

> ACTUALITÉ

LA FINANCE VERTE TIENT-ELLE SES PROMESSES ?

Par Julien Lefournier, coauteur de *L'Illusion de la finance verte* (*)

La transition énergétique est un sujet complexe, mais s'agissant de la finance verte, censée la favoriser, on peut apporter quelques éclaircissements. Le but de la transition consiste à diminuer les actifs bruns, ou à les dé-carboner, au profit des actifs verts, car ajouter du vert au brun ne fait pas baisser les émissions de gaz à effet de serre. Pour respecter la contrainte représentée par le budget carbone restant disponible, le plus important est de fermer le robinet brun, sachant le délai imparti d'environ dix ans sur la base des émissions actuelles et l'absence de technologies crédibles et disponibles à moyen terme permettant de capturer le carbone. Ajouter des énergies renouvelables à la consommation existante d'énergies fossiles ne fait qu'accroître le problème.

La finance verte pourrait avoir sa place dans ce processus, à condition de réallouer dynamiquement l'épargne des actifs bruns vers les actifs que l'on veut développer. L'ordre de grandeur des investissements supplémentaires à réaliser pour atteindre les objectifs climatiques nationaux se situe autour de 100 à 150 milliards d'euros par an jusqu'en 2050.

INJONCTIONS CONTRADICTOIRES

Pour engendrer cette réallocation, il faut augmenter l'attrait relatif des titres verts par rapport aux titres bruns, c'est-à-dire augmenter leur rendement ajusté du risque pour les investisseurs. Mais pour accélérer la transition, il faut aussi inciter les entrepreneurs de projets verts, c'est-

à-dire baisser le coût du capital qui leur est alloué. Sachant que le coût du capital est la rentabilité demandée par l'investisseur, on débouche sur une impasse paradoxale de type *double-bind* : comment augmenter et baisser en même temps un paramètre unique ?

NO FREE LUNCH : LE SURCÔÛ VERT

Il y a bien un surcoût à payer pour produire proprement ce que l'on produisait auparavant sans préserver les capitaux naturel et humain. Ceux qui achètent du café équitable le savent : ils acceptent de le payer en moyenne 30 % plus cher. Il n'y a pas de martingale qui permette de payer le même prix et d'obtenir un bénéfice (ici social) supplémentaire.

Les chefs d'entreprise le disent, du président du Medef, Geoffroy Roux de Bézieux - « *Produire plus vert est plus onéreux, sinon nous l'aurions fait depuis longtemps. Nous sommes toujours à la recherche d'économies de production (...) Comment repasse-t-on cela dans la chaîne de valeur ? Les Français souhaitent tous consommer plus vert, mais ils ne veulent pas en payer le prix* » (1) - à ces 150 entrepreneurs français du textile qui, constatant que leur engagement environnemental les défavorise face à la concurrence, ont demandé une loi obligeant toutes les marques à payer les coûts environnementaux pour remédier à cette « prime au vice » (2).

Les financiers, eux aussi, le reconnaissent : « *La difficulté actuelle des entreprises n'est pas de trouver des fonds privés pour financer leurs projets verts, mais d'être en mesure que ces projets*

soient suffisamment rentables et justifient financièrement les moyens engagés par l'entreprise », lit-on ainsi dans « Faire de la place financière de Paris une référence pour la transition climatique : un cadre d'actions », dit rapport Perrier, de mars 2022.

MAXIMISATION ET RESPONSABILITÉ FIDUCIAIRE

Les trésoriers cherchent à minimiser le coût de financement et savent négocier une diminution de taux en contrepartie d'une baisse du risque, par exemple en octroyant une garantie ad hoc. L'investisseur a une position symétrique : il maximise le rendement ajusté du risque. Une bonne partie de la vie et de la complexité des marchés financiers réside dans l'évaluation de ce risque et dans l'arbitrage entre risque et rendement des titres financiers.

Pour les acteurs qui gèrent pour autrui, soit l'essentiel des investisseurs institutionnels, cette maximisation est une obligation qui engage leur responsabilité fiduciaire, responsabilité qui vaut aussi pour les investisseurs dits responsables. Leur préférence pour la soutenabilité est toujours subordonnée à la performance financière, ce qui vide cette soutenabilité de sa substance.

Ainsi, PGGM, le deuxième plus gros fonds de pension néerlandais, ex-

Les opinions exprimées dans cet article n'engagent que son auteur et ne sauraient refléter la position de l'AFTE.

plique que « *la contribution au bien collectif se fait en sacrifiant une partie du bien individuel. Cela se traduit par une réduction de la pension de retraite des bénéficiaires afin de contribuer à un monde durable (...)* Cette option ne relève pas du mandat des gestionnaires de fonds de pension » (3). PGGM confirme bien là son impuissance : son mandat et les incitations produites par le système vont à contresens de ce qui serait nécessaire.

