en cohérence avec la taxonomie européenne et justifié d'un point de vue du risque – un rapport sera remis en 2020 par la Commission européenne, notamment suite aux travaux des trois autorités européennes de supervision sur le court-termisme sur le marché, publiés en décembre 2019. À noter que, dans le cadre de la revue des autorités européennes de supervision en 2019, la Commission a élargi le mandat de ces dernières au suivi des risques environnementaux et sociaux, incluant notamment la surveillance des « décalages d'horizons » et du « court-termisme » au sein du secteur financier ;
- La révision des lignes directrices non contraignantes de la Commission européenne sur l'information extra-financière des entreprises, avec la publication – en juin 2019 – d'une annexe dédiée au *reporting* climatique, en ligne avec les recommandations de la TCFD ;
- La Commission européenne réfléchit en outre à une doctrine visant à favoriser une gouvernance d'entreprise qui diffuse l'ensemble des normes et valeurs nécessaires au développement d'un système financier plus durable, *i.e.* rôle du conseil d'administration et des dirigeants d'institutions financières. La Commission européenne travaille par ailleurs également sur l'impact des normes comptables IFRS (International financial reporting standards) sur le court-termisme.

Malgré un calendrier ambitieux, l'essentiel des actions prévues par la Commission en mars 2018 a mené à des réformes clés, à l'instar de la publication du règlement « *Disclosure* » susmentionné, du règlement sur les indices verts publié en décembre 2019, et des travaux des autorités européennes de supervision, intervenant en accompagnement indispensable de telles actions législatives.

Si le *Green Deal* publié en décembre 2019 met sensiblement moins l'accent sur le rôle du système financier dans l'atteinte des objectifs de durabilité de l'Union, la Commission réitère le besoin de finaliser les actions entamées dans le cadre du Plan d'action, avant de réviser la stratégie européenne sur la finance durable au troisième trimestre 2020, selon plusieurs axes clefs, *i.e.* révision de la Directive sur l'information non-financière des entreprises – notamment dans la lignée des

recommandations du rapport remis par P. de Cambourg³⁹ au ministre de l'Économie et des Finances en juin 2019 ; intégration des facteurs ESG dans les politiques de gestion des risques des acteurs financiers.

Aussi, la stratégie de l'Union en matière de finance durable s'inscrit dans la durée, visant à adopter une vision aussi holistique que possible de la réglementation financière, et ainsi à réorienter pleinement les flux de capitaux vers la transition, en s'éloignant d'une certaine approche « de niche ».

La « taxonomie » des activités économiques durables : le système européen de classification

Éléments clefs du règlement : définir le cadre méthodologique de la transition

La taxonomie vise à assurer le fléchage du financement et de l'investissement vers la transition bas-carbone, *via* l'établissement d'une définition commune du caractère durable d'un secteur d'activité donné – ce qui demeure jusqu'à présent l'un des obstacles majeurs au développement de la finance durable. En effet, l'asymétrie d'information relative à l'investissement vert résulte en grande partie de l'absence d'une définition de la durabilité : en ce sens, les travaux de Della Croce⁴⁰ ont mis en exergue les divergences existantes dans la définition du « vert ».

C'est pourquoi, au fil des années, plusieurs initiatives, publiques et privées, ont visé à définir et classer les actifs « verts », tels que le montrent les exemples de la taxonomie de la *Climate Bond Initiative* ; la taxonomie chinoise ou encore celle de la BEI⁴¹. Or, les divergences existantes parmi ces définitions et taxonomies illustrent aussi bien la complexité politique et scientifique de l'exercice que sa nécessité.

Ainsi, le règlement Taxonomie, dont l'accord politique entre les co-législateurs a été trouvé le 18 décembre 2019 sous présidence finlandaise du Conseil, constitue l'étape charnière du développement effectif de la

39. P. de Cambourg, « Garantir la pertinence et la qualité de l'information extra-financière des entreprises : une ambition et un atout pour une Europe durable », rapport présenté au ministre de l'Économie et des Finances, mai 2019, disponible sur : www.anc.gouv.fr.

40. R. Della Croce, C. Kaminker et F. Stewart, « The Role of Pension Funds in Financing Green Growth Initiatives », Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), septembre 2011, disponible sur : www.oecd.org.

