

# Financements durables et verts : exploration de nouveaux marchés

S. Ben Hadj  
J. De Mulder  
M.-D. Zachary

## Introduction

L'attention grandissante portée aux financements durables et verts tient à une série d'évolutions récentes qui se sont manifestées à l'échelle mondiale, comme l'inquiétude croissante que suscitent les inégalités, tant entre les pays développés et ceux en voie de développement qu'au sein des pays riches. Dans le cadre de la mondialisation de l'économie, la société accorde également une plus grande importance au respect des valeurs sociales et considère immorales des pratiques telles que le commerce de certains biens ou services comme les armes, mais aussi l'exploitation, les conditions de travail inhumaines ou l'utilisation de main-d'œuvre infantile. Par ailleurs, la crise financière qui a éclaté en 2008 a soulevé nombre de questions quant à la soutenabilité du modèle de croissance et de bénéfices des établissements financiers en vigueur à l'époque. De plus, la conscientisation par rapport aux questions environnementales se poursuit (notamment en matière de pollution des sols et des océans), alimentée par un facteur intergénérationnel qui se résume par la question suivante: quel « héritage » allons-nous laisser aux générations futures ?

S'il y a un aspect qui touche spécifiquement à l'environnement, c'est le réchauffement climatique. Nombreux sont les rapports qui, en plus d'énoncer une série de faits liés au réchauffement et de s'étendre sur ses causes humaines, en décrivent les éventuelles conséquences. Même si les estimations divergent, il apparaît que le réchauffement climatique aura également une incidence considérable sur le système économique, à moins que

l'homme ne parvienne à limiter à 2 °C l'élévation des températures en comparaison du niveau préindustriel. La conviction du plus grand nombre que des mesures s'imposent à court terme a donné lieu à plusieurs cycles de négociations et d'accords sur le climat (notamment à Kyoto et à Paris).

Ces choix sociétaux, couplés aux contraintes mondiales auxquelles l'économie est confrontée, se traduisent par une demande de produits financiers « éthiques » de la part des épargnants, de même que par la nécessité de financer de nouveaux projets d'investissement des entreprises (comme les investissements verts).

Pour illustrer les investissements et les financements durables et verts, le présent article s'appuiera essentiellement sur les évolutions se rapportant au climat, et plus particulièrement à l'énergie. Il n'en demeure pas moins qu'il existe bien évidemment d'autres initiatives durables à visée sociétale ou éthique ou qui portent sur l'agriculture biologique, par exemple.

L'article se décline en cinq parties. La première tente d'expliquer pourquoi le besoin de financements durables et verts augmente et traite à cette fin de la demande dont fait l'objet ce type de financements. La deuxième examine l'offre de financements durables et verts. La troisième s'attarde sur l'exemple prometteur des obligations vertes, dont le marché est en plein essor. La quatrième survole rapidement la situation en Belgique. Enfin, la cinquième et dernière partie décrit les principaux défis qui se posent et leurs implications sur le plan des politiques publiques.

## 1. La demande de financements verts

Sur fond de problématique du climat, les investissements verts constituent la meilleure illustration de la demande de financements verts. Les investissements dans les énergies vertes sont en effet un exemple type du changement dans la demande de financements aux fins de produire de l'énergie.

Ces investissements sont un corollaire logique des négociations climatiques menées au niveau mondial. Durant le dernier cycle des négociations lors de la Conférence de Paris de 2015 sur les changements climatiques (COP21), un accord global fixant un objectif général à l'échelle de la planète a été dégagé, à savoir maintenir sous la barre des 2 °C l'élévation des températures par rapport au niveau préindustriel. Cet objectif mondial a ensuite été traduit en objectifs par pays ou par grande région économique. L'UE s'est engagée dans ce cadre à atteindre certains d'entre eux, qui ont à leur tour été répartis entre les différents États membres. S'agissant de la Belgique, les objectifs nationaux font l'objet d'une ventilation supplémentaire, afin de déterminer les contributions respectives de chacune des trois régions.

Dans le cas particulier de la Belgique, mais aussi dans ceux d'une série d'autres pays comme l'Allemagne, il y a lieu de préciser que le passage à une production énergétique réduisant les émissions de CO<sub>2</sub> est compliqué par le choix de principe d'opérer une sortie du nucléaire. Si la production d'électricité ne peut plus être assurée par des centrales nucléaires, une part accrue de la production devra provenir de sources (renouvelables) alternatives, ce qui nécessitera de modifier plus encore le mix de production énergétique.

Des investissements colossaux doivent être consentis dans différents domaines partout dans le monde, que ce soit, naturellement, pour augmenter la capacité en énergie verte ou pour renforcer l'efficacité énergétique ou les transports en commun, etc.

Il convient toutefois aussi de souligner que ces indispensables investissements ne feront pas qu'entraîner des coûts énormes. Au-delà des conséquences favorables qu'ils auront sur le climat et du fait qu'ils permettront d'éviter les retombées néfastes d'une trop forte élévation des températures, ils stimuleront en effet l'activité économique à court terme et, partant, contribueront à libérer les pays européens, pour ne citer qu'eux, du piège de la croissance lente.

### 1.1 Objectifs climatiques

Les objectifs climatiques fixés par l'UE portent sur trois domaines : les énergies renouvelables, l'efficacité énergétique

et les émissions de gaz à effet de serre, et ils visent trois années de référence, à savoir 2020, 2030 et 2050.

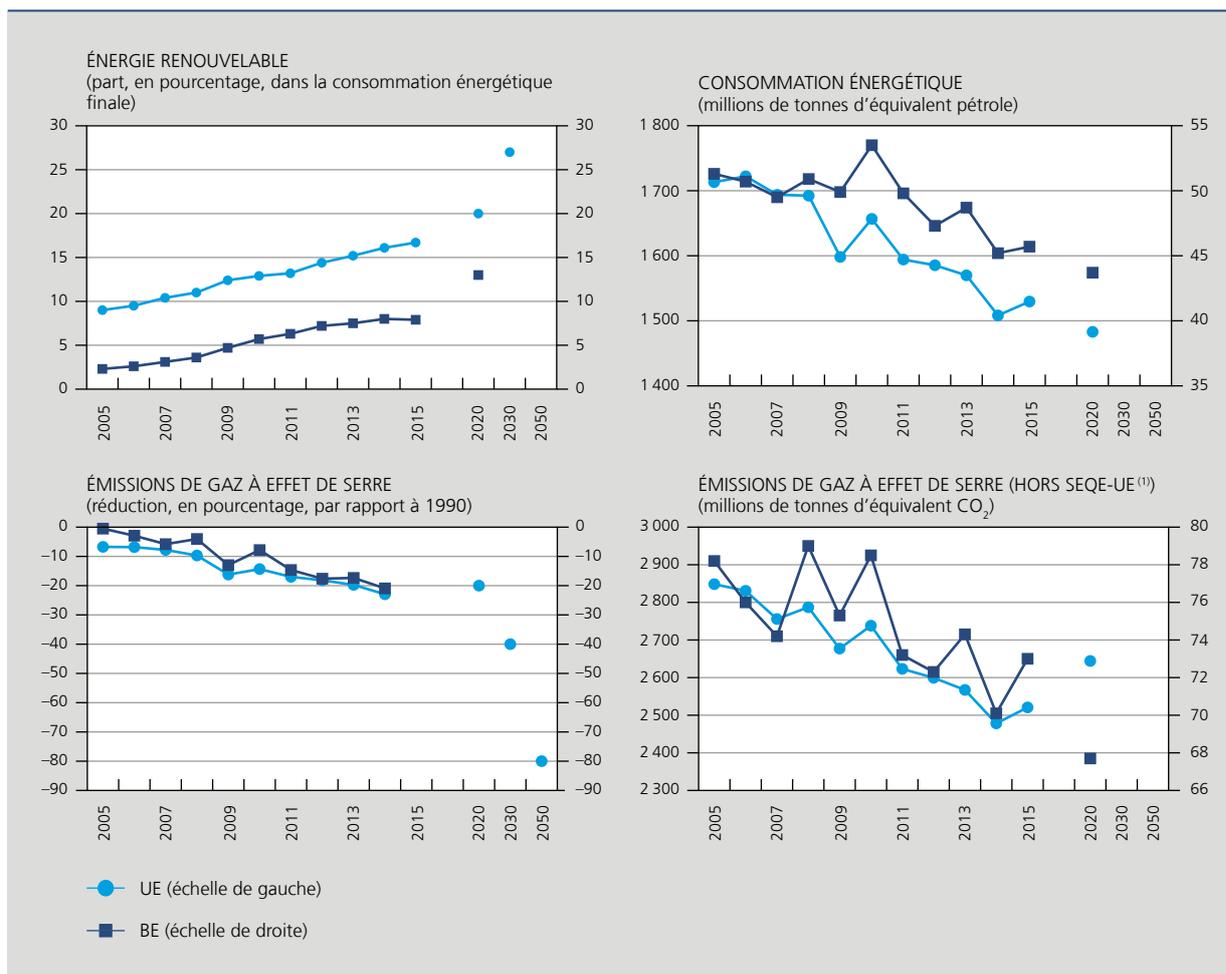
Les objectifs à atteindre pour 2020 ont été définis en 2007 ; en 2009, ils ont été coulés dans des textes juridiquement contraignants. Ainsi, en 2020, 20 % de l'énergie de l'UE devra provenir de sources renouvelables. Par ailleurs, on vise une amélioration de l'efficacité énergétique à hauteur de 20 % par rapport à un scénario de référence ; pour y arriver, il faudra parvenir à une consommation énergétique primaire maximale de 1 483 Mtep<sup>(1)</sup> en 2020. Enfin, d'ici 2020, les émissions de gaz à effet de serre devront être comprimées de 20 % par rapport au niveau de 1990. Pour la réalisation de ce dernier objectif, une distinction a été opérée entre les branches d'activité relevant du SEQE-UE et celles qui n'y sont pas incluses. SEQE-UE est l'acronyme de « système d'échange des quotas d'émission de l'UE » ; il s'agit d'un système qui cible les grandes entreprises opérant dans les secteurs de l'énergie et de l'industrie ainsi que dans celui de l'aéronautique intra-européen. Pour ces branches d'activité, qui totalisent à elles seules quelque 45 % des émissions de gaz à effet de serre dans l'UE, un système prévoyant une répartition des droits d'émission entre elles et la possibilité de procéder à des échanges mutuels a été mis en place. L'objectif est de réduire de 21 % les émissions de ces branches au cours de la période 2005-2020. Pour ce qui est des branches qui ne relèvent pas du système, comme les ménages, l'agriculture et les transports (à l'exclusion de l'aéronautique), la diminution à atteindre sur la même période s'élève à 10 %.

Les objectifs fixés au niveau de l'UE en matière d'énergie renouvelable, d'efficacité énergétique et d'émissions des branches ne relevant pas du SEQE-UE ont été répartis entre les différents États membres, qui sont tenus de s'y conformer. Pour la Belgique, ils correspondent, toujours pour 2020, à une part d'énergie renouvelable de 13 %, à une consommation énergétique de 43,7 Mtep au maximum et à une réduction des émissions de gaz à effet de serre de 15 %.

