

Avis du Comité pour l'économie verte du 16 juillet 2015 sur la labellisation des fonds d'investissements pour la transition énergétique et écologique

1. Finance verte et transition écologique

La transition écologique et énergétique nécessite un important effort d'investissement, notamment pour permettre la réduction des émissions de gaz à effet de serre, et, de manière générale, la limitation de l'empreinte écologique, ainsi que pour assurer la résilience des systèmes énergétiques et urbains au changement climatique.

La « finance verte » comprend le financement des investissements nécessaires à ce processus mais recouvre aussi un ensemble beaucoup plus large de pratiques puisqu'elle doit permettre une (ré)allocation du capital cohérente avec le maintien sur une trajectoire « 2°C » (atténuation) et les évolutions climatiques déjà en cours (adaptation) : comment réorienter l'investissement vers les projets qui participent à cette transformation structurelle de l'économie plutôt qu'à ceux qui la freinent ? Cette réallocation nécessite notamment une appropriation stratégique et opérationnelle des enjeux liés aux émissions de gaz à effet de serre et au risque climatique. Elle s'inscrit *in fine* dans une logique économique-financière, de mobilisation de tous les financements publics et privés nécessaires à la transition vers une économie décarbonée et limitant les impacts environnementaux, allant des financements traditionnels aux financements participatifs.

Il est souhaitable que le capital alloué à ces investissements se développe significativement. A cette fin, davantage de projets « verts » doivent être proposés aux banques, en adéquation avec les besoins pour la transition énergétique et écologique identifiés par les travaux de prospective. Dans le même temps, une meilleure structuration des canaux et des instruments financiers offerts aux investisseurs contribueraient positivement à l'essor de l'investissement vert. Notamment, une information transparente et robuste jouera un rôle clé dans le développement de cette finance verte. Les acteurs financiers devront donc fournir plus de renseignements sur leurs stratégies de prise en compte de l'exposition aux risques climatiques, comme le font actuellement un nombre croissant d'entre eux.

Un grand nombre des investissements nécessaires à la transition, notamment ceux d'infrastructure, se caractérisent par la longueur des horizons de retour sur investissement, des risques opérationnels non négligeables et des rendements potentiellement insuffisants. Les couples rendements/risques de ces activités peuvent être corrigés par des politiques visant à internaliser les externalités environnementales. Mais leurs caractéristiques en termes de risque ou maturité demeurent sources de difficultés spécifiques pour certains investisseurs. Il en va de même pour les investissements associés à l'innovation verte et son déploiement qui peuvent également présenter des couples rendement/risque relativement défavorables.

Quoique la reconnaissance de ces enjeux soit récente, on assiste à l'émergence de produits pour répondre à ces contraintes, aussi bien :

- en obligations tels les « *Green Bonds* », dont le marché se développe rapidement au niveau mondial depuis 2010 avec plus de 35 Md\$ d'émissions en 2014, avec un rôle majeur joué par les acteurs français tant publics (région Ile de France, AFD) que privés (EDF, Engie)
- et en actions (Fonds de « *Private Equity* » dédiés aux technologies vertes et Fonds spécialisés dans le financement des infrastructures vertes).

Les « *Green Bonds* » sont des obligations dont les fonds levés sont dédiés au financement (ou au refinancement) de projets (ou activités) spécifiques concourant à la transition écologique : énergies renouvelables ; efficacité énergétique ; gestion soutenable dans le domaine des transports, de l'agriculture, de la gestion de l'eau, ou des déchets ; etc. Par exemple, en mai 2014, GDF Suez a émis une « obligation verte » de 2,5Mds € pour financer le développement ou la construction de nouveaux projets d'énergie renouvelable ou d'efficacité énergétique.

Des « *Green Bond Principles* » ont été élaborés au niveau international par les principaux acteurs du marché pour faciliter le développement de ce type de marché. Ces « principes », qui s'inscrivent dans un cadre de démarche volontaire de bonne gouvernance définissent des exigences sur quatre points clés pour améliorer la confiance des investisseurs et un standard d'émission : (i) l'allocation du produit obligataire ; (ii) la sélection et l'évaluation des projets ; (iii) la gestion du produit obligataire ; (iv) le *reporting*.

Un cadre de gouvernance a été défini en juin 2015 pour clarifier, notamment, le processus de mise à jour de ces principes. Il prévoit la constitution d'un comité exécutif composé de représentants d'organisations qui ont émis ou investis dans des *Green Bonds*. Des observateurs (ONG, universités, etc.) peuvent participer à la gouvernance et notamment faire des propositions pour la mise à jour des principes, sans participer au comité exécutif. Le secrétariat des « *Green Bond Principles* » a été confié à l'ICMA (*International Capital Market Association*).

