

L'analyse financière prend-elle en compte les enjeux climatiques ?

Un état des lieux en France

Le réchauffement du climat étant devenu un problème de société majeur, certains banquiers et assureurs appellent à une action publique forte pour en limiter les conséquences économiques. Dans ce contexte, il est utile de comprendre comment les enjeux liés à ces changements climatiques et à leurs conséquences sont intégrés par le secteur financier. Il apparaît que les enjeux climatiques restent très peu pris en compte dans les analyses financières existantes. Au-delà de l'activité de prêt en faveur du développement durable, les acteurs financiers (banque et assurance) apparaissent de prime abord très dynamiques, en particulier sur la gestion d'actifs. Ils promeuvent l'investissement socialement responsable (ISR), se veulent acteurs des politiques climatiques *via* le marché des quotas d'émissions de Gaz à effet de serre (GES) ou

se positionnent en financeurs de nouvelles technologies « vertes » (capital investissement ou *private equity* vert : investissement dans des start-up *green tech*, *clean tech*, etc.). Mais, outre les débats que l'on peut avoir sur chacun de ces produits (« matérialité » de l'ISR, utilité de la finance carbone, bulle verte), ces activités portent essentiellement sur des produits de niches. Reste alors à savoir si la sphère financière est en mesure de prendre en compte le changement climatique dans l'ensemble de son analyse financière « *mainstream* », de quelle manière elle peut le faire, et si de telles initiatives existent aujourd'hui. L'enjeu n'est pas mince : les investissements d'aujourd'hui déterminent la progression des émissions de GES pour les décennies à venir.

Ce 29^e numéro de *Stratégie & Études*, qui met en perspective les travaux que

l'ADEME a commandés à OTC Conseil sur ce sujet, précise l'analyse au-delà des premiers constats et identifie les enjeux associés.

Ce travail, soumis à discussion aux acteurs de la finance, vise à faire émerger de bonnes pratiques et à initier la constitution de cadres harmonisés. L'objectif est que la place financière s'empare de ces questions de manière proactive et concrète pour pouvoir influencer de manière positive sur le contenu carbone des investissements à venir.

LES ENJEUX DU CHANGEMENT CLIMATIQUE SONT CLAIREMENT IDENTIFIÉS PAR LES ACTEURS...

L'étude s'est penchée sur le positionnement et les stratégies des acteurs financiers face aux enjeux climatiques.

Il apparaît clairement que les enjeux climatiques (changements climatiques,

>>>

→ **La lettre ADEME & vous - Stratégie & études est une lettre d'information régulière** destinée aux décideurs du monde de l'environnement et de l'énergie, partenaires et contacts de l'ADEME. Chaque numéro est consacré à la présentation d'un sujet à vocation stratégique, économique ou sociologique : recherche et études, travaux de synthèse, propositions dans l'un des domaines de compétences de l'Agence. L'objectif est de faciliter la diffusion de connaissances et d'initier réflexions et débats.



>>> contrainte carbone) sont aujourd'hui pour les acteurs financiers un sujet incontournable, qui s'imisce peu à peu dans la conduite de leurs activités. Il est d'ailleurs notable que celui-ci ne se matérialise pas uniquement comme un risque, mais aussi clairement comme un vecteur d'opportunités pour 63 % des enquêtés (cf. Graphique 1).

Concrètement, 88 % des analystes et autres acteurs de la finance interrogés sont convaincus que le changement climatique a un impact sur la valeur des entreprises et devrait, dans une optique long terme, contribuer au choix de portefeuille (cf. Graphique 2).

LES ANALYSES RISQUES/OPPORTUNITÉS SONT NOMBREUSES, MAIS PEU COORDONNÉES

L'analyse de la littérature spécialisée a permis de dresser un état des lieux de l'information disponible, indispensable pour une prise en compte de ces enjeux par les analystes financiers. Cet état des lieux a été prolongé par une cartographie des risques et opportunités liés au changement climatique secteur par secteur.