En 2014, de nouveaux objectifs ont été fixés au niveau de l'UE à l'horizon 2030. La part d'énergie renouvelable devrait alors s'élever à 27 % au moins, tandis que l'efficacité énergétique devrait augmenter de 27 % au minimum et que les émissions de gaz à effet de serre devraient baisser de 40 % au moins par rapport au niveau de 1990. Le dernier objectif équivaut à des réductions de, respectivement, 43 et 30 % pour les branches

(1) Mtep signifie « millions de tonnes d'équivalent pétrole ».

GRAPHIQUE 1 OBJECTIFS CLIMATIQUES DE L'UE ET DE LA BELGIQUE



Source: CE.

(1) « Hors SEQUE UE » fait référence aux émissions des branches qui ne prennent pas part au système d'échange des quotas d'émission de l'UE.

SEQUE-UE et pour les autres. Les objectifs (à l'exclusion de la diminution pour les branches SEQUE-UE) sont répartis entre les États membres.

À plus long terme encore, d'ici 2050, l'UE vise même une baisse des émissions de 80 à 95 %.

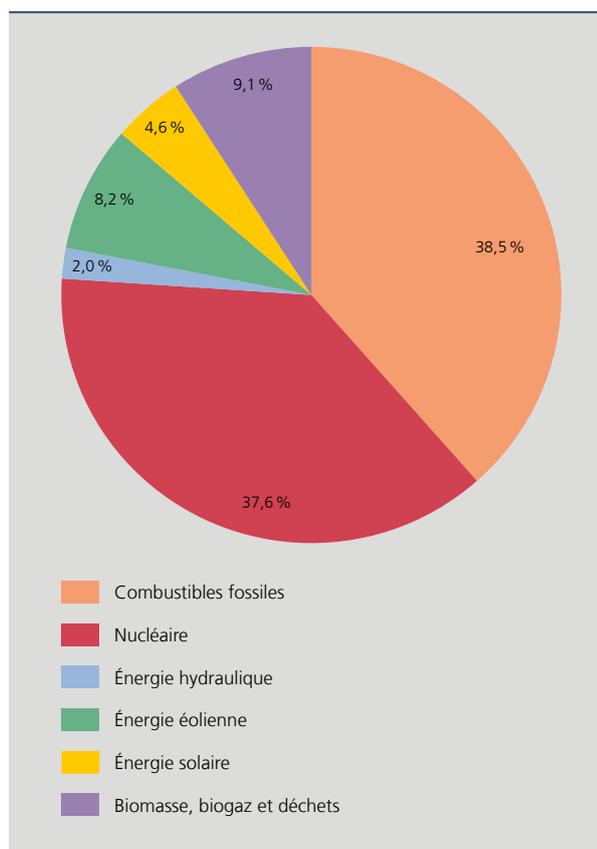
Les données disponibles font apparaître que l'évolution tendancielle, que ce soit dans l'ensemble de l'UE ou en Belgique, suit la bonne voie. Concernant les émissions de gaz à effet de serre, l'UE a d'ores et déjà atteint son objectif pour 2020<sup>(1)</sup>, ce qui n'est assurément pas le cas de la Belgique. S'agissant de la part des énergies renouvelables et de l'efficacité énergétique, l'écart par rapport aux objectifs de 2020, tant dans l'UE qu'en Belgique, reste considérable, un constat qui, de façon générale, est naturellement d'autant plus vrai pour les objectifs à plus long terme.

## 1.2 Modification du mix de production énergétique

L'engagement pris par le gouvernement fédéral de sortir de l'énergie nucléaire place la Belgique face à un défi supplémentaire. D'après les données disponibles, l'énergie nucléaire assurait en 2015 quelque 38% de la production totale d'électricité en Belgique, soit une proportion plutôt faible puisque, comme l'année précédente, une partie du parc de production nucléaire se trouvait hors service. À titre de comparaison, elle se montait à 51% en 2013. Les centrales nucléaires n'émettent pas de CO<sub>2</sub> pendant le processus de production d'électricité, si bien que, pour respecter les objectifs climatiques, il serait préférable

(1) Il est bien sûr encore possible que l'objectif ne soit pas atteint, à supposer par exemple que la croissance économique réalisée à l'horizon 2020 s'obtienne au prix d'émissions accrues.

**GRAPHIQUE 2** MIX DE PRODUCTION D'ÉLECTRICITÉ EN BELGIQUE EN 2015  
(pourcentages du total)



Source : FEBEG.

qu'elles ne cèdent pas la place à des combustibles fossiles. Ces derniers représentaient eux aussi 38 % environ de la production d'électricité en 2015, le gaz s'en arrojant la majeure partie (plus de 30 %).

Le remplacement de l'énergie nucléaire par des sources d'énergie renouvelable, tels le vent et le soleil, pose cependant un autre problème. L'un comme l'autre sont tributaires des conditions climatiques et ne produisent donc pas une quantité stable d'énergie (d'où l'appellation de sources intermittentes). C'est pourquoi il sera indispensable d'investir dans des centrales au gaz, lesquelles peuvent aisément être activées et désactivées, pour être certain de pouvoir assurer en permanence l'approvisionnement à l'avenir. Or, celles-ci émettent inévitablement du CO<sub>2</sub>, ce qui viendra compliquer le respect des normes d'émission.

Une alternative consisterait bien sûr à recourir, plus encore que maintenant, à l'importation d'électricité. Depuis 2000, la Belgique est presque systématiquement un importateur net d'électricité ; ses importations nettes

représentent en moyenne quelque 9 % de la consommation. En 2014 et en 2015, cette proportion a été sensiblement plus élevée – elle a été estimée à entre 20 et 24 % –, en raison de l'indisponibilité d'une partie des centrales nucléaires, mais, en 2016, elle est retombée à 7 % environ. Si la capacité de production créée sur le territoire belge ne suffit pas à satisfaire la demande d'électricité dans le futur, les importations d'électricité devront inévitablement augmenter. Dans cette optique, il faut bien évidemment prévoir des capacités d'interconnexion suffisantes, ce à quoi on s'emploie actuellement en construisant de nouvelles liaisons avec l'Allemagne et le Royaume-Uni.

Des importations accrues pourraient aider un pays à respecter plus facilement ses obligations internationales en matière d'émissions de gaz à effet de serre, dans la mesure où lesdites émissions auraient dans ce cas lieu en dehors de ses frontières. Si toutefois l'électricité importée est produite à l'aide de combustibles fossiles, il n'en résulte qu'un déplacement qui ne rapproche en rien de l'objectif final, à savoir la réduction des émissions totales à l'échelle mondiale. La production d'électricité à partir de combustibles fossiles devrait en principe être ralentie par le système d'échange des quotas d'émission, les coûts des droits d'émission se répercutant sur les prix de vente. Dans la pratique, le prix à l'importation à payer n'internalise toutefois pas intégralement les coûts pour l'environnement, étant donné que le prix actuel du carbone ne reflète qu'une partie des externalités causées par la pollution (cf. infra).

Une dépendance structurelle accrue d'un pays vis-à-vis de l'importation comporte également son lot de risques. Si l'offre totale venait ponctuellement à ne pas suffire pour satisfaire à la demande<sup>(1)</sup>, le prix d'achat en cas de pénurie sur le marché européen de l'électricité pourrait flamber. Et même si d'autres pays (voisins) disposaient d'une offre suffisante, une exploitation systématiquement plus élevée des capacités d'importation disponibles pourrait impliquer que, dans de tels moments de crise, il n'y aurait plus de possibilité d'importation supplémentaire, ce qui pourrait se solder par un black-out. De manière générale, le pays devient tributaire de la fermeture d'unités de production dans les pays voisins et de la disponibilité des réseaux à l'étranger, ce qui peut mettre à mal l'approvisionnement.

### 1.3 Investissements verts

Tous ces éléments attestent qu'il sera indispensable de consentir des investissements verts colossaux à l'avenir.

(1) Dans l'éventualité, par exemple, d'interruptions inopinées de la production lors de pics de consommation.

Il est bien entendu complexe de chiffrer les moyens financiers qui seront nécessaires car cela implique de recourir sur une période prolongée à une foule d'hypothèses concernant une multitude de facteurs incertains. Plusieurs publications récentes d'institutions internationales laissent cependant entendre que les montants en cause sont pharaoniques.

Ainsi, la CE déclare, sur son site internet, qu'«en moyenne, les investissements supplémentaires sont estimés à 38 milliards d'euros par an pour l'ensemble de l'UE au cours de la période 2011-2030». Le FMI avance quant à lui que «l'agenda 2030 se chiffre à un millier de milliards [...]» (IMF, 2016). L'agence internationale de l'énergie estime à «quelque 3 500 milliards de dollars les investissements dans le secteur énergétique requis chaque année entre 2016 et 2050, contre 1 800 milliards de dollars en 2015», tandis qu'IRENA évoque pour sa part «[...] des investissements supplémentaires cumulés qui devront se monter à 29 000 milliards de dollars d'ici 2050 [...] en plus de l'investissement de 116 000 milliards de dollars envisagé à ce stade [...]»<sup>(1)</sup> (IEA et IRENA, 2017).

## 2. L'offre de financements durables et verts

### 2.1 Concept

Avant d'analyser plus en détail l'offre disponible de financements durables et verts, il convient de préciser ce que recouvre ce concept. Il vise à concilier la performance économique avec un impact social et environnemental en choisissant d'investir dans des entreprises ou des entités publiques qui contribuent au développement durable, quel que soit leur secteur d'activité. En influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, ces types de financements sont censés favoriser le développement d'une économie responsable et durable.

Si ces principes généraux sont consensuels, il n'existe toutefois pas, à l'heure actuelle, de définition unanimement partagée, ni de contrôle – que ce soit au niveau belge, européen ou mondial – du caractère durable et vert des produits financiers qui se revendiquent de cette catégorie.

En réalité, les approches de la finance durable et verte sont variées, essentiellement parce que les cultures locales ou nationales sont diverses, chacun accordant plus d'attention à l'un ou à l'autre point. Le volet social, par exemple, est privilégié en France, alors que la Suisse et l'Allemagne mettent davantage en avant les considérations liées à l'environnement. La gouvernance est

considérée comme essentielle au Royaume-Uni, tandis que, dans les pays scandinaves et aux États-Unis, ce sont les valeurs éthiques qui priment.

Différentes approches des investissements durables et verts sont toutefois reconnues. Elles ont été identifiées et classifiées par la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA<sup>(2)</sup>, 2016). En ce qui concerne la Belgique, elles sont également reconnues par Febelfin. Ainsi, les approches qui s'offrent aux promoteurs et aux investisseurs intéressés par la finance durable et verte sont les suivantes :

- principe d'exclusion: la sélection des produits se base sur l'exclusion de certains secteurs, entreprises ou pays<sup>(3)</sup> sur la base de critères éthiques, en raison de leur activité (tabac, alcool, armement, jeu, etc.) ou à la suite de certaines pratiques observées (travail forcé, corruption, test sur les animaux, etc.);
- intégration ESG: cette approche implique l'inclusion systématique et explicite de facteurs environnementaux (E), sociaux (S) et de gouvernance (G) dans l'analyse financière des investisseurs;
- approche «best in class»: les fonds dits «best in class» sélectionnent les pays ou les entreprises les plus performants sur le plan de la durabilité, c'est-à-dire suivant les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG);
- sélection sur la base de normes internationales (contrôle normatif): seuls les pays et les entreprises qui respectent une liste de normes et de traités internationaux<sup>(4)</sup> sont financés par les fonds levés au moyen de produits durables;
- approche thématique: les fonds de cette catégorie investissent de préférence dans des pays et des entreprises d'un secteur donné ou favorisant certaines pratiques (énergies renouvelables, eau, réduction d'émissions de gaz à effet de serre, emploi, conditions de travail, etc.). En principe, les autres aspects de la durabilité, comme le souci de l'environnement, la conscience sociale et la bonne gouvernance, ne sont pas non plus négligés. Les pratiques sociales et la gouvernance des entreprises actives dans le secteur des énergies renouvelables doivent par exemple également être considérées;
- impact social visible: ces approches s'orientent vers le financement d'entreprises qui s'efforcent de résoudre

(1) Traductions libres.