Les fonds communs de placement pour les investissements verts considèrent le même type de sélection thématique. Le « *One Sustainability Fund* » (anciennement *Living Planet Fund*, créé par WWF en 2003 et cédé à un gestionnaire d'actifs en 2013) en fournit une illustration. Son champ général est celui des technologies vertes. Les placements doivent remplir des conditions financières très strictes et appartenir à un domaine particulier pour garantir que les firmes ainsi financées exercent principalement dans les secteurs visés. De plus, des critères d'exclusion sont appliqués aux entreprises qui auraient des activités dans l'armement, le tabac et l'alcool, le nucléaire, l'extraction et le raffinage des combustibles fossiles.

Son orientation thématique ou sectorielle distingue ces approches spécifiquement « vertes » de celle de l'investissement socialement responsable (« ISR ») dont l'offre de fonds s'est développée depuis le milieu des années 2000 et représente maintenant environ 7 % du marché des Fonds ouverts. Dans ce cas, la mise en mouvement partait du constat que les décisions prises en matière d'investissements et les pratiques financières de manière générale sont trop guidées par une vision de court-terme qui ne tient pas suffisamment compte des considérations environnementales, sociales et de gouvernance d'entreprise (ESG). Les fonds correspondants procèdent, en général, par sélection, au sein de chaque secteur, des entreprises

présentant les meilleures caractéristiques sur le plan de la responsabilité sociale, sans se limiter aux activités vertes (approche dite « *Best-in-class* »).

Au contraire, la finance verte se préoccupe plus directement des enjeux environnementaux et notamment du financement des investissements identifiés comme clés pour la transition écologique et la mobilisation du secteur privé à cette fin.

Mais les préoccupations se recoupent en partie puisque l’empreinte environnementale est l’un des trois piliers de toute démarche ESG. Par ailleurs, l’effectivité des engagements pris et la qualité de la gouvernance, notamment la transparence, sont reconnues comme des éléments essentiels de toute démarche ISR ou « verte ». A cet égard, les « principes pour l’investissement responsables » soutenus par l’ONU insistent sur la publication de rapports standardisés, s’appuyant sur la « *Global Reporting Initiative* » par exemple, et sur le respect des normes et codes de conduite.

Dans ce cadre, les fonds « verts » constituent des produits nouveaux et multiples qu’il importe de rendre plus visibles et plus lisibles pour que s’enclenche le processus d’investissement que nécessite la transition écologique et énergétique dans notre pays.

Dans cette perspective, le ministère de l’écologie, du développement durable et de l’énergie est en train d’élaborer un projet de label « Transition énergétique et écologique ». Ce label réglementé qui serait certifié par des organismes labellisateurs concernerait les fonds investis dans des entreprises dont une part significative du chiffre d’affaires provient d’éco-activités au sens des nomenclatures européennes (CEPA et CReMA) ou contribuant à la transition énergétique et écologique. Il serait attribué après analyse de la cohérence des objectifs recherchés par les fonds avec la transition énergétique et écologique et après évaluation d’un impact positif, bénéfique à cette transition, en tenant compte aussi de la surveillance des risques de controverse en matière de responsabilité sociétale.

2. L’évaluation de la labellisation des fonds verts

De manière générale, les instruments de labellisation constituent l’une des modalités de structuration des marchés où les enjeux de qualité des produits ou services sont importants et où les consommateurs ne sont pas à même de les apprécier aisément. Ils jouent notamment un rôle important dans toutes les activités de services, dont la qualité est à la fois essentielle et plus difficile à mesurer *ex ante* que pour des biens matériels.

En effet, en l’absence de signaux fiables reflétant la « qualité », seuls les biens correspondant aux niveaux de qualité inférieure sont susceptibles d’être fournis par le marché. Le développement du triptyque norme/certification/label, qui combine donc des normes de référence et la certification de la conformité à celles-ci pour déboucher sur l’attribution d’un label, est un moyen de remédier à cette défaillance du marché et permettre ainsi le développement des biens de qualité supérieure.

De tels instruments apparaissent aussi déterminants pour tous les processus de transformation de l’économie dans le sens de la croissance verte : alimentation, agriculture, transports, ...

Les produits de la Finance verte relèvent de ce cadre d’analyse. En effet, non seulement, les produits envisagés ici sont complexes et de nature diverse (cotés / non cotés ;

actions / obligations ; fonds sectoriels ou non...), mais la capacité des épargnants à pouvoir contrôler que les investissements qu'ils financent répondent à leurs attentes est particulièrement critique. Ils relèvent donc d'un domaine où la labellisation a, à l'évidence, un rôle important à jouer.