ENCADRÉ 1 /

Cycle de valorisations prévues de l'étude

L'ADEME et OTC Conseil présenteront les conclusions de l'étude auprès de différents cercles de réflexion liés à la Responsabilité sociale des entreprises (RSE), à la comptabilité extra-financière et à l'analyse financière. Le 11 mai 2011 aura lieu une restitution-débat à l'ILB (Institut Louis Bachelier) - chaire Économie du Climat, puis sont prévues différentes interventions auprès du Club Finance de l'ORSE (Observatoire sur la responsabilité sociale des entreprises), du Pôle de compétitivité Finance Innovation et de la FNH (Fondation pour la Nature et l'Homme) (dates à déterminer). Le cycle s'achèvera par un atelier au sein du 1^{er} Congrès CSEAR France (Centre for Social and Environmental Accounting Research), le 14 juin 2011 à l'université Paris-Dauphine.

Ce panorama bibliographique montre une multiplication des travaux, études, recherches et publications ces dernières années, mais apparaît dans le même temps quelque peu décevant tant les approches restent peu coordonnées. Ainsi, peu d'études capitalisent réellement sur celles d'autres institutions, et les rares travaux collectant différentes sources n'offrent pas de cadre normatif pour aider à la capitalisation.

La cartographie, construite par OTC Conseil, identifie les facteurs de risques et d'opportunités, la vulnérabilité et les éléments de réponses attendus pour chaque

secteur. Le **Tableau 1 (p. suivante)** propose une synthèse des expositions pour chaque secteur.

Cette cartographie, élaborée à plus de 50 % à partir d'informations publiques, pour une part, et complétée pour l'autre part à partir de dires d'experts, garantit un cadre méthodologique commun à tous les secteurs. À noter que, selon les secteurs, les données publiques sont plus ou moins disponibles.

L'exposition au risque climatique est particulièrement élevée pour certains secteurs économiques. Ainsi, l'agriculture et le tourisme sont les plus sensibles aux conséquences physiques des changements climatiques. Les *utilities* (infrastructures énergie, eau, déchets), les transports et le secteur pétrolier apparaissent, en revanche, surtout exposés aux facteurs réglementaires, avec notamment la question du prix du carbone. Dans ces secteurs particulièrement, des opportunités se font jour en parallèle, et certains acteurs sauront en tirer partie de manière significative.

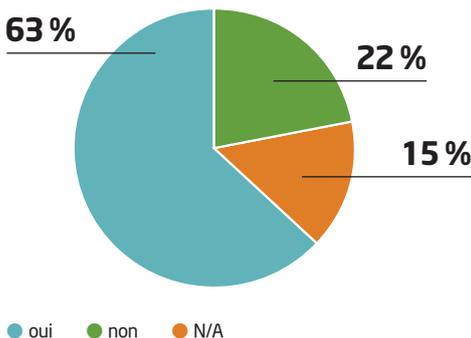
Cependant, les informations disponibles, peu coordonnées, parfois imprécises et présentant de fortes hétérogénéités intra-sectorielles, ne semblent pas à l'heure actuelle permettre une prise en compte directe du changement climatique par les analystes financiers.

Un travail d'harmonisation de ces informations, mais aussi d'affinement des données semble nécessaire. >>>

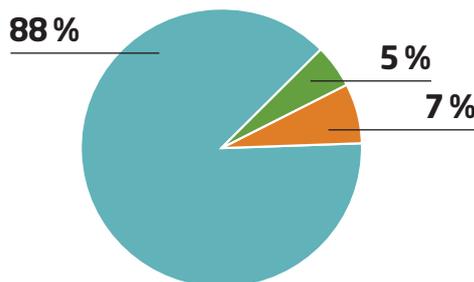
Graphiques 1 et 2

Identification des enjeux du changement climatique par les acteurs financiers

Pensez-vous que les risques et opportunités liés au changement climatique contribuent à la valeur des entreprises aujourd'hui ?



Pensez-vous que, dans une gestion de long terme, les risques et opportunités liés au changement climatique doivent contribuer aujourd'hui au choix de portefeuille ?