(2) Fédération des organisations chargées de promouvoir l'investissement durable et qui a pour mission d'approfondir l'impact et la visibilité de ces organisations au niveau mondial. Pour l'Europe, Eurosif (European Sustainable Investment Forum, lui-même fédération de huit forums nationaux, dont Belsif pour la Belgique) en est membre.

(3) Lorsqu'il s'agit d'un pays, cela fait référence aux titres émis par ce dernier.

(4) Tels que la Convention-cadre des Nations unies sur les changements climatiques, la Convention européenne des droits de l'homme, la Convention européenne des droits de l'enfant, la Convention sur le travail forcé, la Convention sur les armes à sous-munitions, etc.

des problèmes spécifiquement liés à l'environnement ou à la société ;

- engagement en tant qu'actionnaire: selon cette approche, les actionnaires tentent activement d'influencer positivement l'attitude des entreprises qu'ils financent, au travers d'un dialogue direct avec les dirigeants et/ou par l'exercice de leur droit de vote en assemblée générale, par exemple en essayant d'attirer l'attention sur l'importance du souci de l'environnement, de la conscience sociale et de la bonne gouvernance.

Comparativement aux investissements « traditionnels », les investissements durables et verts (la demande) présentent une série de caractéristiques défavorables qui tendent à compliquer leur financement (l'offre). Ces spécificités ont trait, d'une part, au rendement et au risque et, d'autre part, aux coûts de transaction et d'information qui y sont associés (SEO Economisch Onderzoek, 2009).

Le rendement et le risque de projets durables sont notamment influencés par le fait qu'ils portent souvent sur des projets innovants et complexes à fort contenu technique et en R&D. Il s'agit dans la plupart des cas de projets très intensifs en capital et assortis d'un long horizon d'investissement, dont le rendement et le risque sont, de ce fait, plus difficiles encore à estimer.

En cas de financements verts, la répercussion insuffisante des externalités liées à la production énergétique, comme les émissions de gaz à effet de serre, sur les prix du marché constitue un problème supplémentaire, en ce sens que les technologies vertes réduisant les émissions de CO<sub>2</sub> n'offrent pas d'avantage quant au prix par rapport à des sources classiques.

Par ailleurs, il convient aussi d'épingler l'importance des pouvoirs publics dans le secteur énergétique. Dans la mesure où il est souvent question de projets de très grande envergure, les pouvoirs publics jouent un rôle essentiel en accordant ou non les permis nécessaires. Ce sont aussi les pouvoirs publics qui décident d'octroyer des subventions, de lever des taxes ou des impôts, etc. De plus, il s'agit dans la plupart des cas de projets assortis d'un horizon à long terme, si bien que le risque de voir un nouveau gouvernement changer les « règles du jeu » n'est pas inexistant (ce risque est connu sous l'appellation de « risque réglementaire »).

S'agissant des coûts de transaction et d'information, on peut notamment souligner le fait que les développeurs de projets durables sont souvent de nouveaux acteurs, si bien que les investisseurs potentiels ne peuvent pas tirer d'enseignements de leurs précédents projets d'investissements. Par ailleurs, ces nouveaux acteurs ne disposent généralement pas d'une grande quantité de fonds propres, ce qui limite leurs possibilités d'offrir des garanties.

Qui plus est, les bailleurs de fonds potentiels ne savent généralement pas grand-chose des nouveaux projets et procédures, ce qui complique la valorisation des projets.

Les investissements durables sont en outre loin d'être des produits homogènes. En effet, ils peuvent porter sur des technologies connues ou sur le développement de toutes nouvelles technologies. Sans compter qu'il peut s'agir de projets à petite échelle ou de très grande envergure. Quelques exemples permettront d'illustrer notre propos. En ce qui concerne des technologies connues, on trouve de petits systèmes destinés aux particuliers, comme les panneaux solaires, mais il existe aussi de grands systèmes, comme les parcs à éoliennes (en mer). Quant aux nouvelles technologies, elles peuvent être mises au point par de petites start-up ou dans le cadre de projets à très grande échelle, comme ITER<sup>(1)</sup>.

Toutes ces caractéristiques hétéroclites, en matière, notamment, de taille (initiale et après écoulement d'un certain temps), de risque, de rendement, de coûts, etc., font que ces différents types d'investissement durable présentent d'autres besoins de financement.

Par ailleurs, le secteur financier joue un rôle crucial dans la transition énergétique car c'est sur lui que repose en partie le financement privé des projets durables et verts. La croissance de ces investissements devra s'accompagner d'une réorientation des capitaux cohérente avec une économie bas carbone. En raison de l'essor rapide du marché des produits financiers durables et verts, il convient de disposer d'une réglementation adéquate et que le secteur financier tienne compte des risques (et opportunités) en lien avec les changements climatiques. En effet, si ces derniers n'ont pas induit de nouvelles catégories de risques, leurs conséquences, directes ou indirectes, sur le système financier peuvent prendre la forme de risque de marché, de risque de crédit, ou encore d'autres types de risque spécifiques aux compagnies d'assurances. La transmission opère principalement par le biais de trois canaux différents :

- les risques matériels : les dégâts matériels engendrés par les changements climatiques et les catastrophes naturelles pourraient détériorer la solvabilité des entreprises

(1) ITER est un projet de recherche international de fusion nucléaire, reposant sur une collaboration entre l'UE, l'Inde, le Japon, la Chine, la Russie, la Corée du Sud et les États-Unis. En 2013 ont démarré dans le Sud de la France les travaux de construction d'un réacteur expérimental qui devrait être opérationnel à partir de 2035 ([www.iter.org](http://www.iter.org)).

et affecter le développement du commerce international. Le secteur des assurances est directement concerné par ces risques puisqu'il fournit des contrats d'assurance qui couvrent de tels dégâts. Il est important que le secteur des assurances détienne assez de réserves en prévision de ces risques. Les risques non assurés peuvent aussi se propager au système financier s'ils nuisent à la rentabilité des entreprises et à leur capacité de rembourser leurs dettes ;

- le risque d'être tenu pour responsable : ce risque présente une dimension à la fois technologique et juridique. D'une part, il n'est pas exclu que les évolutions scientifiques, en médecine par exemple, parviennent à établir un lien de causalité entre une industrie polluante et la santé des consommateurs et des travailleurs. Une découverte de cette nature pourrait donner lieu à une série d'actions juridiques susceptibles de porter atteinte à la solidité financière de l'industrie qui serait reconnue coupable. D'autre part, il existe un vide juridique sur cette question des responsabilités. Des changements rétroactifs de législation peuvent rendre possibles des actions en justice contre des entreprises polluantes, entraînant par la suite la faillite de ces sociétés et, par effet de cascade, celle des investisseurs ;
- les risques liés à la transition vers une économie à faible empreinte carbone : cette transition peut aussi affecter la solidité du système financier si elle n'est pas bien préparée ou si elle est précipitée par une dégradation irréversible de l'environnement. La réévaluation soudaine des actifs financiers et des matières premières, de même qu'un changement rapide des coûts de l'énergie, peuvent déclencher des crises économiques et financières dans les secteurs vulnérables.

Ces trois risques sont amplifiés par l'incertitude inhérente aux modèles climatiques, ce qui complexifie la prise de décision dans le secteur financier et accroît le danger d'une sous-estimation des éventuels dégâts liés aux changements climatiques.

## 2.2 Freins au développement d'une finance durable et verte

La prise de conscience des autorités publiques sur la question de la transition verte est croissante et s'est notamment traduite par la mise en place de mécanismes de marché destinés à pénaliser la pollution, comme, par exemple, le marché du carbone. Néanmoins, les efforts sont actuellement insuffisants pour neutraliser complètement les effets des différents freins qui ralentissent l'essor

(1) Il existe plusieurs marchés de carbone dans le monde, qui sont spécifiques à chaque pays ou région. Le marché européen est le plus important en termes de volume d'échanges.

d'un marché des capitaux susceptible de financer cette transition (DNB, 2017). Les entraves au développement d'un mode de financement qui soutienne la transition peuvent être associées à des imperfections dans les marchés financiers ou à des lacunes dans les politiques économiques.

### 2.2.1 Marchés financiers

La mise en place des marchés<sup>(1)</sup> du carbone ou de « droit de polluer » devrait théoriquement, selon le prix Nobel d'économie Roland Coase, être un outil susceptible de limiter les externalités dues aux émissions de gaz à effet de serre. Le marché européen a été créé par la Commission européenne (CE) en 2005 dans le but de réduire ces émissions tout en conservant une certaine flexibilité pour les industriels. En pratique, le prix du carbone ne reflète qu'une partie des externalités engendrées par la pollution. Selon les chiffres de la CE, le marché couvre environ 45 % des gaz à effet de serre dans l'Union (entendue comme les 28 États-membres de l'UE plus l'Islande, le Liechtenstein et la Norvège). L'effondrement du prix, qui oscille aux alentours de cinq euros par tonne d'équivalent CO<sub>2</sub> depuis 2013, s'explique principalement par l'octroi de quotas relativement généreux au vu de l'essoufflement de l'activité économique qui s'est produit pendant la crise. Les industries ont alors restreint leur activité, et ont par conséquent automatiquement moins pollué et accumulé des quotas d'émissions.