Plus précisément, le financement de la croissance verte sera facilité si les investisseurs qui veulent y contribuer, notamment ceux qui sont prêts à sacrifier quelque rendement dès lors qu'ils sont convaincus que cela servira à promouvoir des changements tangibles dans le sens de leurs valeurs, trouvent les produits répondant à ces attentes. Ces produits doivent non seulement se conformer aux réglementations habituelles assurant que les investisseurs sont correctement informés sur les risques qu'ils prennent, mais, dès lors qu'une allégation « verte » est mise en avant, il importe que ce qu'elle recouvre soit transparent. L'objet de la labellisation se situe à ce niveau.

Pour être légitimes et source de confiance, ces labels doivent dans tous les cas s'appuyer sur des gouvernances robustes. Ensuite, la fixation du niveau d'exigence est toujours un exercice délicat car il nécessite d'arbitrer entre : la maximisation de la qualité environnementale et le risque d'exclusion d'entreprises ou de produits de qualité environnementale certes inférieure mais non rétrograde).

Par ailleurs, la fixation des labels peut être utilisée par certaines entreprises pour modifier les conditions de concurrence sur les marchés considérés, la dimension stratégique primant alors sur leur vocation informationnelle. A la limite, le label sert uniquement de caution dans une compétition entre des intérêts qui sont seulement privés, et perd son autonomie. La définition d'un label public peut être un moyen pour établir le meilleur équilibre entre ces risques, ou éviter une prolifération des labels qui conduirait à leur perte de signification, leur ôtant toute capacité à rétablir la confiance dans la qualité des produits.

En pratique, il est courant d'aboutir à deux niveaux de label : l'un, reflétant une démarche de « marché », se situant par rapport aux besoins de certification de la qualité perçus par les entreprises ; l'autre, une approche plus volontariste, le souci étant de diffuser des comportements jugés exemplaires. Le compromis entre les deux logiques est difficile en général, et pas forcément souhaitable : si les contenus sont transparents et restent accessibles pour les utilisateurs, mieux vaut souvent développer des labels complémentaires, répondant à des objectifs différents. En effet, on ne peut décréter des marchés indépendamment des attentes des consommateurs, ici les épargnants.

Il faut donc définir précisément les caractéristiques des labels d'une finance verte, soit, techniquement : les « métriques » pour mesurer le caractère « vert » des investissements et les critères de sélection et/ou d'exclusion retenus. Les choix doivent refléter la nature de l'épargne qui est visée avec un *continuum* : entre les investisseurs n'ayant pas d'objectif « éthique » marqué mais considérant seulement que les entreprises « environnementalement responsables » sont plus profitables dans le long-terme; des investisseurs voulant adopter une attitude long-termiste face au court-termisme perçu des marchés financiers ; ou faciliter l'accès au financement des entreprises et projets dans les secteurs critiques pour la transition énergétique et écologique (et ainsi inciter les autres à s'y engager) ; et au sein de cette dernière catégorie, selon qu'est visé un phénomène de masse ou au contraire l'émergence précoce de modèles alternatifs.

Certains investisseurs privilégieront une approche « Best-in-class » avec peu d'exclusion sectorielle tandis que d'autres pourront préférer une sélection thématique et retiendront plus d'exclusions. L'équilibre envisagé doit apprécier notamment le coût lié à l'affaiblissement de la diversification des portefeuilles qui résulte d'une sélection plus étroite, l'épargnant se surexposant ainsi à un nombre limité d'industries et d'entreprises. Celui-ci doit cependant aussi être sensibilisé sur le fait que certains actifs sont susceptibles de dépréciations.

De surcroît, il faudra que le label « vert » joue parfaitement son rôle informationnel. En effet, les travaux académiques¹ ayant analysé les raisons qui expliquent que les labels ISR existants ne jouent encore qu'un rôle limité suggèrent que ces labels ont été conçus plus du point de vue des sociétés de gestion que des particuliers-épargnants. De ce fait, ils ne fourniraient pas les informations que recherchent les consommateurs. Par ailleurs, ces labels n'auraient pas été suffisamment diffusés par les réseaux des banques et assurances. Il importerait donc d'avoir en tête ces éléments lors de l'élaboration d'un label pour les fonds « verts ».

Dans tous les cas, les projets de labellisation des fonds pour la transition énergétique et écologique doivent premièrement considérer que celle-ci est un instrument pour construire des marchés qui ont besoin de confiance pour exister. Ceux-ci sont déterminants pour assurer l'essor des investissements verts, faire intégrer les risques à long-terme dans les modèles d'investissement et réorienter les capitaux ainsi mobilisés vers une économie bas-carbone ou avec une empreinte écologique optimisée.

¹ *Le rôle de la labellisation dans la construction d'un marché. Le cas de l'ISR en France*, Revue française de gestion, 2013