

# Comment interpréter la finance verte ?

En dépit d'incontestables succès de niche, le concept de finance verte présente plusieurs zones de flou et incohérences qui soulignent les tensions avec les règles de fonctionnement du capitalisme financier et amènent à relativiser son potentiel de transformation de l'économie et de la société. Cependant, l'interaction entre le développement de la finance verte, les pressions de la société civile (qui font évoluer les valeurs de la société et instaurent de nouvelles normes), ainsi que les politiques réglementaires et fiscales (qui valident ces évolutions), peut soutenir la dynamique de transformation verte. La finance verte y contribue dans trois domaines : la mesure et la communication des impacts ; la standardisation des approches, des critères et des instruments ; la normalisation progressive de nouveaux principes d'investissement. Mais la fiscalité et la réglementation jouent aussi un rôle déterminant pour ancrer ces changements et créer les incitations adéquates.

*Beyond its indisputable success as a financial niche, the concept of "green finance" exhibits several inconsistencies that reflect tensions with the current rules of financial capitalism and question the potential of green finance to engineer and sustain societal change. However, the interaction between the development of green finance, the pressures from civil society (that underlie changes in societal values), and the validation through tax and regulatory policies, holds a real potential for green transformation. Green finance brings a threefold contribution through that interaction: measure and communication of impacts; standardization of approaches, criteria and instruments; progressive normalization of green investment principles. Yet, taxation and regulation play a crucial role in validating these evolutions and introducing supportive incentives.*



## Pierre Jacquet

**Président du Global Development Network  
et Professeur à l'École des Ponts ParisTech**

Ingénieur des ponts, des eaux et des forêts (IPEF 1981), Pierre Jacquet est actuellement président du *Global Development Network* (GDN), une organisation internationale dont la mission est de renforcer les capacités de recherche en sciences sociales dans les pays en développement. Il est également membre du Cercle des Economistes et *non-resident fellow* du *Center for Global Development* (CGD, Washington).

Auparavant, il était chef économiste et directeur exécutif en charge de la stratégie à l'Agence française de développement (AFD), après avoir été directeur-adjoint de l'Institut français des relations internationales (IFRI).

Professeur à l'École des Ponts ParisTech depuis 1994, il y a été directeur du département Sciences économiques, gestion, finance. Depuis 2013, il y donne un cours de politique économique aux élèves-ingénieurs.

DANS une acception large, la finance verte se définit comme la mobilisation et l'utilisation de financements pour des projets à impact favorable à l'environnement (qu'il s'agisse d'impact sur le climat, la pollution, la biodiversité, etc.). À la lecture de la presse courante et spécialisée, on ne peut que constater l'engouement réel autour des innovations financières destinées à faciliter le financement des projets « verts ». Les chiffres sont éloquentes. Par exemple, le volume des obligations vertes (*Green Bonds*), nées avec la première émission de la Banque mondiale en 2008, a dépassé 260 milliards de dollars en 2019, en augmentation de 40% sur 2018, alors qu'il n'atteignait pas 2 milliards en 2011. Le marché se structure, avec des efforts marqués dans l'harmonisation des taxonomies (qu'est-ce qui est « vert » ?), de la mesure des impacts et des pratiques de suivi et de contrôle.

Une obligation verte, c'est aussi la combinaison d'une méthode de sélection de projets, de mobilisation d'une seconde opinion et d'une documentation des impacts. Dès l'origine, la finance verte dépasse de loin les horizons étroitement financiers. C'est d'abord une façon de mettre en relation des investisseurs et des opportunités encore peu précisément identifiées. C'est un processus puissant d'identification non seulement de ces investisseurs particuliers (au moins au départ), soucieux de rechercher un impact spécifique en matière environnementale, mais aussi de projets verts. Cette identification, confirmée par des études d'impact, est une forme de coopération essentielle entre les investisseurs, les financiers et les scientifiques. Selon la Banque mondiale (2019), l'une des innovations des obligations vertes a été le travail préalable à la première émission pour mobiliser les compétences scientifiques de l'institut de recherche sur le climat d'Oslo (*Centre for International Climate Research* ou CICERO). On ne saurait minimiser l'importance de ce travail d'identification : sans lui, les contours de l'action possible restent flous et cette dernière n'est donc pas facilement financée.