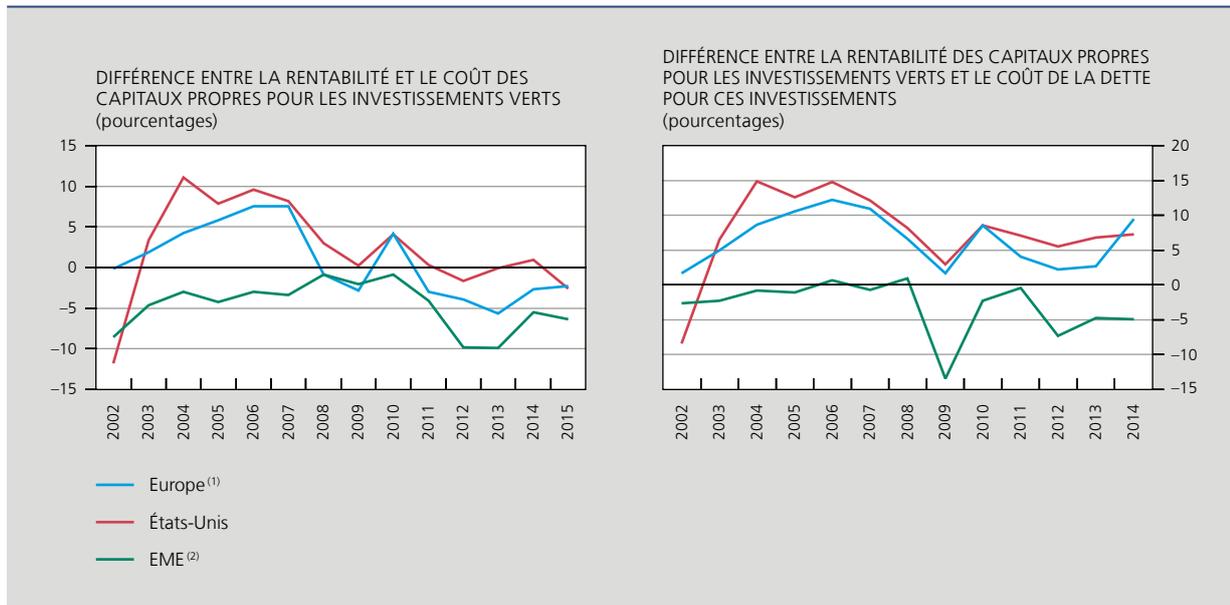
Il s'avère que ce mécanisme est actuellement insuffisant pour encourager la transition vers une économie durable. Les scientifiques estiment en effet qu'une tonne additionnelle d'équivalent CO<sub>2</sub> lâchée dans l'atmosphère

**GRAPHIQUE 3** PRIX DU CARBONE DANS LE MARCHÉ EUROPÉEN DE QUOTAS ENVIRONNEMENTAUX  
(euros/tonne d'équivalent CO<sub>2</sub>)



Source : Thomson Reuters Eikon.

**GRAPHIQUE 4** COÛT DE FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS VERTS POUR LES ENTREPRISES COTÉES



Source : OECD Business and Finance Outlook 2015.  
(1) L'Europe fait référence à l'Union européenne plus la Suisse.  
(2) EME : Économies de marché émergentes.

réduit le bien-être social de 37 à 220 dollars (Moore et Diaz, 2015). Au regard de cette évaluation, un prix fixé à cinq euros par tonne de carbone semble trop faible à la fois pour internaliser les effets de la pollution et pour inciter les industriels à changer leur mode de production. De plus, certains secteurs pollueurs ne sont pas concernés par ce mécanisme. Ainsi en va-t-il du transport aérien hors Europe. Par ailleurs, il faut aussi savoir que des quotas sont attribués gratuitement et de manière abondante pour empêcher « la fuite de carbone », c'est-à-dire la délocalisation des activités de production vers des pays moins réglementés.

Dès lors, la défaillance du marché du carbone implique que les entreprises qui intègrent le changement climatique dans leurs optiques d'investissement n'obtiennent qu'un avantage de compétitivité limité par rapport aux entreprises polluantes.

Par ailleurs, les projets d'investissements durables et verts semblent également incapables de valoriser financièrement leurs efforts environnementaux et autres. On constate en effet que les rendements offerts par les investissements dans les énergies vertes, par exemple, sont trop bas pour attirer massivement les fonds privés sur le marché des actions. Le principal écueil qui entrave le développement d'un marché des capitaux pour l'énergie verte est la trop faible rentabilité des capitaux

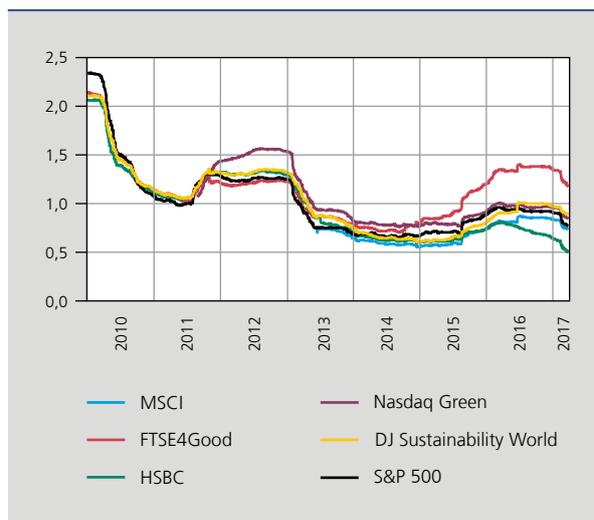
propres<sup>(1)</sup> investis dans ces projets. En effet, après 2008, la rentabilité de ces capitaux est tombée sous le coût du capital (cf. volet de gauche du graphique 4). Il en découle que les investissements verts ne créent pas assez de valeur selon le marché des actions. L'insuffisance de rendement s'explique principalement par un coût du capital élevé en raison du risque technologique supérieur et du manque de stabilité au niveau des politiques d'investissement.

Par ailleurs, l'horizon d'investissement des projets en question étant relativement lointain, ceux-ci sont plus risqués. En effet, le délai de récupération<sup>(2)(3)</sup>, pour la plupart d'entre eux dépasse en moyenne cinq ans.

Enfin, une partie du problème de la rentabilité des capitaux propres réside dans le fait que les investissements actuels reposent majoritairement sur de la dette, ce qui rend le rendement des capitaux propres moins pertinent pour les investisseurs (cf. volet de droite du graphique 4). Afin d'attirer davantage de capitaux privés, il faut impérativement trouver une façon de monétiser les externalités

(1) Cette rentabilité des capitaux propres est calculée comme étant la moyenne des rendements des capitaux propres des entreprises faisant partie du Global Clean Energy Index.  
(2) Le délai de récupération, ou *pay-back period*, mesure le temps nécessaire pour récupérer le montant initial d'un investissement en le comparant aux flux cumulés de trésorerie.  
(3) Selon les calculs de l'OCDE.

**GRAPHIQUE 5** VOLATILITÉ<sup>(1)</sup> HISTORIQUE D'INDICES D' ACTIONS VERTES<sup>(2)</sup> ET DE L'INDICE DU MARCHÉ S&P 500 (pourcentages)



Source : Thomson Reuters Eikon.

(1) La volatilité est calculée comme l'écart type des rendements journaliers au cours des deux dernières années.

(2) MSCI est l'indice qui regroupe les entreprises mondiales qui affichent les meilleures pratiques environnementales et sociales dans leur secteur d'activité. FTSE4Good est l'indice qui regroupe les 40 meilleures entreprises européennes en termes de pratiques environnementales. HSBC est le HSBC Climate Change Index. Nasdaq Green est le Nasdaq Green Economy Index. DJ Sustainability World est le Dow Jones Sustainability World Index.

positives des investissements verts au regard du bien-être sociétal. Dans ce contexte, les autorités publiques ont un rôle important à jouer dans la mise en place des mécanismes permettant de valoriser les effets favorables des énergies vertes en particulier et des investissements durables en général.

Nonobstant les défis relatifs à la rentabilité évoqués ci-avant, le marché des actions ne semble pas percevoir les investissements à caractère vert et durable comme étant plus risqués que la moyenne. On constate en effet que les volatilités de quelques indices représentatifs de ces investissements, publiées par FTSE, MSCI, HSBC, Nasdaq et Dow Jones, se situent de part et d'autre de l'évolution historique de la volatilité d'un indice de marché «classique» comme le S&P 500. Seul l'indice FTSE4Good, qui regroupe les 40 meilleures entreprises européennes en termes de pratiques environnementales, semble faire état d'un risque plus prononcé, qui est probablement lié à la plus grande volatilité qu'ont enregistrée les marchés européens au cours de cette période. La volatilité des indices verts et durables laisse sous-entendre que les investisseurs sont indifférents aux facteurs de risque intrinsèques aux projets verts et durables, tel un long délai de récupération. Cette représentation du risque contraste avec un coût des capitaux

propres élevé et le caractère de long terme des projets verts et durables.

Plusieurs éléments peuvent expliquer cette perception d'un risque limité. Ainsi par exemple, les indices ne véhiculent d'informations que sur les projets qui sont financés en partie par les capitaux propres d'entreprises cotées en bourse. Or, cette structure de financement n'est en pratique pas privilégiée par les investissements dont le profil de risque est similaire à celui des projets verts et durables, ce qui pose la question de la représentativité des indices verts (et, plus généralement, du marché des actions) par rapport aux investissements verts et durables «typiques», habituellement plutôt financés par de la dette et souvent mis en œuvre par de jeunes entreprises (non cotées). Par ailleurs, les projets qui en arrivent au stade d'ouvrir leurs capitaux propres au public sont souvent les plus matures, et donc les moins risqués.

## 2.2.2 Politiques économiques et défis du changement climatique

Si les marchés financiers ne prennent pas la mesure de l'internalisation du coût de la pollution et de la valorisation des projets d'investissement verts et durables, la mise en concordance insuffisante des politiques publiques avec les objectifs climatiques freine aussi largement le développement de la finance durable.

Parmi les politiques publiques qui pourraient être adaptées, on peut citer :

- la politique fiscale, qui encourage indirectement les secteurs polluants: il s'agit majoritairement de mesures héritées d'une période durant laquelle les objectifs climatiques n'étaient pas explicitement pris en compte et dont la réforme s'avère coûteuse ou difficile (par exemple, l'avantage fiscal lié aux voitures de société);
- le degré d'ambition au niveau des objectifs climatiques et de limitation des gaz à effet de serre à l'échelle nationale et internationale;
- les politiques publiques climatiques: les projets durables et verts sont des projets à long terme qui requièrent une certaine stabilité des politiques publiques afin de rassurer les investisseurs. L'incertitude politique peut amplifier les risques qui pèsent sur ces investissements et, par conséquent, augmenter leur coût du capital et menacer leur rentabilité;
- la responsabilité légale des pollueurs: une réglementation claire portant sur la responsabilité des entreprises et permettant des actions en justice en cas d'impact néfaste de la pollution sur le bien-être et la santé

- pourrait contribuer à internaliser les externalités dues aux pollueurs;
- un prix du carbone trop bas pour décourager les investissements dont l’empreinte carbone est importante.