41. CBI, « Comparing China's Green Bond Endorsed Project Catalogue and the Green Industry Guiding Catalogue with the EU Sustainable Finance Taxonomy (Part 1) », septembre 2019, disponible sur : www.climatebonds.net.

finance durable dans l'Union en vue de la redirection des flux de capitaux vers la transition bas-carbone. La taxonomie vise à lever les obstacles de fonctionnement du marché intérieur relatifs au financement de projets durables, *via* l'harmonisation de la définition de durabilité, l'uniformisation des critères de labellisation des produits financiers et l'apport d'une plus grande lisibilité pour les investisseurs.

Le règlement définit le cadre méthodologique et les principes entourant son élaboration, en particulier :

- ▀ La future classification vise à définir les activités économiques contribuant à l'atténuation (*mitigation*) et l'adaptation au changement climatique, sans porter atteinte (principe du « *Do Not Significantly Harm* ») aux autres objectifs définis par le règlement – *i.e.* utilisation durable et protection de l'eau et des ressources halieutiques ; transition vers une économie circulaire – prévention du gaspillage et recyclage des déchets ; prévention et contrôle de la pollution ; et protection et restauration de la biodiversité et des écosystèmes.
- ▀ Trois catégories sont prévues par le règlement pour ces activités selon leur contribution à la transition : les activités bas-carbone ; les activités de transition ; et celles rendant possible la transition. Cet « élargissement » de la classification – au-delà des activités bas-carbone – a pour objectif de financer effectivement la transition des activités ayant le potentiel de contribuer à l'atténuation du changement climatique, tout en ne portant pas atteinte de manière significative à d'autres objectifs environnementaux ;
- ▀ Les critères de classification doivent être fondés scientifiquement, selon un principe de neutralité technologique ;
- ▀ La future classification sera élaborée sous la forme d'actes délégués par la Commission européenne sur la base des recommandations finales préparées par le Groupe technique d'experts sur le financement durable (TEG). Elle sera adoptée en deux temps, dès fin 2020 pour les objectifs d'atténuation et d'adaptation, avec une entrée en application fin 2021 ;
- ▀ La possibilité offerte par le règlement de son évaluation et sa révision doit assurer sa crédibilité et son effectivité. En effet, la prise en compte du caractère durable d'une technologie donnée, ou d'une solution énergétique par exemple, doit se faire selon le caractère dynamique de leur contribution à la réduction des émissions de gaz à effet de serre – en particulier en ce que la notion de durabilité est intrinsèquement relative. Les parties prenantes insistent ainsi sur la

vigilance qui doit être portée à ce que la taxonomie ne conduise à un immobilisme technologique ou à un frein à l'innovation, avec une gestion adéquate des budgets carbone sectoriels – et permettant de maximiser le bénéfice environnemental des investissements ou financements ;

- ▀ L'opportunité d'une taxonomie « brune » sera étudiée par la Commission d'ici fin 2021 – ouvrant des perspectives en matière prudentielle et de supervision des établissements financiers (*stress-tests* climatiques) ;
- ▀ Les investisseurs institutionnels et gestionnaires de portefeuilles devront se conformer à des exigences de transparence quant à son utilisation, sur trois types de produits : les produits aux caractéristiques ESG (vert clair) ; les produits dont l'objectif est un investissement durable (vert foncé) ; et les produits dits « *mainstream* ». En particulier, le règlement impose aux entreprises soumises à la Directive non-financière de publier un *reporting* climatique aligné sur la taxonomie.

À noter qu'en parallèle des discussions entre les co-législateurs, le TEG, constitué par la Commission, a conduit des travaux afin d'établir une première liste d'activités durables. Cette première liste a été publiée le 18 juin 2019 et servira de base à la taxonomie finale qui sera élaborée par la Plateforme *via* des actes délégués. Une version révisée et finalisée du rapport a été publiée le 9 mars.