De son côté, BlackRock, le géant mondial de la gestion d'actifs et de l'investissement ESG a cru bon, pour se défendre du fait de ne pas boycotter l'industrie du gaz et du pétrole, de rappeler qu'il respectait la responsabilité fiduciaire : « *Our investment decisions are governed strictly by our fiduciary duty to clients, and that duty requires us to prioritize our clients' financial interests above any commitments or pledges not required by law* » (4). Les intérêts financiers de ceux qui ont confié un patrimoine financier à BlackRock n'ont aucune raison de coïncider avec l'ardente nécessité de lutter contre le réchauffement climatique ou de préserver la biodiversité. D'ailleurs, le géant américain a rappelé à cette même occasion qu'il a investi 170 milliards de dollars dans des sociétés américaines de l'énergie, dont beaucoup, comme Exxon et Chevron, sont détenues dans ses fonds ESG.

L'ÉLÉPHANT DANS LA PIÈCE

« *La finance sera verte ou ne sera pas* », avait déclaré Bruno Le Maire, alors ministre de l'Économie, des Finances et de la Relance, en mars 2021. Avec raison : la finance est un tout, un système où des acteurs sophistiqués arbitrent en permanence tout ce qui peut l'être. Quand des fonds se montent pour racheter les titres vendus par ceux qui désinvestissent pour des motifs extrafinanciers, le résultat est une dépendance inchangée à l'égard des actifs carbonés. Le *double-bind* concerne également les bilans des acteurs financiers : le statu quo du *business*

as usual conduit à des risques physiques extrêmes tandis que la décarbonation crée un risque de transition très élevé. « *Près des deux tiers des revenus que les banques tirent de leur clientèle de sociétés non financières proviennent de secteurs à fortes émissions de gaz à effet de serre* », constatait la Banque centrale européenne en juillet 2022.

L'éléphant dans la petite pièce de la finance verte, c'est qu'elle ne prend aucune part du surcoût vert évoqué précédemment. Pourtant, pour le rapport Perrier, « *l'actionnaire-épargnant est l'autre acteur pouvant supporter une part du coût de la transition, par une diminution de la rentabilité du capital. Il semble en effet logique, à partir du moment où on intègre l'externalité carbone, que cela se traduise par une moindre rentabilité du capital.* »

L'État, de son côté, assume une part de l'effort nécessaire à la transition. Il n'y aurait pas d'énergies renouvelables intermittentes sans les dizaines de milliards d'euros d'argent public investis pour soutenir leur développement, notamment à travers des prix d'achat garantis. Mais l'État ne peut pas prendre à sa charge la totalité du surcoût de la décarbonation et assurer aux investisseurs la rentabilité qu'ils demandent.

L'OBLIGATION VERTE, UN CAS D'ÉCOLE

L'obligation verte est le vaisseau amiral de la finance verte. Toutefois, elle ne mérite pas son nom car leur responsabilité fiduciaire ne permet pas aux investisseurs de lui donner un autre prix que celui dicté par la qualité du crédit de l'emprunteur. Qu'elle émette une obligation verte ou une obligation traditionnelle, la capacité de remboursement de l'entreprise est la même et les porteurs obligataires en demanderont le même rendement. (5)

Les acteurs de *Finance for Tomorrow* (Paris Europlace) se sont récemment mis d'accord pour définir la finance à impact comme une stratégie de financement visant à accé-

léner la transition en apportant une preuve de ses effets bénéfiques et en s'appuyant sur trois piliers : l'intentionnalité, l'additionnalité et la mesure de l'impact. L'additionnalité répond à la question « Si l'actif n'avait pas été financé par cet investisseur en particulier, quelle serait la différence ? ». Tout ce qui est financé avec une obligation verte pouvant l'être par une obligation traditionnelle, et au même coût pour l'emprunteur, on conclut que l'obligation verte n'a pas d'impact (elle ne fournit aucune incitation financière pour lancer un projet vert). Cette inutilité est la négation même du concept de finance verte qui vise à modifier le coût du capital des acteurs économiques en fonction des trajectoires climatiques.

Il n'y a pas d'argent vert. Ce n'est pas l'obligation verte qui fait le projet vert mais le projet vert qui fait l'obligation verte (qui à son tour fait le fonds vert). Le lien de causalité est inversé quand on entend dire que telle émission verte représenterait la « contribution » de l'entreprise à la finance verte. C'est un contresens : la contribution de l'entreprise, c'est justement le projet vert qu'elle entreprend. À l'inverse, cette finance verte ne lui offre en retour aucune contrepartie tangible (mais quelques frais supplémentaires...). ■

(* *L'illusion de la finance verte*, Alain Grandjean, Julien Lefournier, Les Editions de l'atelier, 243 pages.

(1) Club de l'économie du *Monde*, avril 2022.

(2) « Nous, marques textiles, demandons à être plus régulées », tribune publiée dans *Le Monde* du 7 juillet 2021.

(3) « PGGM : le point de vue d'un gestionnaire de fonds de pension sur l'accélération de la finance durable », *Revue de la stabilité financière*, juin 2019, p. 75-81.

(4) « Setting the Record Straight on Energy Investing », site web BlackRock.

(5) « *L'obligation verte: la théorie contre la réalité* », Ivar Ekeland, Julien Lefournier, disponible sur le site de la chaire Énergie et Prospérité.