Mais s'il y a une « finance verte », c'est aussi qu'il y a une finance « non verte ». En 2019, les émissions d'obligations vertes représentent,

d'après *Moody's Financial Services*, 4,5% du total des émissions d'obligations. De loin, l'essentiel de la finance reste donc « non vert ». Nous allons donc nous demander dans quelle mesure la finance verte est autre chose qu'une niche dynamique et potentiellement profitable pour ses acteurs. Nous reviendrons d'abord sur un certain nombre d'incohérences du concept, avant de montrer que la finance verte peut aussi s'analyser comme l'un des maillons d'une dynamique de transition vers une économie plus « verte » — pour autant que la politique publique fournisse un cadre favorable à cette transition.

### Zones de flou et incohérences

La finance est à la base un processus d'allocation des ressources qui met en relation des détenteurs (investisseurs) et des utilisateurs (emprunteurs) de ressources financières. Lui adjoindre un qualificatif — vert, bleu, brun, durable, de développement, etc. — peut dès lors prendre trois significations : l'investisseur peut rechercher un impact spécifique ; l'emprunteur peut rechercher des ressources pour des besoins spécifiques ; ou les structures et instruments intermédiaires, s'il y en a, peuvent être spécifiques.

Le concept de « finance verte » va cependant au-delà : il nourrit une ambition sociétale, celle de la composante environnementale du « développement durable », dans laquelle l'ensemble des comportements de production, de consommation et d'échange reflètent un compromis socialement (et scientifiquement) acceptable entre le dynamisme économique, le bien-être social et la protection de l'environnement. Or, séparer la dimension « verte » des autres dimensions représente une première incohérence de ce projet. Cette séparation néglige en effet les tensions potentielles entre la dimension verte et la dimension sociale. La mobilisation des « gilets jaunes » en France à la fin de l'année 2019 montre que ces tensions ne peuvent être ignorées. On pourrait avoir ainsi des financements verts mais non socialement responsables. On peut donc se demander s'il ne faudrait pas préférer une approche intégrée de « financement

durable ». Nous ignorons ici ce questionnement pour retenir une définition du qualificatif « vert » qui inclut la dimension sociale.

Au terme — peut être très théorique — de l'ambition sociétale, il ne devrait plus y avoir de finance autre que « verte » ou durable, tant en termes d'objectifs d'investisseurs, de besoins des emprunteurs, d'instruments et d'acteurs de l'intermédiation. Le qualificatif « vert » deviendrait alors redondant. Cette convergence entre détenteurs de ressources, utilisateurs et instruments existe déjà dans certains domaines de la finance, comme la philanthropie ou le financement du développement. La « philanthropie verte » est une approche cohérente, par exemple, du fait de l'alignement et du caractère exclusif, ou en tout cas non négociable, des objectifs.

En revanche, ce que l'on appelle « finance verte » ne présente ni ce même alignement, ni cette exclusivité. Un emprunteur « vert » peut se financer auprès d'investisseurs non-verts, et les investisseurs verts peuvent financer des emprunteurs qui ne le sont pas toujours et recherchent en général une rentabilité de l'investissement équivalente à celle d'autres usages. Malgré les critiques qu'il a souvent suscitées, l'article de Milton Friedman sur la responsabilité sociale de l'entreprise (Friedman, 1970) est un point de départ utile et réaliste pour l'analyse, non pas pour quelque dimension normative, mais pour la description fidèle qu'il donne des fondements du capitalisme financier. Il reste pertinent pour appréhender la problématique actuelle de verdissement du capitalisme. Friedman rend explicite le problème d'agence qui touche à l'organisation des entreprises et au mandat des dirigeants : ils ont pour responsabilité d'agir au nom des propriétaires. Par ailleurs, dans le modèle néoclassique de l'économie, l'entreprise contribue au bien-être social en créant notamment de la richesse et des emplois. Certes, du fait de multiples « défaillances », les marchés conduisent à des situations souvent inefficaces et socialement indésirables, mais c'est alors aux gouvernements d'assumer la responsabilité sociale et environnementale et de corriger ces défaillances, en définissant, fixant, adaptant et faisant respecter normes et obliga-

tions fiscales, en ligne avec les préférences collectives et les impératifs éthiques, sociaux et environnementaux. À cet égard, le système des prix est un élément central des choix d'investissements et de financement. Il est illusoire de croire que la transition énergétique peut être portée par la finance verte et par les marchés tant que le carbone n'est pas suffisamment taxé. Un prix du carbone suffisamment élevé « verdrait » immédiatement les calculs de rentabilité.

On a donc là une division claire du travail : aux entreprises de créer et maximiser la « richesse » dans le cadre légal et réglementaire ainsi fixé ; au gouvernement de définir ce cadre, notamment fiscal, et de fixer le socle d'exigences sociales et environnementales qui détermine les conditions d'exercice du mandat donné par les actionnaires aux dirigeants. Ce cadre peut introduire le respect d'obligations sociales et environnementales, comme l'a fait par exemple la loi PACTE en France avec la création de la « société à mission ».