L'année 2020 est ainsi déterminante dans l'élaboration de la classification, avec des débats clefs sur certains objectifs (réduire les émissions le plus vite possible pour faire face à l'urgence avec toutes les solutions ou plutôt dans une approche de maximalisation de la décarbonation) et sur certains secteurs, en particulier :

- ▀ Le gaz dans la production électrique et la chaleur : en effet, tant les seuils applicables en matière d'émissions de CO₂ que le principe d'analyse de cycle de vie ont pour effet principal d'éliminer de la classification les activités utilisant des combustibles fossiles, dont le gaz naturel. Or, plusieurs voix s'élèvent contre l'exclusion du gaz naturel, ce dernier – dans le cas d'une combustion dans des centrales modernes à cycle combiné – pouvant jouer le rôle de facilitateur pour le déploiement des énergies renouvelables, d'autant plus qu'il intervient au moment où la sortie du charbon est actée dans de nombreux pays européens (et du nucléaire pour l'Allemagne fin 2022). Par ailleurs, les critères de financement des infrastructures gazières, limité par le TEG à la rénovation de réseaux convertis à l'hydrogène, font apparaître des

critiques sur la possibilité de financement de raccordement d'installations de gaz renouvelable. Des débats existent également sur l'opportunité de construire des réseaux de transport et de distribution de gaz naturel – dans le cas de remplacement de sources d'énergie plus polluantes – ou encore de l'extension de réseaux pour intégrer du biométhane. Plus largement, l'enjeu de reconnaître ou non les bénéfices des substitutions technologiques sera un élément clef dans l'élaboration de la classification ;

- ▀ L'activité nucléaire a suscité des débats importants dans le cadre des négociations, sur son caractère approprié ou non pour la transition écologique. Bien qu'exempte d'émissions de CO₂, ses détracteurs considèrent que son impact est potentiellement significatif sur l'objectif d'économie circulaire notamment, du fait de l'enjeu des déchets. Son inclusion dans la future classification – à tout le moins en tant qu'activité de transition - sera ainsi l'un des points clefs de discussion en 2020.

Le rapport final du TEG sur la Taxonomie verte européenne, et notamment les critères techniques de sélection des activités, a partiellement tranché :

La méthodologie utilisée par le TEG, pour définir les activités économiques couvertes ainsi que leurs critères techniques, inclut deux exigences principales : « l'activité contribue de façon substantielle à l'un au moins des six objectifs environnementaux⁴² » et « l'activité ne cause de préjudice significatif à aucun autre des objectifs environnementaux ».

Ainsi, si le TEG souligne le caractère décarboné de la production d'électricité à partir d'énergie nucléaire, il n'a pas pu conclure que la deuxième exigence était respectée. En effet, le groupe de travail stipule que le manque de données sur les potentiels préjudices de l'activité sur un certain nombre d'objectifs environnementaux (parmi lesquelles l'économie circulaire et la gestion des déchets) ne lui permet pas d'inclure le nucléaire dans les activités couvertes par la taxonomie. Il soulève notamment la problématique de la gestion des déchets à haute activité qui ne dispose pas aujourd'hui de solution de long terme. Le TEG recommande donc que des travaux techniques plus étendus soient entrepris.

42. L'atténuation du changement climatique ; l'adaptation au changement climatique ; l'utilisation durable et la protection des ressources hydriques et marines ; la transition vers une économie circulaire ; la prévention et le contrôle de la pollution ; la protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes.

En ce qui concerne la production d'électricité à partir du gaz, seront éligibles les activités émettant moins de 100 gCO_{2e}/kWh (grammes d'équivalent CO₂ par kilowattheure), avec une réduction tous les cinq ans pour arriver à 0 gCO_{2e}/kWh en 2050. Les activités, dont la production d'électricité à partir de gaz verts, devront également respecter des indicateurs environnementaux (eau, déchets et recyclage, impacts sur les écosystèmes, émissions de SO₂, NO_x, etc.). Le TEG estime que la production d'électricité à partir de gaz naturel ne sera éligible que si couplée avec des installations de captage et de séquestration du carbone.

Enfin, parmi les activités que le TEG a identifiées comme pertinentes, et nécessitant davantage de travaux, « les autres infrastructures gazières, excepté les gazoducs, qui sont pertinentes pour la conversion vers l'hydrogène et autres gaz bas-carbone et le recyclage des infrastructures gazières existantes⁴³ ».