Au sein du secteur financier aussi, un certain nombre de barrières ralentissent le développement de la finance durable et verte. Dans ce registre, on peut citer :

- la réticence par rapport à des projets d’investissement (non liquides) de long terme, compte tenu des distorsions et des risques qu’ils font peser sur les bilans des banques. En revanche, la proportion croissante des engagements de long terme du secteur financier (par exemple auprès des sociétés d’assurance et des fonds de pension) offre également un potentiel de financement;
- les asymétries d’information et le reporting qui ne reflètent pas les risques liés au climat (par exemple, le montant des actifs ensablés (*stranded assets*), c’est-à-dire les actifs dévalués en raison de changements substantiels et brutaux de la législation, de contraintes environnementales ou de ruptures technologiques) (OECD, 2017). Une politique de transparence envers les risques climatiques peut révéler la vulnérabilité de certains projets non durables et, par conséquent, favoriser l’internalisation des risques environnementaux;

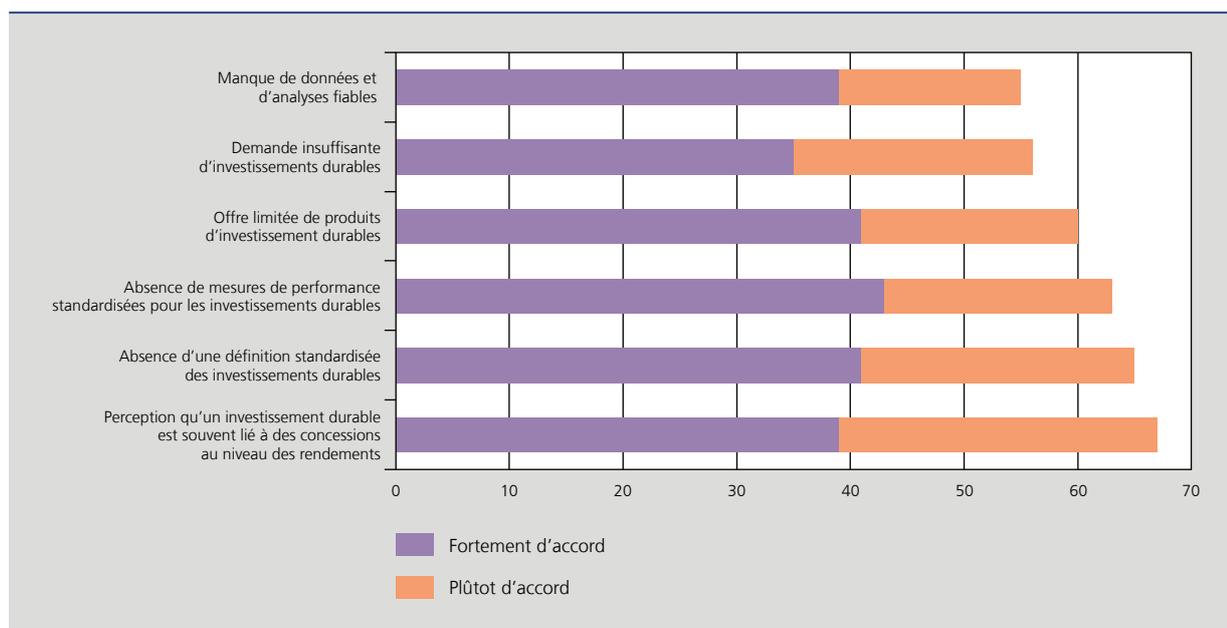
- un code d’investissements responsables inexistant ou insuffisant : absence d’un code de conduite responsable instauré et reconnu par les fédérations d’entreprises.

### 2.2.3 Les défis de la finance verte selon les gestionnaires d’actifs

Les professionnels du secteur identifient l’absence de définitions et de standards comme le défi majeur posé par les investissements durables. Le manque de transparence, dû à une absence de consensus sur ce qu’est un produit durable et vert, à l’absence d’un code de conduite dans l’industrie et à l’inexistence d’un organisme de supervision reconnu qui garantisse le respect des règles, constitue, selon un sondage réalisé en 2016 auprès d’un panel de gestionnaires d’actifs aux États-Unis, l’un des plus gros défis que devra relever le secteur de la finance durable<sup>(1)</sup>. Il ressort de ce sondage que le fait qu’il n’y ait pas de définition standardisée des investissements durables représente un obstacle majeur, au même titre que la rentabilité de ces investissements. L’absence de mesures de performance standardisées prenant en compte les externalités positives de ces

(1) Dans le cadre du sondage, la finance durable a été définie comme étant les investissements dans des entreprises ou des fonds qui visent à combiner des rendements financiers avec un impact sociétal et environnemental positif.

**GRAPHIQUE 6** RÉSULTATS D’UN SONDRAGE<sup>(1)</sup> SUR LES FACTEURS QUI EMPÊCHENT LA CROISSANCE DE LA FINANCE VERTE ET DURABLE



Source : Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing and Bloomberg L.P.

(1) Le sondage, effectué en 2016, se base sur des entretiens téléphoniques avec 402 gérants de société de gestion d’actifs aux États-Unis ayant au moins 50 millions de dollars d’actifs en gestion. Toutes les entreprises sondées offrent des produits d’investissement verts et durables.

investissements arrive en troisième position. L'offre limitée et la demande jugée insuffisante sont aussi des facteurs de poids. Enfin, l'une des difficultés notables à surmonter pour développer plus largement une finance durable consiste à pallier le manque de données et d'analyses fiables. Notons toutefois que l'échantillon de ce panel est entaché d'un biais de sélection (exerçant sans doute une incidence haussière sur les résultats) car les gérants sondés offrent des produits d'investissement durable et sont donc a priori déjà convaincus de l'intérêt commercial de ce marché.

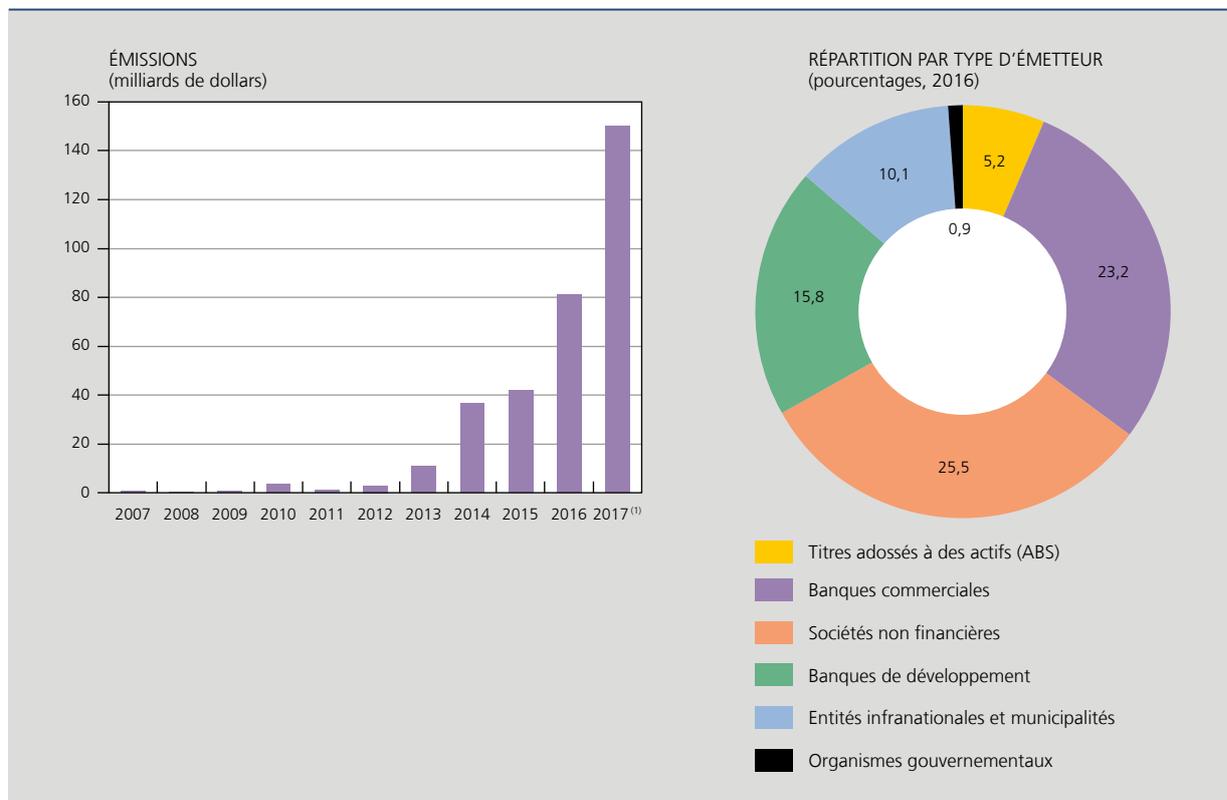
### 3. Un exemple prometteur : les obligations vertes (*green bonds*)

Outre le marché des actions, sur lequel les freins au développement de financements durables et verts sont multiples, comme on l'a expliqué en détail ci-avant, les gestionnaires d'actifs, les investisseurs et les émetteurs peuvent aussi se tourner vers le marché obligataire. Sur ce marché, la catégorie des obligations vertes représente un outil en pleine expansion, conçu pour exploiter le

potentiel des obligations et des marchés obligataires. Par ce biais, on rend disponibles pour des projets environnementaux des capitaux à moyen et à long termes relativement bon marché.

Les obligations vertes sont un type d'obligation récent (2007), le plus souvent labellisé, dont l'encours est alloué au financement de projets ou d'activités offrant un bénéfice environnemental, comme, notamment, l'efficacité énergétique, les énergies renouvelables et les transports. À l'origine, le marché des obligations vertes était dominé par des institutions publiques internationales comme la Banque européenne d'Investissement (BEI) ou la Banque mondiale (BM), qui ont répondu à la demande de quelques investisseurs institutionnels s'intéressant aux questions environnementales (Natixis, 2017). Puis, le secteur privé est peu à peu arrivé sur le marché. Ce dernier a commencé à prendre son essor en 2013, lorsque des obligations vertes ont été émises pour un montant de plusieurs milliards de dollars par, entre autres, la Société financière internationale (SFI) et des entreprises non financières telles que EDF, Toyota et Unilever. La demande de souscription à ces obligations dépassait souvent le

GRAPHIQUE 7 ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS VERTES AU NIVEAU MONDIAL



Source : Climatebonds.net.

(1) Prévisions.

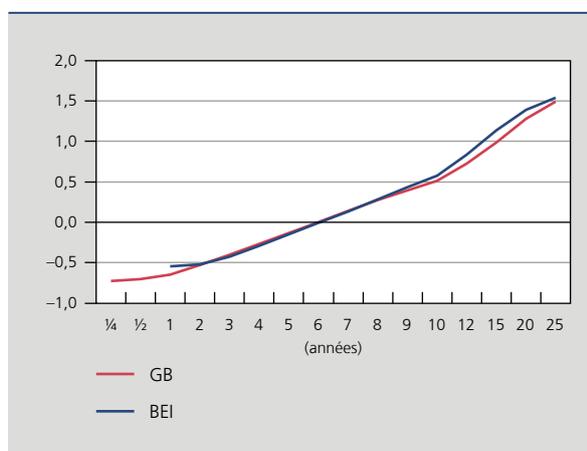
montant offert, ce qui a révélé l'intérêt des investisseurs pour ce produit.

Au niveau mondial, le montant des émissions d'obligations vertes a fortement augmenté ces dernières années. En 2016, il a atteint 81 milliards de dollars (soit huit fois le niveau de 2013), et les projections tablent sur un quasi-doublement de ce chiffre en 2017. Par ailleurs, les émetteurs sur ce marché se sont diversifiés – des banques de développement aux entreprises privées et aux collectivités locales –, tout comme les investissements sous-jacents – énergies renouvelables, efficacité énergétique, infrastructures de transport, bâtiments et déchets. En 2016, si on considère le marché mondial des obligations vertes, les plus gros émetteurs étaient des sociétés non financières (25,5 % des montants émis), des banques commerciales (23,2 %) et des banques de développement (15,8 %). Les émissions des collectivités locales et des municipalités représentaient environ 10 % de ce marché (contre 6 % en 2015).