● oui ● non ● N/A

Source : OTC Conseil pour ADEME, 2010

Tableau 1
Synthèse des expositions sectorielles aux risques et opportunités climatiques

N°	Secteurs	Physique		Réglementaire		Socioculturel		Secondaire		Données publiques utilisées
		Impact négatif moyen	Impact positif moyen							
1	Agriculture et forêt	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	59 %
2	Agroalimentaire et boissons	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	55 %
3	Automobile	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	61 %
4	Biens personnels et domestiques	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	57 %
5	Chimie	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	58 %
6	Construction et matériaux	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	49 %
7	Distribution	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	40 %
8	Équipements électriques et électroniques	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	52 %
9	Finance	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	69 %
10	Immobilier	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	69 %
11	Mines et métaux	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	56 %
12	Pétrole et gaz	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	77 %
13	Santé	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	43 %
14	TIC, Télécoms et médias	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	46 %
15	Tourisme et loisirs (ext.)	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	78 %
16	Transports	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	66 %
17	Utilities	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	Orange	Vert	84 %

Source : OTC Conseil pour ADEME, 2010



>>> **LA VALORISATION DES ENJEUX CLIMATIQUES DANS L'ANALYSE FINANCIÈRE RESTE ENCORE EMBRYONNAIRE**

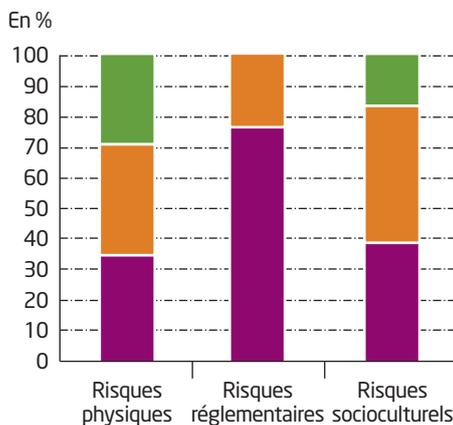
L'enquête réalisée auprès des acteurs de la sphère financière française montre également que les moyens mis en œuvre pour qualifier et quantifier l'ensemble des risques et opportunités liés au changement climatique, notamment dans des perspectives d'évaluation des impacts concrets sur l'activité des entreprises, apparaissent encore modestes par rapport à l'importance des enjeux perçus et affichés par la plupart des acteurs. L'analyse des pratiques actuelles des acteurs porte principalement sur les risques et opportunités réglementaires, c'est-à-dire sur les politiques d'atténuation. *Contrairement*, les analystes prennent peu en compte les conséquences physiques du changement climatique (cf. Graphiques 3 et 4).

L'étude a identifié quelques outils utilisés par les acteurs de la sphère financière. Les démarches existantes ont été regroupées en deux grandes familles : les approches empiriques d'une part, les méthodes analytiques d'autre part.

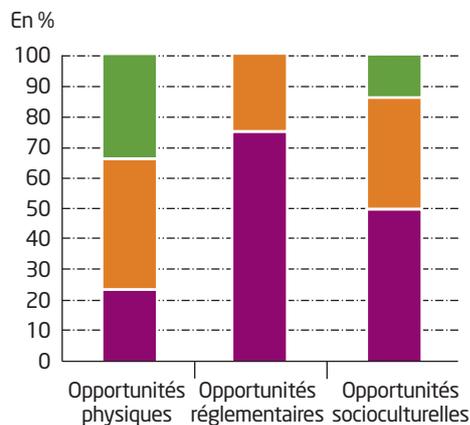
Graphiques 3 et 4

Prise en compte des risques et opportunités liés au changement climatique au sein de l'entreprise

Les types de risques suivants sont-ils pris en compte dans votre organisation ?



Les types d'opportunités suivants sont-ils pris en compte dans votre organisation ?



● Non pris en compte ● Oui, source mineure de risques ou d'opportunités ● Oui, source majeure de risques ou d'opportunités

Source : OTC Conseil pour ADEME, 2010



Les premières visent à rendre compte de la matérialité du lien entre la valeur boursière des entreprises et les aspects climatiques, principalement les émissions de GES. Des analyses statistiques font état de liaisons plus ou moins claires en fonction des secteurs ou spécifiquement pour certaines entreprises. Elles représentent au final plus une opportunité d'information ou de communication que de réels outils d'analyse financière.

Les méthodes « analytiques », quant à elles, s'essaient à une décomposition des

lieux d'impact des enjeux climatiques sur les éléments constitutifs de la valeur des entreprises (prix et volumes, coûts des *inputs*, taux d'actualisation...). Ces démarches restent encore très partielles et consistent surtout à intégrer, lorsque des éléments tangibles le permettent, la dimension « contrainte carbone » (quotas CO₂ par exemple) dans une série de facteurs de risques et opportunités classiques, sans traiter les spécificités liées au très long terme ou à la dimension systémique du changement climatique.