Quel rôle de la future classification dans le verdissement du secteur financier ?

À titre liminaire, notons qu'au-delà des obligations réglementaires se posant à ces acteurs, la taxonomie constituera le langage commun du verdissement du secteur financier en s'appliquant, sur une base volontaire au moins, à un éventail plus large d'acteurs et d'activités que ceux prévus par le règlement – à l'instar du *private equity*, de la gestion passive (indices ESG), des établissements bancaires dans leurs activités de prêt, d'émission et d'origination, voire d'acteurs publics ou parapublics (*i.e.* BEI).

La taxonomie doit plus largement s'appréhender, tel que précisé infra, comme le système métrique de la durabilité. En ce sens, les réglementations en cours de développement dans l'Union – et la révision à venir (à l'automne 2020) de la Directive sur l'information non-financière des entreprises – doivent pleinement intégrer la future classification. Pour assurer son effectivité, la qualité du *reporting* extra-financier doit être considérablement améliorée, dans la lignée des recommandations remises par le président de l'Autorité des normes comptables, P. de Cambourg, au ministre de l'Économie et des Finances en juin 2019. Aussi, le principe de double matérialité de l'information – financière et extra-financière – doit irriguer la transparence des entreprises en matière environnementale et sociale ; l'audit de l'information doit être rendu obligatoire ; et

43. Annexe technique du rapport Taxonomie : « Other gas infrastructure, except pipelines, which are relevant to the switch to hydrogen and zero-carbon gases and the recycling of existing gas infrastructure », publié en mars 2020.

l'information extra-financière doit être portée au plus haut niveau de gouvernance de l'entreprise. En souhaitant attacher à l'information extra-financière un statut similaire à celui de l'information financière, l'objectif est d'assurer la transition effective des activités économiques, *via* un degré sensiblement plus important de transparence interne et externe, de reddition de comptes (*accountability*) et donc de pilotage de leur transition.

Porter un discours global sur la finance durable *via* une vision holistique du système financier

Aller à l'encontre d'une approche de niche

« La finance sera verte ou ne sera pas », a déclaré le ministre de l'Économie et des Finances Bruno Le Maire lors du Climate Finance Day, à Paris, en décembre 2017. En ce sens, c'est l'ensemble du système financier qui doit effectuer sa transition, et il convient d'éviter une approche de niche, qui ne permettra pas d'appréhender l'ensemble des défis qui se poseront aux économies dans un horizon de temps perçu comme de plus en plus court. En tant que source de risque systémique⁴⁴ sur le système financier, mais également au regard des défis de financement de la transition qui se posent, il s'agit de veiller à ce que la notion de finance durable trouve son sens dans l'intégration de filtres ESG dans le fonctionnement d'ensemble des marchés. Perçu par la Commission dans le *Green Deal* de décembre 2019, il s'agira d'un point clef de discussion entre États membres à l'occasion de la révision de la stratégie sur la finance durable de l'Union dans les prochains mois.

La taxonomie européenne revêt un potentiel globalisant important. C'est pourquoi les discussions dans le cadre de la Plateforme internationale de la Commission européenne sur la finance durable – dont les travaux ont débuté à l'automne 2019 – seront clefs, notamment avec le Canada et la Chine, ayant déjà développé – ou étant en cours de développement – de leurs propres classifications.

Mettre en place un système financier durable revêt en effet un éventail d'enjeux fondamentaux qui vont au-delà de son seul verdissement, à l'instar de la poursuite d'une croissance économique durable, de la prise en

44. M. Aglietta et S. Rigot, « Investisseurs à long terme, régulation financière et croissance soutenable », *op. cit.* ; E. Espagne, « Climate Finance at COP21 and After: Lessons Learnt », Centre d'études prospectives et d'informations internationales, CEPII Policy Brief, septembre 2016, disponible sur : www.cepii.fr.

compte du risque systémique climatique, et de la recherche d'une compétitivité des places financières sur ce sujet. En ce sens, plusieurs problématiques se posent :