Corollairement, le rythme soutenu des émissions a séduit une grande variété d'investisseurs institutionnels, publics comme privés – allant des fonds de pension suédois aux gérants « responsables » américains et des banques éthiques néerlandaises aux investissements socialement responsables français. Cet engouement s'explique en partie par l'intérêt croissant que les investisseurs portent aux enjeux du développement durable.

En outre, les obligations vertes semblent posséder des caractéristiques financières identiques à celles des obligations classiques du même émetteur (cf. notamment OECD and Bloomberg Philanthropies, 2015). Cela inclut la qualité du crédit ainsi que le rendement et le prix auxquels elles sont émises. On estime en effet que le profil de crédit des obligations vertes est le même que celui des autres obligations (*plain vanilla*, soit des obligations classiques remboursées in fine au pair, payant un taux fixe via un coupon annuel) émises par le même émetteur. La demande d'obligations vertes étant considérable, on pourrait penser que leurs émetteurs peuvent offrir un taux d'intérêt inférieur à celui des obligations classiques. Dans la pratique, l'effet est limité. Tandis que la demande particulièrement vive au moment de l'émission d'obligations vertes peut quelquefois donner lieu à un rendement légèrement moins attractif que celui associé à des obligations classiques, cet effet est généralement minime, avec peu d'impact sur le rendement global (Mirova, 2014). À titre d'exemple, le graphique 8 présente la courbe de rendement d'obligations classiques (EIB) et vertes (GB) émises par la Banque européenne d'investissement et par la Banque nordique d'investissement. Les différences sont subtiles et ne sont pas significatives. Enfin, il convient également de noter que l'importante demande d'obligations

**GRAPHIQUE 8** COURBE DE RENDEMENT D'OBLIGATIONS CLASSIQUES (EIB) ET VERTES (GB) ÉMISES PAR LA BANQUE EUROPÉENNE D'INVESTISSEMENT ET PAR LA BANQUE NORDIQUE D'INVESTISSEMENT (pourcentages)



Source : Thomson Reuters Eikon.

vertes peut être mise en perspective avec le fait que ce marché ne représente pour le moment qu'une infime partie du marché obligataire mondial (estimé à quelque 100 000 milliards de dollars).

Dans le cadre des financements durables, les obligations vertes offrent plusieurs avantages : elles ont un lien direct avec des projets identifiables, sans abandon de rendement ou de liquidité. Elles sont en outre de plus en plus souvent associées à un reporting sur les incidences environnementales et sociales. Outre par l'intérêt financier, la croissance du marché des obligations vertes a aussi été motivée par un objectif de développement d'outils financiers consacrés à la lutte contre le changement climatique, ce qui explique pourquoi les *green bonds* ont souvent été émises par des banques de développement. Il s'agissait aussi de créer un nouveau marché, les obligations vertes étant appelées à devenir une classe d'actifs à part entière, avec leurs propres fonds dédiés et leurs investisseurs spécialisés. Aujourd'hui, la perspective d'un marché profond, liquide et diversifié de plusieurs centaines de milliards de dollars d'obligations vertes semble réaliste.

Du point de vue des émetteurs, les obligations vertes se révèlent un instrument de financement privilégié pour diversifier leur base d'investisseurs, et notamment pour attirer des investisseurs responsables et de long terme. Par ailleurs, l'émission d'obligations vertes permet à l'entreprise de valoriser sa stratégie de développement durable et d'asseoir sa réputation dans ce domaine (Shishlov *et al.*, 2016).

Ce type d'instruments financiers convient également aux investisseurs dont l'intérêt s'explique par l'élargissement de l'information disponible sur l'actif sous-jacent (impératif de transparence) et, plus globalement, sur la stratégie de l'entreprise émettrice (Ministère de l'Environnement, de l'Énergie et de la Mer, 2016). L'un des avantages majeurs des obligations vertes non souveraines est donc le surcroît de transparence et de prévisibilité qu'elles apportent aux investisseurs. Les obligations vertes leur permettent également de diversifier leurs portefeuilles, notamment en acquérant des actifs qui ne menacent pas de se muer en actifs ensablés. Enfin, ces instruments contribuent à mettre en œuvre la propre stratégie climatique de long terme des investisseurs et à la valoriser auprès des épargnants (Banque de France, 2016).

Les obligations vertes génèrent toutefois également des coûts supplémentaires comparativement aux émissions obligataires classiques. Pour l'émetteur, ces coûts sont liés à la nécessité de labelliser les titres, ainsi qu'à l'exigence de reporting ; pour l'investisseur, ils incluent notamment le temps consacré à l'analyse de ce type d'obligations.

En outre, le marché est aussi entaché de risques de crédibilité. À ce titre, on pointe notamment l'absence d'une définition claire du caractère vert et le problème de la confiance dans les informations transmises quant au suivi et à l'évaluation des obligations vertes, d'autant plus que cela implique de la part des investisseurs une surveillance accrue des projets financés. Il n'y a pas de norme juridique permettant de définir ce qui est considéré comme éligible ou non à des financements libellés « obligations vertes ». À défaut, la position du marché est avant tout centrée sur la recherche d'une grande transparence, afin que les investisseurs puissent juger de la bonne tenue de l'émission. C'est pourquoi les protagonistes du marché ont instauré des règles tacites. Parmi ces dernières figurent les « Green Bond Principles » (GBP), édictés par l'Association internationale des marchés de capitaux (ICMA, 2016). Celle-ci travaille sur l'identification des différents types d'obligations vertes et de facteurs qui doivent être pris en compte lors de l'émission d'obligations. Les GBP fixent un certain nombre de bonnes pratiques à respecter : délimiter au préalable les activités potentiellement éligibles aux fonds levés par les obligations vertes, mettre en place un dispositif de contrôle surveillant de manière indépendante le caractère écologique de l'émission, ou organiser un reporting annuel public permettant de suivre l'avancement des projets. La « Climate Bonds Initiative » (CBI) propose une certification volontaire orientée vers l'impact climatique. Par ailleurs, les agences de notation extra-financière et d'audit sont légion. Les approches existantes n'imposent toutefois pas la labellisation ni le recours à un examen extérieur.

Un autre risque est inhérent aux obligations vertes : les acteurs du marché craignent en particulier le risque de réputation lié à l'écoblanchiment (green washing), c'est-à-dire l'émission d'obligations vertes servant à financer des projets qui ne sont pas « verts » ou qui ne respectent pas les engagements, affectant ainsi la confiance des investisseurs. L'absence de définition des projets verts, le manque de standardisation des contrôles externes, et, surtout, leur caractère non obligatoire, de même que la divergence dans les méthodologies de reporting, contribuent à accroître ce risque.

D'autres risques spécifiques entrent également en ligne de compte. Ainsi, les émetteurs peuvent faire face à un risque qualifié de « green default », autrement dit à ce qu'on invoque leur responsabilité juridique pour non-respect des engagements relatifs au caractère vert du projet. Enfin, les risques de crédit et de contrepartie ne doivent pas non plus être négligés. Ils sont principalement liés, d'une part, aux investissements financés qui impliquent des acteurs nouveaux ou qui touchent des domaines d'activité relativement novateurs et, d'autre part, à l'horizon de long, voire de très long, terme qui est associé à ces investissements.

## 4. Quelques considérations sur la Belgique

En Belgique, comme dans l'Union européenne, l'intérêt pour la finance durable et verte commence à se développer. On le constate notamment au travers de l'évolution récente de la législation en la matière. Par ailleurs, certaines initiatives du secteur financier ou en termes de labellisation ont également vu le jour et participent à la diffusion des produits financiers qui relèvent de cette catégorie, notamment les comptes d'épargne destinés aux particuliers et les fonds d'investissement qualifiés de durables.

### 4.1 Contexte législatif

En Belgique, la première initiative visant à promouvoir les investissements durables et verts date de 2002<sup>(1)</sup>. Elle s'est traduite par l'adoption d'une loi-programme qui prévoit l'obligation, pour les organismes de pension complémentaire pour indépendants, d'inclure dans leur rapport de gestion des informations sur la mesure dans laquelle ils prennent en compte les aspects sociaux, éthiques et environnementaux dans leur stratégie d'investissement. En 2003, une loi<sup>(2)</sup> prévoyait une mesure de transparence

(1) Moniteur belge du 31 décembre 2002.

(2) Moniteur belge du 15 mai 2003.

similaire pour les organismes de pension complémentaire dans leur ensemble.

En 2012, deux dispositions de la loi relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement<sup>(1)</sup> (visant les OPC) méritent d'être relevées. La première concerne le prospectus, qui doit préciser dans quelle mesure les aspects sociaux, éthiques et environnementaux sont pris en compte dans l'implémentation de la politique d'investissement; la seconde a trait au rapport annuel, qui doit fournir des informations sur la manière dont ces aspects ont été pris en considération.

Sur le plan des investissements controversés, la Belgique a adopté en 2006 une loi concernant le financement des armements controversés<sup>(2)</sup>. Si cette évolution législative avait fait de notre pays un pionnier au niveau mondial, la mise en œuvre de cette loi pose aujourd'hui toujours problème, la liste des entreprises qui exercent une des activités prohibées par la loi n'ayant pas été publiée<sup>(3)</sup>.

Enfin, pour être complet, on signalera qu'une proposition de résolution déposée par des députés et demandant aux autorités fédérales de renoncer aux investissements dans les combustibles fossiles est actuellement en cours de discussion au Parlement.

Au niveau européen, une directive<sup>(4)</sup> introduisant l'obligation pour les entreprises cotées occupant plus de 500 salariés d'intégrer des informations environnementales et sociales dans leurs rapports financiers a été adoptée en 2014.

Par ailleurs, une nouvelle directive (IORP II) relative aux institutions de retraite professionnelle<sup>(5)</sup> a été adoptée en 2016. Elle souligne l'importance d'une bonne gestion des risques, y compris les risques liés au changement climatique, à l'utilisation des ressources et à l'environnement, les risques sociaux, ainsi que les risques liés à la dépréciation des actifs due à l'évolution du cadre

réglementaire (actifs ensablés). Toutefois, si elle incite les IRP à améliorer leur gestion des risques environnementaux, cette directive n'intègre pas de dispositions contraignantes en la matière.

## 4.2 Initiatives privées

Si un cadre légal qui définirait et encadrerait l'investissement durable, à l'instar de ce que la France a entrepris en 2016<sup>(6)</sup>, fait encore défaut, un certain nombre de certificats et de labels relatifs au caractère durable et vert des investissements sont néanmoins disponibles en Belgique. Ils sont notamment octroyés par Forum Ethibel, une association sans but lucratif active dans la notation, le contrôle indépendant et la certification de produits financiers. Créé en 1991, le label Ethibel Pioneer est décerné à des fonds de placement qui investissent exclusivement dans les actions et obligations d'entreprises qui sont des figures de proue de leur secteur dans tous les domaines de la responsabilité sociétale des entreprises. Les fonds peuvent également inclure des obligations d'État et des obligations émises par des institutions internationales. En 2004, Forum Ethibel a lancé un deuxième label, baptisé Ethibel Excellence, pour répondre aux besoins des organismes financiers et des investisseurs. Il est décerné à des fonds qui investissent dans des entreprises qui se situent au-dessus de la moyenne de leur secteur dans tous les domaines de la responsabilité sociétale des entreprises, ou dans des obligations d'État et des obligations émises par des institutions internationales. Actuellement, six fonds du marché belge sont dotés d'un label de ce type.