Certains développements commencent cependant à aller un peu plus loin. Le *reporting* sur les émissions de GES se généralise et ces données pourraient, à terme, être prises en compte dans la valorisation des actifs. On observe également les prémices de démarches de prise en compte du long terme *via* des méthodes de scénarisation du futur basées sur des variables prix de l'énergie et du carbone, impact climatique. On peut aussi espérer que le « *risk management climat* » dans les entreprises



ENCADRÉ 2 /

Objectifs de l'étude

- Révéler les modes actuels de prise en compte des risques et opportunités climatiques dans l'analyse financière par un état des lieux des pratiques de la place financière française
- Informer par retour les acteurs de la sphère financière, ainsi que les autres parties prenantes

L'étude couvre trois dimensions :

- Identifier comment les analystes financiers peuvent comprendre la manière dont les changements climatiques sont susceptibles d'impacter l'activité économique dans son ensemble en termes de risque et d'opportunité au travers de l'information disponible, notamment dans les publications à destination des acteurs financiers. Une cartographie sectorielle des risques et opportunités liés au changement climatique, basée sur un examen des publications à destination des acteurs financiers est proposée. Elle analyse 17 secteurs selon 14 facteurs de risques et d'opportunités.

Types de facteurs		14 facteurs clés de risques et opportunités
Primaire	Physique	Augmentation de la fréquence/intensité événements climatiques courts/catastrophiques Augmentation de la fréquence/intensité des événements longs Conséquences tendancielle des changements climatiques
	Réglementaire	Réglementations carbone plus contraignantes Réglementations incitatives
	Socioculturel	Évolution des habitudes et sensibilités des consommateurs ; risque de réputation Exigence accrue des salariés et candidats en matière de RSE
Secondaire	Amont	Augmentation des primes d'assurance Enjeu matières premières
	Secteur	Évolution majeure des modèles économiques du secteur Différenciation des positionnements concurrentiels
	Aval	Demande plus exigeante des entreprises clientes Modification du volume et de la structure de la demande
	Autre	Augmentation des litiges concernant les émissions

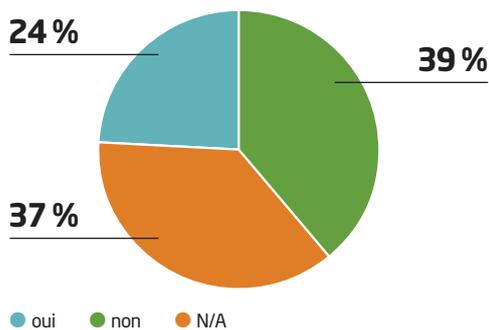
- Recenser les pratiques et les outils effectifs d'analyse financière en matière de changement climatique et d'économie du carbone. Ce travail a été effectué sur la base de la bibliographie et d'échanges approfondis avec certains acteurs de la place de Paris.
- Établir un panorama du positionnement et des stratégies des acteurs financiers sur le sujet des enjeux climatiques. Cet exercice a été réalisé sur la base d'un questionnaire envoyé à 124 entités, avec un taux de réponse de 33 %, ainsi que des entretiens réalisés dans la phase précédente.



Graphique 5

Intégration des risques et opportunités liés au changement climatique dans l'analyse financière

Intégrez-vous spécifiquement ces types de risques et d'opportunités dans la valorisation des portefeuilles ?



Source : OTC Conseil pour ADEME, 2010

>>>

devienne progressivement une composante clef de l'analyse de leur valeur. Ces méthodes restent cependant peu utilisées.

Alors que les risques et opportunités liés au changement climatique sont décrits par les acteurs comme globalement significatifs et difficilement négligeables dans une démarche d'investissement (cf. Graphiques 1, 2, 3 et 4), seulement 24 % des répondants intègrent concrètement cette analyse dans la valorisation de leur portefeuille (cf. Graphique 5).

L'incertitude caractérisant les différents éléments à prendre en compte, ainsi que les horizons de temps très long au regard des décisions opérationnelles et des pratiques habituelles font que la plupart des acteurs, même s'ils sont conscients de l'urgence d'agir, sont en position d'attente sur ces sujets, à l'exception notable des spécialistes

de certains secteurs particulièrement exposés (*Utilities*, Pétrole & gaz en particulier).