- ▀ La gestion des flux financiers en faveur de la transition, afin d'y apporter crédibilité, *via* la future taxonomie, la labellisation des produits, ainsi que la vérification et supervision des mécanismes financiers dédiés, et sécurité, avec une approche de supervision révisée. En ce sens, les efforts de transparence effectués en France (*via* l'article 173) et dans l'Union (*via* l'entrée en vigueur dès 2020 du règlement *Disclosure*) visent à permettre une supervision efficace des régulateurs concernés – jusqu'ici peu ou pas concernés par les enjeux écologiques. C'est la raison pour laquelle la coopération demeure fondamentale, justifiant les initiatives de ces dernières années, à l'instar :
 - du Réseau des superviseurs pour le verdissement du secteur financier (Network for Greening the Financial Sector), tel que précisé supra, et présidé par la Banque centrale néerlandaise qui regroupe aujourd'hui des dizaines de régulateurs ;
 - de la Plateforme internationale de la Commission européenne (susmentionnée), dont les travaux ont débuté à l'automne 2019, qui réunit des États tiers à l'Union en vue de partager des informations clefs et travailler sur des bonnes pratiques communes en matière de finance durable ;
 - de la Coalition des ministres des finances pour l'action climatique, créée en 2019, qui – selon son « Principe n° 5 » – réunit les Ministères des finances autour du verdissement de la finance privée ; et
 - des groupes de travail de l'Organisation internationale des Commissions de Valeurs (OICV), régulateur international des marchés, qui travaillent à l'établissement de standards communs en matière de finance durable sur les marchés financiers.
- ▀ La prise en compte des risques relatifs au changement climatique, selon la typologie désormais célèbre de Mark Carney : risque physique, risque de transition, risque de contentieux. Ces derniers se traduiront en un éventail de risques pour les marchés – liquidité, crédit, contrepartie, et opérationnel – à l'ampleur potentiellement significative. Outre les risques physiques, les risques de transition – à savoir les impacts financiers incertains se matérialisant par la réévaluation brutale de certains actifs, voire leur effondrement (le « moment Minsky ») qui résultent des effets de la mise en place d'un modèle économique bas-carbone sur les agents économiques, peuvent revêtir des enjeux systémiques pour les marchés. Or ces risques ont essentiellement pour vecteur les secteurs trop exposés au réchauffement climatique ou non rentables dans le contexte de sa limitation, à savoir les « *stranded assets* », *i.e.* investissements ou actifs connaissant une dépréciation de valeur en raison de l'évolution du marché, notamment le secteur des énergies fossiles. En ce sens, l'établissement de

taxonomies – notamment « brunes » – ou, au moins, de principes communs à l'identification du risque climatique au niveau international, est un point clef. En outre, le caractère incertain et non-linéaire du changement climatique et de ses effets sur le système financier rend la coopération internationale d'autant plus indispensable. Le Conseil de stabilité financière doit ainsi jouer un rôle fondamental dans les années à venir.

- De tels éléments justifient que les grandes institutions financières publiques d'abord (BEI ; Banque européenne de reconstruction et de développement ; Caisse des dépôts), l'UNEP Finance Initiative, puis les institutions financières elles-mêmes, sous forme de coalitions d'acteurs, se soient emparées de ce sujet depuis la COP21. Ce mouvement est concomitant à l'essor du marché des obligations vertes, au mouvement de désinvestissement de certaines énergies fossile, à la création de fonds d'investissement verts ou encore à la généralisation de l'investissement socialement responsable sur la Place financière de Paris, etc. Enfin, la coopération internationale en la matière doit se traduire par un accompagnement des économies émergentes et en développement, tant concernant les mécanismes de garantie des *green bonds* que le nécessaire *capacity building* des autorités de régulation et de supervision de ces pays. C'est ce que vise le réseau international Financial Centers for Sustainability, ainsi que les groupes de travail internationaux de l'OICV ou du Comité de Bâle.

Seule une approche harmonisée, avec un « dénominateur commun » de réglementation et de supervision, assurera la crédibilité, l'effectivité et le déploiement de ces enjeux de durabilité dans le fonctionnement des marchés. C'est un rôle que peut dès lors pleinement jouer l'UE – et la France en particulier au regard de son caractère précurseur et avancé dans ce domaine.