Le souci d'orientation « verte » s'analyse assez bien dans ce contexte conceptuel. Les entreprises et les investisseurs peuvent d'eux-mêmes « verdier » le cadre existant au-delà des obligations qu'il impose. Une première interprétation est que ce verdissement relève alors de la caractérisation sémantique d'activités qui améliorent de toute façon la rentabilité présente et future, notamment sous la pression de clients et tierces parties qui demandent à voir une contribution « verte ». Par exemple, les entreprises sont de plus en plus soumises à la pression de la société civile – ONG, réseaux sociaux – qui affecte les conditions de rentabilité. Il n'y a pas nécessairement d'arbitrage entre impact vert et rentabilité financière et le travail d'identification de projets mentionnés plus haut montre que la finance verte apporte une contribution très utile en la matière. Une autre interprétation est que les entreprises et les investisseurs perçoivent de mieux en mieux les risques de moyen et long terme associés à des produits « non verts » : le risque climatique, par exemple, est de nature à affecter la rentabilité d'investissements, par exemple en infrastructure, et se retrouve de ce fait, une fois mieux compris et analysé, dans les stratégies de rentabilité.

Mais au-delà, dès lors qu'il peut y avoir arbitrage entre choix d'investissements verts et profits dans un contexte réglementaire donné, le choix vert implique de sortir de la logique du capitalisme financier. Cela se produira pour des actionnaires ou investisseurs philanthropes, ou en partie philanthropes, prêts à renoncer à une partie de la rentabilité pour favoriser des impacts « verts ». De tels actionnaires et investisseurs existent, mais il semble *a priori* illusoire de penser que tous finiront spontanément par leur ressembler. Cependant, la déclaration de 181 dirigeants de grandes entreprises de la *Business Roundtable* américaine<sup>1</sup>, de même que celle du Forum économique mondial de Davos en janvier 2020, qui appellent à l'abandon de la logique purement actionnariale du capitalisme, suggèrent que le cadre réglementaire actuel du capitalisme n'est en phase ni avec les revendications de la société civile, ni avec la perception des investisseurs et des entreprises.

Ces observations trouvent un écho dans les débats actuels sur la « valeur » de l'obligation de résultats « verts » dans les opérations de finance verte (parfois appelée le « *greenium* »). Certains auteurs (Ekeland et Lefournier, 2019) insistent sur son caractère non juridiquement contraignant, qui suggère que la valeur est nulle et critiquent les méthodologies des évaluations et comparaisons existantes – qui, au demeurant, ne permettent pas de conclure à une valorisation de marché clairement positive<sup>2</sup>. Sur ce point, une expérience potentiellement intéressante est envisagée au Danemark. Le gouvernement souhaite y émettre des obligations vertes (*Danmarks Nationalbank* 2020). Mais, compte tenu de sa taille et de l'étroitesse du marché, il craint aussi que cette émission diminue les émissions de dette plus traditionnelles, en affectent donc la liquidité de marché et rendent ces émissions plus coûteuses. Une solution innovante et susceptible de fournir des informations sur le *greenium* est à l'étude : faisant l'hypothèse d'un *greenium* positif, la Banque centrale du Danemark propose en quelque sorte de considérer explicitement toute obligation verte comme la combinaison d'une obligation « normale » et d'un « certificat vert » (engagement d'utiliser un volume financier équivalent sur des projets verts), les deux étant émis ensemble pour satis-

1. Voir Business Roundtable, 2019. Cette déclaration affirme le « rôle essentiel que les entreprises peuvent jouer dans l'amélioration de la société lorsque les PDG s'engagent fermement à servir les intérêts de toutes les parties prenantes ». C'est un écart très notable par rapport à l'exclusivité du mandat de l'actionnaire. Les implications pratiques restent cependant à définir.

2. On peut cependant noter que le risque juridique n'est pas nul : l'entreprise Samsung a par exemple été mise en examen en avril 2019 pour pratiques commerciales ne respectant pas ses engagements éthiques, suite à une plainte d'ONG.