Il apparaît finalement que la valorisation des enjeux climatiques reste embryonnaire : il n'existe pas aujourd'hui d'outil permettant de façon générique la valorisation du carbone et/ou des changements climatiques dans l'analyse financière. Les différentes approches rencontrées visent le plus souvent à démontrer la « matérialité » du facteur climat, mais se heurtent à une prise en compte des risques et opportunités climatiques encore marginale, ces sujets restant souvent peu différenciés au sein de l'ensemble des critères d'analyse de la responsabilité sociale et environnementale. Un modèle d'intégration des impacts du changement climatique dans les outils d'analyse classiques reste encore à créer par les places financières.

>>>

ENCADRÉ 3 /

Panorama des initiatives de places internationales et françaises

Engagements volontaires internationaux. Plusieurs engagements volontaires portent sur la prise en compte de l'environnement et/ou du changement climatique dans les métiers de la banque et de l'assurance :

- le **Carbon Disclosure Project (CDP)**, lancé en décembre 2000, est une association « mandatée » par 534 investisseurs institutionnels gérant un total de plus de 57 000 Md\$, et qui envoie une demande annuelle d'information à plus de 3 000 sociétés dans le monde (chiffres 2008). Cette demande d'information porte essentiellement sur la prise en compte du changement climatique par les entreprises et permet de collecter des données sur les GES émis.
- les **Principes de l'Équateur** ont été créés par la Banque mondiale en 2003. Il s'agit d'un **engagement des organismes financiers à évaluer a priori l'impact environnemental des grands projets d'investissement** (financement de projet, pour les investissements supérieurs à 10 M€), les enjeux climatiques étant abordés parmi d'autres.
- les **Principes de l'investissement responsable (PRI)** ont été lancés par le groupe finance du Programme des Nations unies pour l'environnement (Unep-Fi) en avril 2006. Ils imposent la prise en compte de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance dans la gestion des portefeuilles d'investissement.
- les **Principes climat (Climate Principles)** sont le dernier engagement volontaire international créé pour les acteurs financiers. Lancés en 2008, ils sont les plus contraignants (engagent leurs signataires à réduire au maximum leur empreinte carbone directe, intégrer la contrainte carbone au cœur de leur stratégie, concevoir des produits et services spécifiques, sensibiliser leurs clients au changement climatique et soutenir le développement d'une politique ambitieuse dans le domaine de l'énergie et du climat), même si dans le détail il s'agit surtout d'engagement de moyens.

Engagements volontaires nationaux et européens. Les engagements volontaires nationaux se montent dans le cadre de l'AFA¹ pour les assureurs, et dans plusieurs groupes *ad hoc* (FIR², ORSE³, IFEF) pour les banquiers :

- la **Charte développement durable de l'assurance** a été signée par l'AFA et l'ensemble des assureurs français en janvier 2009. Elle identifie comme objectif des assureurs de « contribuer à la lutte contre le changement climatique, ses conséquences et plus généralement à la préservation de l'environnement » en définissant des priorités d'action concrètes.
 - le **Code de transparence (AFG⁴/EUROSIF/FIR)**, créé en 2005 et renforcé en 2010, a été développé en parallèle au niveau français (AFG-FIR) et européen (Eurosif). Il s'agit d'un questionnaire visant à améliorer la lisibilité et la transparence des seuls fonds ISR vis-à-vis des investisseurs et des épargnants.
 - l'**Initiative finance environnement France (IFEF)** a été lancée à l'initiative d'Oddo en associant au plus haut niveau plusieurs dirigeants de banques (Banque Postale, Caisse d'Épargne, CDC, Crédit Agricole, HSBC) et d'assurances (Axa, Groupama, Macif) pour mettre en place une initiative commune autour du Grenelle.
 - le **Club finance de l'ORSE** réunit les responsables développement durable des banques et assurances et leur offre un lieu d'échange et de partage de connaissances.
- Enfin les banques françaises sont associées à la création et mise en place des produits encadrés (Livret de développement durable (LDD), éco-prêt à taux 0).