De nombreuses opportunités à la clef

Pour les participants de marché, le développement de la finance durable peut représenter une formidable opportunité. L'essor du marché des obligations vertes en est une illustration évidente, mais plus largement des gammes entières de produits apparaissent à intervalles réguliers, à l'instar des *social bonds*, *SDG bonds*, *ESG-linked loans*, etc. La création et la vente de ces produits sont un important vecteur de croissance pour l'ensemble des acteurs, et ce sur des métiers très variés.

Les nouvelles demandes des épargnants tout comme la législation nécessitent également de transformer la relation qu'ont les intermédiaires avec eux et avec l'ensemble des parties prenantes. La transparence accrue qu'induisent ces évolutions entraîne par exemple le développement rapide du secteur de la notation extra-financière, et va nécessiter une formation des conseillers pour leur permettre de répondre aux nouvelles demandes.

La volatilité induite par les facteurs ESG va également créer de la volatilité sur les marchés, et créer de nouvelles opportunités pour les investisseurs de type *hedge fund* qui utilisent des stratégies systématiques tirant parti des variations rapides des prix.

Néanmoins, ces nouvelles opportunités s'accompagnent de risques évidents qui devront être surveillés et contrôlés par les régulateurs et superviseurs. Les variations violentes des prix font peser d'importants risques sur la stabilité financière, tout comme l'apparition d'actifs échoués, notamment dans le secteur *Oil & Gas*.

L'apparition de nouveaux produits associée à la difficulté de définir des standards fait également craindre une généralisation du *greenwashing*, alors que des obligations vertes sont aujourd'hui émises pour financer des *tankers* « légèrement moins polluants⁴⁵ ». Au-delà de la publicité mensongère, le *greenwashing* deviendra un risque de stabilité financière lorsque le degré de verdissement des actifs sera pris en compte dans les mécanismes de supervision comme les *stress-tests*.

Enfin, il s'agira pour les décideurs politiques de ne pas céder aux sirènes du découplage en voyant immédiatement dans le développement de la finance verte la solution pour le maintien de la croissance économique à moyen et long terme. À se concentrer sur les investissements verts, on risque de négliger l'aspect tout aussi important du désinvestissement des actifs fortement carbonés, tout particulièrement dans les infrastructures avec un verrouillage carbone (*lock-in*) très important au vu de la durée de vie des projets sous-jacents.

45. B. Nauman, « Investors Balk at Green Bond From Group Specialising in Oil Tankers », *Financial Times*, 18 octobre 2019, disponible sur : www.ft.com.

Conclusion

Bien que le développement de la finance durable soit aujourd'hui exponentiel, en particulier au sein de l'UE, plusieurs défis demeurent afin de généraliser l'intégration effective des facteurs ESG dans les années à venir.

Des institutions financières de marché aux régulateurs, en passant par les banques centrales et les organisations multilatérales - une large palette d'acteurs s'investit sur le terrain de la finance verte. Cette émulation ne va pas sans risque de fragmentation et de dilution de l'impact attendu. Un discours cohérent, uniformisateur et ambitieux est ainsi requis. L'UE affiche un leadership bienvenu en matière de finance verte et durable, avec le Plan d'action de mars 2018 et, plus récemment, le *Green Deal*. De nombreux défis subsistent toutefois pour non seulement matérialiser cette ambition en changements effectifs par les acteurs privés et publics, mais également à faire porter cette voix au-delà des frontières européennes.

Faute de politique énergétique et écologique commune, tant au sein de l'UE que dans le monde, l'absence d'une classification internationale du caractère « durable » d'un investissement rend difficile l'allocation des capitaux vers la transition bas-carbone. À tout le moins, compte tenu des divergences territoriales en matière d'avancement de la transition, des principes communs et un « plus petit dénominateur commun » en matière de secteurs économiques durables (bas-carbone et de transition) pourraient être établis, par exemple au sein du G20 ;