3. Il existe par ailleurs, et ce n'est pas comparable, des « certificats verts » installés par la réglementation européenne pour encourager la production d'énergies renouvelables, qui garantissent l'origine verte de la production de kilowattheures électriques. Ces derniers s'échangent sur le marché avec une valeur positive, du fait de l'existence de quotas.

faire la demande d'investisseurs en obligations vertes, mais pouvant ensuite être séparés et échangés sur les marchés. Or, ces certificats verts seraient un produit financier bien particulier : il s'agirait d'obligations à coupon zéro, remboursables en fin de vie à la valeur zéro. Seule leur contrepartie, à savoir l'engagement d'investissement vert, pourrait avoir de la valeur. Ces certificats pourraient par exemple intéresser des organisations susceptibles d'accorder de la valeur à l'image attachée à l'impact, comme les philanthropes. Encore faut-il que la valeur de marché de ces certificats soit non nulle<sup>3</sup>. Il sera intéressant de suivre de près cette expérience si elle se matérialise. Elle pourrait cependant affaiblir le potentiel transformateur de la finance verte, en donnant la possibilité de « verdir » tout investissement brun par l'achat de certificats verts : un peu comme la vertu climatique qui peut s'acquérir ou se montrer en achetant suffisamment de certificats d'émission.

### Catalyseur d'une transition ?

Le défi du développement durable relève d'une transition sociétale majeure, concernant tous les comportements de production, de consommation, d'échange, marchands et non marchands. Au cœur de cette transition, c'est le système de valeurs de nos sociétés qui est en jeu : valeurs marchandes, bien sûr, mais bien au-delà, valeurs au sens d'adhésion à une éthique profonde, bien résumée par l'anthropologue Philippe Descola (Truong, 2020) lorsqu'il parle de la Terre comme d'une « maison commune ». Cette éthique est celle des interactions entre les êtres humains et la nature, qui peu à peu sont apparues comme déterminantes, mais qui sont encore insuffisamment comprises aussi bien scientifiquement que socialement, et dont les dimensions imbriquées relèvent d'une complexité non réductible à des positions dogmatiques ou manichéennes. On peut mentionner à cet égard, à titre d'exemple, le statut incertain de l'énergie nucléaire : d'une part, elle est en général mal connue et mal comprise, puisque certains continuent de penser qu'elle émet des gaz à effet de serre ; d'autre part, et surtout, elle met en jeu un arbitrage entre un risque de sécurité physique (risque minime de catastrophe

de grande ampleur) et intergénérationnelle (traitement des déchets) et une contribution essentielle à un bilan énergétique efficace et respectueux du climat. Cet arbitrage n'est pas essentiellement financier et ce ne sont pas des instruments financiers qui vont le résoudre. La finance verte intervient donc, de fait, en aval d'arbitrages qui relèvent de choix sociaux fondamentaux. La plupart de ces arbitrages restent à comprendre et à formuler, parce qu'ils relèvent soit d'insuffisances de connaissances, soit de pratiques et d'habitudes jamais remises en question, soit encore de débats mettant en jeu des considérations scientifiques, économiques, sociales et politiques dont le mouvement des gilets jaunes en France a montré la réalité et la diversité. Même les investisseurs financiers verts les mieux intentionnés n'ont pas la légitimité pour en décider.

Un regard purement statique sur la finance verte conduirait à la conclusion qu'elle répond aux objectifs et aux systèmes de valeur ambiants, servis par les marchés financiers à un moment donné. Avec une telle approche, la finance verte est une niche, potentiellement rentable et source d'innovation, mais elle n'est pas à la hauteur des défis. Le regard change si l'on prend en compte la dynamique de transition : la finance verte mobilise les efforts pour identifier des investissements de types nouveaux, pour mesurer des impacts bien au-delà de la rentabilité financière, pour standardiser les approches et faciliter ces investissements. Ces efforts sont consubstantiels d'une évolution du capitalisme marchand : non pas que ses principes fondateurs soient remis en cause ou doivent l'être, mais le système de valeurs qui le sous-tend évolue pour inclure des objets auparavant ignorés.

Cela suggère que c'est l'interaction entre le développement de la finance verte, la société civile (qui joue un rôle déterminant dans l'évolution du système de valeurs) et le gouvernement (qui taxe et réglemente) qui peut fonder la transformation verte. La finance verte y contribue dans trois domaines : l'obligation d'observer, mesurer et rendre des comptes, la standardisation et la généralisation. Le premier domaine répond à une pression sociale accrue, notamment