À la différence des labels qui garantissent un portefeuille durable, composé sur la base de critères de sélection très stricts arrêtés par le gestionnaire des labels (en l'occurrence Forum Ethibel), les certificats garantissent à l'investisseur que les dires du gestionnaire de fonds correspondent à la réalité, à savoir qu'il respecte tous les critères extra-financiers qu'il s'impose et qui sont prédéfinis dans un cahier des charges. Le certificat ne se prononce donc pas sur la qualité intrinsèque du produit ni sur la concordance des investissements avec les normes propres du gestionnaire de label en matière d'investissement éthique ou durable. Un peu plus d'une vingtaine de produits de placement et d'épargne ont reçu ce certificat.

D'autres labels ont également vu le jour récemment. Ainsi par exemple, dans le domaine de l'économie solidaire, le label Financité et Fairfin (créé en 2014) s'intéresse à des produits qui permettent d'investir directement dans l'économie sociale, comme les parts d'une coopérative ou les obligations d'une association sans but lucratif. Il certifie, en se basant sur des critères sociétaux, que les produits

(1) Moniteur belge du 19 octobre 2012.

(2) La loi du 8 juin 2006 (Moniteur belge du 9 juin 2006) réglant des activités économiques et individuelles avec des armes, telle que modifiée par deux lois ultérieures, interdit notamment le financement d'une entreprise de droit belge ou de droit étranger dont l'activité consiste en la fabrication, l'utilisation, la réparation, l'exposition en vente, la vente, la distribution, l'importation ou l'exportation, l'entreposage ou le transport de mines antipersonnel, de sous-munitions et/ou de munitions inertes et de blindages contenant de l'uranium appauvri ou tout autre type d'uranium industriel au sens de la présente loi en vue de leur propagation.

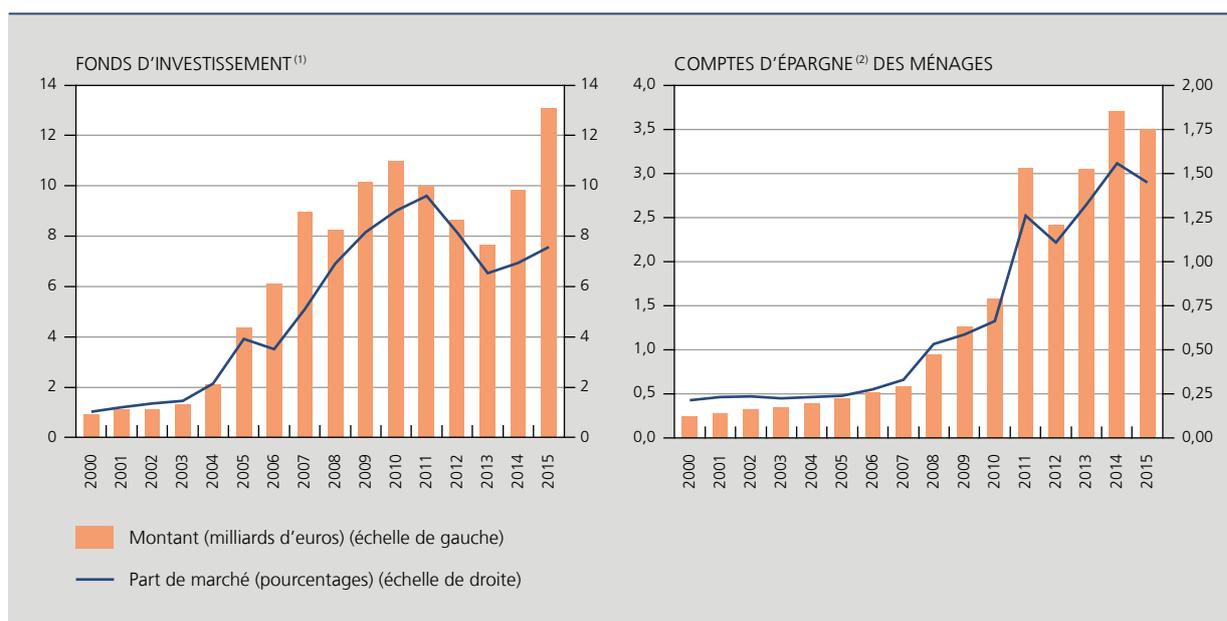
(3) La loi du 20 mars 2007 exigeait que soit publiée, au plus tard le 1<sup>er</sup> mai 2008, une liste publique des entreprises dont il a été démontré qu'elles exercent l'une des activités prohibées par la loi, des entreprises actionnaires à plus de 50 % d'une de ces entreprises et des organismes de placement collectif détenteurs d'instruments financiers d'une des entreprises précitées. Cette publication n'a toutefois pas encore eu lieu.

(4) Directive 2014/95/UE.

(5) Directive (UE) 2016/2341.

(6) Le premier label ISR (investissement socialement responsable) public a été créé en France en 2016. Il doit permettre de garantir la qualité extra-financière des produits et faciliter la diffusion de ce type d'investissements.

## GRAPHIQUE 9 INVESTISSEMENTS DURABLES ET VERTS EN BELGIQUE



Sources : Forum Ethibel, sur la base des données de la BEAMA et des institutions financières, BNB.

(1) Fonds de placement commercialisés en Belgique par des SICAV (BEL et LUX), fonds à capital garanti, fonds obligataires, etc. Part de ces fonds dans le total des fonds investis dans des OPC.

(2) Comptes d'épargne destinés à financer uniquement des projets dans les domaines de l'économie sociale ou de l'environnement. Part de ces comptes dans le patrimoine total investi sur des comptes d'épargne en Belgique.

financent des activités génératrices d'utilité sociale et/ou environnementale.

Par ailleurs, en 2013, Febelfin (Fédération belge du secteur financier) et la BEAMA (Belgian Asset Managers Association) ont harmonisé leurs définitions de ce que sont des produits financiers durables. Le fondement de cette harmonisation est la transparence concernant (1) les activités controversées, (2) la manière dont la stratégie de composition et de gestion des produits durables est mise en œuvre, ainsi que (3) le contrôle externe. Outre cette transparence, l'approche définit également quelques exigences minimales que doivent respecter les entreprises ou les autorités publiques pouvant être financées par des fonds tirés de produits financiers durables. Certaines activités sont exclues, comme le financement de l'industrie de l'armement ou le financement de projets, d'entreprises ou de pays qui violent manifestement les principes du Pacte mondial des Nations Unies.

### 4.3 Quelques données chiffrées

Sur la base des données de la BEAMA et des institutions financières, le patrimoine investi dans des fonds de placement durables en Belgique se chiffrait en 2015 à quelque 13 milliards d'euros, ce qui représente environ 7,6 % du

marché belge des fonds de placement. Ce marché était à nouveau en hausse depuis deux ans, après qu'il avait enregistré une décroissance entre 2010 et 2013.

En sus des fonds de placement, les banques proposent également des produits d'épargne solidaire et/ou durable aux particuliers. Il s'agit de comptes d'épargne dont les établissements de crédit utilisent les fonds pour financer des projets dans le domaine de l'économie sociale et solidaire ou des projets à caractère environnemental. Le montant épargné par les ménages belges dans ce type de produits atteignait 3,5 milliards d'euros en 2015, soit 1,45 % de l'encours thésaurisé sur les comptes d'épargne en Belgique.

## 5. Principaux défis et implications pour les politiques publiques

L'ensemble des éléments d'analyse présentés ci-avant mettent notamment en exergue qu'il existe deux points d'achoppement principaux auxquels les autorités publiques devraient remédier afin de développer plus largement la finance durable et verte. Il s'agit, d'une part, du manque de transparence quant aux produits financiers de cette catégorie (G20 Green Finance Study Group, 2016) et, d'autre part, de l'absence générale de prise en

considération des externalités, qu'elles soient négatives ou positives (Paris Europlace, 2016).

La définition et la mise en œuvre de standards communs constitue un préalable pour étendre et sécuriser le marché. Une meilleure standardisation du marché doit avoir pour but d'accroître la transparence pour les investisseurs, ce qui réduira le risque de réputation et les coûts de transaction. Plusieurs institutions ou États ont fixé leurs propres règles d'évaluation et de labellisation des actifs verts, mais la diversité en la matière atteste la persistance d'une grande hétérogénéité. Celle-ci est en partie due au dilemme qui subsiste entre le choix d'adopter un label souple préservant la part d'initiative et le dynamisme du marché et celui d'opter pour un label plus exigeant améliorant son intégrité et la confiance des investisseurs. L'idée d'un label volontaire plus strict en matière de définition que les labels actuels est pertinente, mais elle ne peut en pratique s'appliquer qu'à une région où la même conception du « durable » prévaut, à l'instar d'un potentiel label européen.

D'autres initiatives peuvent également contribuer à la croissance du marché de la finance durable. Le développement d'indices d'actions ou d'obligations augmente la comparabilité des produits financiers proposés et allège le coût d'accès à l'information pour les investisseurs. Par exemple, s'agissant des obligations vertes, certaines bourses (Londres, Oslo, Stockholm) ont lancé des « exchange listings » dédiés qui facilitent l'accès à l'information et favorisent l'expansion du marché secondaire.

Parallèlement à la mise en œuvre de standards communs et d'indices spécifiques d'actions ou d'obligations, il convient également de mettre en place des organes de contrôle et de surveillance des produits financiers durables afin de prévenir l'écoblanchiment. Un contrôle et une certification centralisés permettraient aussi probablement d'abaisser les coûts de labellisation et de reporting induits par ces actifs.

Une autre perspective pour les autorités publiques consisterait à imposer aux acteurs privés de prendre en compte les externalités négatives (par exemple en fixant un prix du carbone élevé) ou les risques financiers liés aux actifs susceptibles de se transformer en actifs ensablés. De telles mesures permettraient indirectement de renforcer le coût des investissements polluants et de diminuer le coût relatif des investissements durables, sans alourdir les risques pour la stabilité financière.

Parmi les pistes envisageables, les débats portent également sur la création de mécanismes incitatifs dans le cadre de la détention d'actifs durables. Ces dispositifs

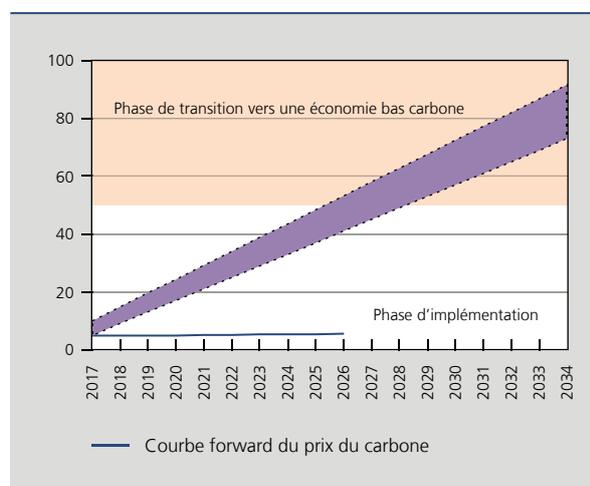
pourraient prendre la forme d'aménagements réglementaires pour la détention de titres finançant la transition énergétique, par exemple sous la forme d'un « green supporting factor » qui pourrait se traduire par une exigence moindre en mobilisation de capital pour les financements et investissements réalisés dans ces actifs, comme le propose la Fédération française des banques (2016).