L'atteinte des objectifs de neutralité carbone est fonction de deux « jambes » : la réduction des émissions de gaz à effet de serre, et la préservation et le renforcement des puits de carbone (*i.e.* océans et sols). En outre, le lien entre le climat et l'appauvrissement du monde vivant rappelle que le dérèglement climatique n'est pas l'unique système de régulation naturel endommagé par l'activité humaine : aussi, la prise en considération des neuf limites planétaires⁴⁶ doit ainsi irriguer toute décision d'investissement. Des principes communs à l'échelle internationale et une évaluation de la qualité de la décision d'investissement au regard des limites planétaires pourraient constituer des objectifs clefs de durabilité pour le système financier. Compte tenu de

46. J. Rockström, W. Steffen, K. Noone, *et al.*, « A Safe Operating Space for Humanity », *Nature*, vol. 461, septembre 2009, p. 472-475, disponible sur : <https://doi.org>.

son avancée en la matière, l'UE pourrait insuffler ces axes de travail dans le cadre du *Green Deal* et au sein de la Plateforme internationale sur la finance durable.

Atteindre un niveau et une qualité suffisante de transparence de la part des entreprises financières et non-financières est une condition *sine qua non* du verdissement du secteur financier. Bien que l'UE puisse être le fer de lance d'une telle initiative dans le cadre du *Green Deal* et en vue de la révision du cadre législatif applicable d'ici la fin de l'année 2020, une transparence plus importante de l'ensemble des sociétés, au moins cotées, des pays du G20 doit être un objectif clef des prochaines années.

Il est important que les actions menées en matière de finance durable adoptent une vision complète du fonctionnement du système financier, en ce sens que le rôle de la finance durable est double avec l'intégration des facteurs ESG pour assurer la résilience du système financier aux risques relatifs au changement climatique ; et l'appui à la redirection des flux de capitaux vers le financement de la transition bas-carbone. Aussi, afin de s'éloigner d'une approche de niche ou encore à se concentrer sur le haut de bilan d'une banque, il convient d'insuffler des pratiques intégrant pleinement les aspects ESG dans l'ensemble du secteur et de son fonctionnement. Cette conversion se traduit tant sur les marchés – par des pratiques renouvelées de *trading*, de titrisation et de gestion passive, un rôle revu des infrastructures de marché – qu'au sein des entreprises, avec des modèles et des pratiques de gouvernance adaptés et un rôle idoine des normes financières et comptables.

L'effondrement de la biodiversité et le changement climatique « met en danger les économies, les moyens d'existence, la sécurité alimentaire et la qualité de vie des populations partout dans le monde⁴⁷ », y compris avec des conséquences connues sur l'expansion des maladies infectieuses⁴⁸. La crise sanitaire et économique qui sévit en ce début d'année 2020 rend plus que jamais cruciale la mise en œuvre d'investissements alignés avec les objectifs de l'accord de Paris sur le climat. À l'échelle européenne, le *Green Deal* constitue la réponse nécessaire aux transformations sociales et écologiques de long terme que doivent connaître les économies, et le secteur financier en particulier. Ainsi, comme l'a rappelé le ministre de

47. The Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services (IPBES), « The Global Assessment Report on Biodiversity and Ecosystem Services », 2019, disponible sur : www.ipbes.net.

48. R. Cavicchioli, W.J. Ripple, K.N. Timmis, *et al.*, « Scientists' Warning to Humanity: Microorganisms and Climate Change ». *Nature Reviews Microbiology*, vol. 17, p. 569-586, juin 2019, disponible sur : <https://doi.org> ; « The 2018 Report on the Lancet Countdown on Health and Climate Change: Shaping the Health of Nations for Centuries to Come », *The Lancet*, vol. 392, n° 10163, décembre 2018, p. 2479-2514, disponible sur : www.thelancet.com.

l'Économie et des Finances Bruno Le Maire le 24 mars 2020, « la finance verte doit désormais devenir une réalité le plus rapidement possible ». Il est donc vital que la « réflexion sur la résilience de nos sociétés face à de tels évènements⁴⁹ » engagée par l'UE non seulement intègre la transition écologique dans sa stratégie de sortie coordonnée des États membres de l'Union européenne, notamment *via* un vaste plan de relance, mais également accélère le financement de la transition énergétique et écologique.

49. « Déclaration commune des membres du Conseil européen », 26 mars 2020, disponible sur : www.consilium.europa.eu.



Institut français
des relations
internationales