1. Association française de l'assurance.

2. Forum pour l'investissement responsable.

3. Observatoire de la responsabilité sociétale des entreprises.

4. Association française de gestion.

>>> CONCLUSION

Trois écueils majeurs gênent aujourd'hui la prise en compte du changement climatique par les analystes financiers : l'hétérogénéité des informations disponibles, l'inexistence d'un cadre d'analyse référent et la faiblesse des moyens consacrés par les acteurs financiers au regard de l'importance qu'ils donnent au sujet dans leur discours public. Pourtant, des pistes de réflexion existent et les évolutions en termes de régulation (G20, Bâle 3...) que connaît le secteur financier pourraient permettre à terme une amélioration de la situation.

La multiplication des démarches réglementaires (NRE, Bilan Carbone®...) et volontaires de communication sur les performances environnementales des entreprises (CDP) entraîne le développement de l'information sur le sujet. Couplé à l'émergence de cadres de reporting (GRI, *Global Compact*, normes ISO...), ce mouvement permet une amorce d'harmonisation. Par ailleurs, des organismes comme l'ORSE ont lancé des observatoires des référentiels RSE faisant apparaître cette richesse. Malgré tout, aucun cadre de référence ne se dégage pour le moment. Le fourmillement d'initiatives auquel on assiste ne semble pas, en

revanche, concerner spécifiquement les modèles d'analyse. L'étude présentée ici s'attache précisément à proposer une grille identifiante, dans 17 secteurs principaux de l'économie, les impacts positifs et négatifs liés au changement climatique, les adaptations à engager, l'horizon de temps concerné via une série d'indicateurs clés (physiques, réglementaires, socioculturels, aval, amonts, sectoriels...), dont l'hétérogénéité intrasectorielle et géographique.

La probable incompatibilité entre l'horizon de long terme du changement climatique et celui de court terme des marchés financiers limite néanmoins l'émergence de pratiques d'analyse financière concrètes. Une évolution majeure est sans doute nécessaire pour que les acteurs financiers se donnent réellement les moyens de prendre en compte les enjeux climatiques, au-delà des marchés de niche. Les réformes envisagées du secteur financier, visant à lui faire allonger son horizon temporel et l'imminence des conséquences du changement climatique, pourraient à terme permettre un engagement accru de la part de ces acteurs. **Avec ces travaux, l'ADEME cherche à susciter et à accompagner, chez les acteurs financiers, une prise en main de la question pour dégager des initiatives existantes un modèle de prise en compte et de valorisation des impacts du changement climatique dans l'analyse financière.**



ENCADRÉ 4 /

Comparaison des résultats OTC Conseil et Ceres

Les résultats de l'étude réalisée par OTC Conseil pour l'ADEME ont comparables avec ceux de l'enquête « *Investors Analyze Climate Risks and Opportunities: A Survey of Asset Managers' Practices* », adressée par le Ceres¹ en 2010 aux 500 plus grands *asset managers* mondiaux. Notons que les 84 participants à l'enquête Ceres sont surtout représentatifs des acteurs anglo-saxons, et uniquement des gestionnaires d'actifs.

Néanmoins, et c'est ce qui est intéressant, les deux enquêtes présentent des conclusions globalement très proches. Par exemple, les risques d'origine réglementaire sont prépondérants par rapport aux risques physiques, qui ne sont mis en avant que pour certains secteurs d'activité. Autre élément, la présence d'une « offre verte » semble être un très bon indicateur de la sensibilité d'un établissement à la dimension « risque climatique » dans les démarches d'évaluation.

1. Ceres est une organisation américaine, basée sur un réseau d'investisseurs, d'organisations de défense de l'environnement et d'autres groupes d'intérêt public, travaillant avec les entreprises et les investisseurs pour traiter des défis environnementaux tels que le changement climatique. <http://www.ceres.org>



Jean-Baptiste Sarlat, économiste au service
Économie et Prospective
Mathieu Welhoff, économiste au service
Économie et Prospective

ADEME & VOUS /
Stratégie & études



Cette lettre est diffusée gratuitement par voie électronique.

Abonnement : www.ademe.fr/ademe-et-vous-abonnement

ADEME & vous - BP 90406 - 49004 Angers Cedex 01 - www.ademe.fr

Directeur de la publication : François Moisan /

Directeur adjoint de la publication : Jean-Marie Bouchereau /

Rédacteur en chef : Anne Chêne-Pezot /

Conception-réalisation : SPECIFIQUE www.specifique.com - N° ISSN : 1954-3794



Agence de l'Environnement
et de la Maîtrise de l'Énergie