Les autorités publiques, notamment les régulateurs, ont commencé à émettre des avis susceptibles de répondre à ces défis – transparence d'un côté, mécanismes incitatifs de l'autre.

Ainsi, la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) du Financial Stability Board (FSB) a recommandé une transparence basée sur quatre principes :

- la gouvernance : la TCFD préconise de révéler la gouvernance de l'entreprise sur les risques et opportunités relatifs aux changements climatiques ;
- la stratégie : la TCFD conseille de divulguer les risques et opportunités actuels et potentiels des changements climatiques sur l'organisation de l'entreprise, sa stratégie et son plan de financement. L'entreprise peut présenter l'impact de plusieurs scénarios d'évolution climatique sur ses orientations stratégiques ;
- la gestion des risques : la TCFD recommande de dévoiler les pratiques mises en œuvre pour identifier, mesurer et gérer les risques induits par les changements climatiques ;
- les mesures et objectifs : la TCFD préconise de rendre transparents les outils de mesure et les objectifs utilisés pour évaluer et gérer les risques et opportunités liés aux changements climatiques.

**GRAPHIQUE 10** COULOIR D'ÉVOLUTION DU PRIX DU CARBONE (EUROS/TONNE)



Sources : Rapport de la Commission Canfin-Grandjean, Thomson Reuters Eikon.

De plus, dans la mesure où les régulateurs doivent disposer d'une information complète sur les risques, la transparence doit s'étendre à l'ensemble du secteur financier et, en particulier, aux secteurs les plus vulnérables aux changements climatiques.

Les régulateurs peuvent compléter l'image statique issue du processus de transparence de deux manières: d'une part, en instaurant des stress tests « carbone », qui permettraient d'identifier les vulnérabilités des institutions financières aux scénarios extrêmes d'évolution en matière climatique et énergétique, et, d'autre part, en implémentant un couloir pour l'évolution future du prix du carbone.

Ce couloir indique le prix minimum du droit d'émission qui garantit l'effet dissuasif de ce mécanisme sur la pollution. Par ailleurs, un prix maximum doit aussi être mis en place pour assurer une transition fluide sans mettre en péril la stabilité du tissu économique et financier. Ce minimum et ce maximum doivent augmenter graduellement, jusqu'à atteindre la phase de transition qui devrait aboutir à terme à une économie bas carbone (en orange dans le graphique 10), au cours de laquelle le prix d'émission devient suffisamment contraignant pour forcer le changement au sein des industries polluantes. Le prix de départ peut paraître faible relativement au coût réel des émissions, mais le signal d'un prix croissant peut aussi aider à amorcer le changement. Bien entendu, ce mécanisme perd toute son efficacité s'il n'est pas mis en œuvre à l'échelle planétaire, afin d'éviter la délocalisation des industries les plus polluantes vers les pays moins stricts sur le plan environnemental.

La conciliation du fonctionnement des marchés financiers avec les objectifs sociétaux et environnementaux constitue un objectif global qui peut se décomposer en plusieurs volets: optimisation de la performance à long terme et meilleure internalisation des externalités dans la valorisation des actifs, réallocation des capitaux vers des actifs bas carbone, meilleure prise en compte des risques liés aux changements environnementaux.

Pour satisfaire à ces objectifs, les politiques publiques peuvent s'inscrire dans trois axes principaux: le développement d'opportunités dans le domaine des investissements durables et verts, l'allongement de l'horizon temporel des investisseurs et la fixation d'objectifs environnementaux.

### ***Développer les opportunités d'investissements durables***

Les politiques publiques qui s'inscrivent dans cet axe tentent d'instaurer des dispositifs incitatifs, afin d'abaisser le coût du capital pour les projets durables. La démarche

consiste notamment à identifier les projets en question, ainsi que les actifs qui les financent (crédits, obligations, actions). Dans ce cadre, le premier objectif des politiques publiques doit être de renforcer la rentabilité de ces actifs, pour les faire entrer dans l'univers d'investissement d'un grand nombre d'investisseurs, et ainsi orienter les investissements privés vers des produits financiers durables, telles les obligations vertes. Les instruments spécifiques à mettre en œuvre peuvent par exemple être le « risk sharing », qui consiste à répartir le risque entre acteurs publics et privés, ou la mise en place d'incitants tels que le « green supporting factor », évoqué précédemment.

### ***Allonger l'horizon temporel des investisseurs***

Cet axe repose sur une modification de la stratégie et du comportement des investisseurs, de façon à ce qu'ils optimisent la rentabilité de leurs actifs à long terme, et non plus à court terme. Le rôle des pouvoirs publics est de créer une demande pour ces approches de long terme en mettant en place un cadre réglementaire propice (obligations de reporting sur les risques de long terme, limitation des rémunérations basées sur la performance à court terme, etc.). L'idée sous-jacente est que si l'horizon temporel de leur prise de décision est allongé, les acteurs financiers devront nécessairement prendre en compte les nouvelles contraintes dues aux changements environnementaux, en anticipant les modifications qui affecteront certains secteurs économiques, ainsi que les contraintes politiques et réglementaires qui ne manqueront pas d'apparaître, pour tenter d'en limiter les effets.

### ***Viser un objectif environnemental dans la réglementation***

Dans la perspective de rencontrer un objectif environnemental global, des objectifs économiques explicites pourraient être fixés (part « verte », pourcentage de capitaux consacrés aux énergies renouvelables, plafonnement du financement des énergies les plus émettrices de gaz à effet de serre, etc.). Selon la structure de son système financier, chaque État pourrait choisir les modalités les plus adaptées afin de respecter les engagements pris au niveau international.

## **Conclusion**

L'intérêt croissant pour des investissements qui s'inscrivent dans un cadre durable et responsable va de pair avec un certain nombre d'évolutions récentes survenues à l'échelle mondiale. Parmi les changements substantiels, la prise en considération des modifications climatiques engendrées par l'activité industrielle figure au premier plan. Ainsi, le besoin de limiter le réchauffement et les engagements

des pays en la matière ont induit une réflexion sur l'importance de la transformation des processus productifs et de leur financement. Sur les plans de la production énergétique, des transports et de l'efficacité énergétique, notamment, des investissements massifs dans des projets verts s'imposeront dans un futur proche afin de rencontrer les objectifs climatiques. Toutefois, ces projets présentent quelques caractéristiques (horizon de long terme, utilisation de technologies nouvelles, complexité, risques afférents, rendement incertain) qui nécessitent une mutation du cadre actuel des marchés financiers.

En effet, plusieurs freins entravent l'offre de financements durables et verts. D'une part, le marché du carbone, tel qu'il existe à l'heure actuelle, s'avère peu pénalisant pour les industries polluantes et peine dès lors à prendre pleinement en compte non seulement les effets néfastes sur le climat, mais aussi les retombées positives des investissements durables et verts. D'autre part, les rendements de ces investissements ne semblent pas encore suffisamment attractifs aux yeux des investisseurs potentiels. En outre, certaines politiques économiques ou règles qui prévalent sur les marchés financiers restent inadéquates pour favoriser

une transition souple du financement de l'économie et éviter la constitution d'actifs ensablés. Ces défaillances, couplées à la relative absence de transparence, au manque de définitions partagées et au besoin de contrôler les produits financiers étiquetés comme durables, ralentissent leur développement. Le plus souvent dédiées à des projets clairement identifiés, les obligations vertes se révèlent a contrario un exemple prometteur de produit financier durable.

Afin de satisfaire la demande grandissante, l'offre de financements durables et verts devra relever un certain nombre de défis dans le cadre desquels les autorités publiques auront un grand rôle à jouer. Différents mécanismes s'offrent à elles pour canaliser les flux de financement vers des projets industriels davantage respectueux tant de l'environnement que d'autres critères sociaux, éthiques ou liés à une meilleure gouvernance. Ces dispositifs relèvent de l'incitation (détermination d'objectifs contraignants, prise en compte des externalités), de la réglementation (mise en place d'organes de contrôles, prise en considération des risques de long terme), ou encore de la transparence du marché (labellisation, création d'indices d'actions ou d'obligations).

## Bibliographie

2° Investing Initiative (2015), *Politiques publiques pour le secteur financier et transition énergétique*, juillet.

Banque de France (2016), « *Les green bonds: solution au financement de la transition ou effet de mode ?* », *Bulletin n° 208*, novembre-décembre.

Bayot B., A.Cayrol, A.Marchand et V.Verdonck (2016), « L'investissement socialement responsable en Belgique », *Rapport 2016*, Financité, décembre.

CE (2017), *Action pour le climat*. Disponible via le lien suivant : [https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/2030\\_fr](https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/2030_fr).

Climate Bonds Initiative (2017), *Green bonds highlights 2016*.

Commission Canfin-Grandjean (2016), *Mobilizing climate finance: a roadmap to finance a low-carbon economy*.

DNB (2017), « Bottlenecks in funding of green investments », *DNBulletin*, January.

Eurosif (2016), *European SRI study 2016*.

FEPEG (2017), *Statistiek elektriciteit*. Disponible via le lien suivant : <https://www.fepeg.be/statistiek-elektriciteit>.

Fédération française des banques (2016), *Réussir le financement de la transition énergétique*, septembre.

G20 Green Finance Study Group (2016), *G20 Green Finance Synthesis Report*.

Global Sustainable Investment Alliance (2016), *Global sustainable investment review*.

ICMA (2016), *Green bond principles. Voluntary process guidelines for issuing green bonds*, June.

IEA (2016), *Electricity information 2016*, Paris.

IEA et IRENA (2017), *Perspectives for the energy transition – Investment needs for a low-carbon energy system*.

IMF (2016), *Delivering on the 2030 Agenda*, Press Release 16/455, 9 October.

Ministère de l'Environnement, de l'Énergie et de la Mer (2016), *Les obligations vertes au service de la transition énergétique et écologique*, Théma, septembre.

MIRA (2016), *Duurzaam sparen en beleggen in België: actualisatie tot 2015*, december.

Mirova (2014), *Green and social bonds: what's at stake for investors?*, September.

Moore F.C. et B. Diaz Delavane (2015), *Temperature impacts on economic growth warrant stringent mitigation policy*, Nature Climate Change.

Natixis (2017), « Poussée d'énergie sur le marché des Green bonds », *Market insights*, février.

OECD et Bloomberg Philanthropies (2015), « Green bonds – Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition », *Policy perspectives*, December.

OECD (2017), « Green financing: Challenges and opportunities in the transition to a clean and climate-resilient economy », *Financial Market Trends*, Vol. 2.

Paris Europlace (2016), *Initiative finance verte et durable de la place de Paris*.

SEO Economisch Onderzoek (2009), *De kapitaalmarkt voor duurzame projecten*, Amsterdam.

Shishlov I., R. Morel et I. Cochran (2016), *Beyond transparency: unlocking the full potential of green bonds*, Institute for climate economics, June.

Task Force on Climate-related Financial Disclosures du Financial Stability Board (2016), *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*.

Trends (2017), *Les «green bonds»: plus qu'un effet de mode*, 6 avril.