entretenu par les ONG et les réseaux sociaux. De plus en plus d'entreprises et d'investisseurs publient un rapport de leur impact sur le climat. Les approches restent trop diverses, les critères flous, multiples et souvent peu vérifiables, d'autant plus que tout ceci peut être détourné au profit de comportements de « verdissement » purement cosmétiques (le « *greenwashing* »). Mais c'est une base à partir de laquelle un système plus robuste et harmonisé peut progressivement voir le jour, pour peu que les autorités réglementaires s'en saisissent. Le développement du marché y invite d'ailleurs, car les investisseurs ont besoin que cette information leur parvienne de façon codifiée, vérifiable et opposable. On observe un développement de normes certes volontaires, mais qui traduisent ce souci de standardisation et de normalisation. L'adhésion à ces principes devient aussi une sorte d'obligation de fait. Par exemple, les principes environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) s'imposent de plus en plus comme norme d'investissement. C'est notamment le cas en ce qui concerne les financements internationaux. *The Economist* (2020) indique que près de 500 nouveaux fonds ESG ont vu le jour en 2019. Les débats en cours sur le financement, par exemple, de l'initiative chinoise des routes de la soie (*Belt Road Initiative* ou BRI) en fournissent un témoignage éloquent. La Chine commence en effet à faire face à des difficultés de financement sur les marchés internationaux et applique à ses obligations vertes des critères qui ne sont pas assez exigeants pour être re-

connus par la communauté internationale. Des évolutions sont cependant perceptibles : fin mai 2019, la Banque centrale de Chine a en effet cessé le financement de projets à « charbon propre » à travers ses émissions d'obligations vertes, ce qui rapproche la réglementation chinoise des exigences internationales.

Mais le système de valeurs évolue aussi avec les politiques publiques. Les autorités réglementaires, notamment les banques centrales, peuvent jouer un rôle déterminant en renforçant la crédibilité des standards, en les validant par la réglementation formelle, voire en liant le respect des principes de développement durable à des avantages financiers. Dans l'Union européenne, plusieurs autorités de réglementation bancaire (dont la France) imposent ou vont imposer des tests de résilience au climat (*climate stress tests*) aux banques et aux compagnies d'assurance qui accroissent de fait le coût des investissements bruns plus risqués. De même, l'exigence de communication extra-financière s'est considérablement développée, même si les approches restent disparates et les données encore fragiles. Le mouvement est engagé. Mais il y a un domaine essentiel pour l'avenir de la finance verte : le prix du carbone. Tant que le coût des émissions de gaz à effet de serre n'est pas pris en compte dans le système des valeurs marchandes, il est vain d'espérer que la finance verte pourra quitter la niche, devenir la norme et financer la transition énergétique.

## Bibliographie

BANQUE MONDIALE, 2019. 10 ans d'obligations vertes, ou comment ancrer le développement durable sur les marchés financiers. *Site web de la Banque mondiale* [en ligne]. Mis en ligne le 18 mars 2019. Disponible sur : <https://www.banquemondiale.org/fr/news/immersive-story/2019/03/18/10-years-of-green-bonds-creating-the-blueprint-for-sustainability-across-capital-markets> (consulté le 20.06.2020).

BUSINESS ROUNDTABLE, 2019. *Business Roundtable redefines the purpose of a corporation to promote 'an economy that serves all Americans'* [en ligne] Business Roundtable. Publié le 29 août 2019. Disponible sur : <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans> (consulté le 20.06.2020).

DANMARKS NATIONALBANK, 2020. Green Issuance. *Site web de Danmarks Nationalbank*. Mis en ligne le 27 mai 2020. Disponible sur : <https://www.nationalbanken.dk/en/governmentdebt/IR/Pages/Model-for-sovereign-green-bonds.aspx> (consulté le 20.06.2020).

EKELAND, Ivar et LEFOURNIER, Julien, 2019. *L'obligation verte : homéopathie ou incantation*. Working paper. Document non publié, disponible sur : [http://www.chair-energy-prosperity.org/wp-content/uploads/2019/06/publication2019\\_obligation-verte\\_ekeland-fourmier.pdf](http://www.chair-energy-prosperity.org/wp-content/uploads/2019/06/publication2019_obligation-verte_ekeland-fourmier.pdf) (consulté le 20.06.2020).

FRIEDMAN, Milton, 1970. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*. Republié sous le même titre in : ZIMMERLI, Walther Ch., HOLZINGER, Markus et RICHTER, Klaus (éd). *Corporate Ethics and Corporate Governance*. Berlin, Heidelberg : Springer, p. 173-178.

TRUONG, Nicolas, 2020. Philippe Descola : « Nous sommes devenus des virus pour la planète ». *Le Monde* [en ligne]. Mis en ligne le 20 mai 2020. Disponible sur : [https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/05/20/philippe-descola-nous-sommes-devenus-des-virus-pour-la-planete\\_6040207\\_3232.html](https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/05/20/philippe-descola-nous-sommes-devenus-des-virus-pour-la-planete_6040207_3232.html) (consulté le 20.06.2020).