



Compte-rendu d'événement

Séminaire financement de la transition énergétique
Compte rendu de la séance du 29 juin 2021

Régulations & innovations financières pour le financement de
la transition écologique

Les produits de financement verts

La Chaire Énergie et Prospérité

La Chaire Énergie et Prospérité a été créée en 2015 pour éclairer les décisions des acteurs publics et privés dans le pilotage de la transition énergétique. Les travaux de recherche conduits s'attachent aux impacts de la transition énergétique sur les économies (croissance, emploi, dette), sur les secteurs d'activité (transport, construction, production d'énergie, finance) et aux modes de financement associés. Hébergée par la Fondation du Risque, la chaire bénéficie du soutien de l'ADEME, de la Caisse des Dépôts, d'Engie et de Renault.

Le séminaire Financement de la transition énergétique

Depuis fin 2016, la Chaire Énergie et Prospérité organise un Séminaire consacré au financement de la transition énergétique. Cette initiative s'inscrit dans la continuité de l'accord de Paris, issu de la Cop21 et des initiatives législatives françaises (art. 173 de la loi de transition énergétique), ayant placé la France à l'avant garde en termes de mobilisation du secteur financier pour le financement de la transition énergétique vers une économie bas carbone. Le séminaire est organisé par Jézabel Couppey-Soubeyran (Université Paris 1, Institut Veblen) Dominique Plihon (Université Sorbonne Paris Nord, CNRS) et Sandra Rigot (Université Sorbonne Paris Nord, CNRS).

Retrouvez toutes les présentations réalisées lors du séminaire et les comptes rendus sur le site de la Chaire Énergie et Prospérité.

<http://bit.ly/2FKb3aF>

Le verdissement des financements dans le cadre de la transition écologique

Dans le cadre du troisième axe de recherche de la Chaire portant sur la régulation financière et les financements innovants, cet atelier organisé par la Chaire à la demande de ses partenaires visait à approfondir la question des financements verts. L'atelier a été coordonné et animé par Jeazabel-Coupepy Soubeyran et Dominique Plihon.

Cinq présentations ont eu lieu :

- **Fabienne JOUGLEUX et Yann CHAZAL de la Direction de la Recherche du Groupe Renault** ont tout d'abord présenté les transformations du secteur de l'automobile dans le cadre de la transition écologique. Leur participation visait plus spécifiquement à se questionner sur les opportunités liées au verdissement de la finance pour le financement de l'un de leur projet encore en gestation ;
- Plus de trois ans après la participation de la SNCF au premier séminaire organisé par la Chaire sur les greens bonds, **Guillaume HINTZY, Directeur des financements et de la trésorerie du groupe SNCF** a ensuite présenté un panorama global de la finance durable, ses enjeux et comment son groupe se place sur le sujet ;
- **Tanguy CLAQUIN, responsable de la finance durable de CACIB, banque d'investissement du Groupe Crédit Agricole**, a présenté la stratégie climatique de son Groupe, notamment leurs engagements pris en juin 2019 dans le cadre de leur plan à moyen terme 2022 ;
- **Julien LEFOURNIER, auteur du livre « L'illusion de la finance verte » (2021) avec Alain Grandjean**, a ensuite apporté un regard critique sur la finance verte ;
- Pour finir, **Nathalie LAYANY, Directrice de la politique durable de la Caisse des dépôts**, a présenté les grandes orientations de la politique climat de son groupe, sa vision des enjeux entourant la question climatique, puis a lancé la discussion qui a suivi avec l'ensemble des participants à l'atelier.

1. Le verdissement des financements dans le cadre de la transition écologique

Fabienne JOUGLEUX et Yann CHAZAL – Direction de la Recherche du Groupe Renault

La transformation écologique de l'économie suppose de nombreuses transformations dans l'automobile qui nécessitent des investissements importants de la part des constructeurs.

⇒ L'exemple de transformation de l'offre produit : l'électrification

Les constructeurs automobiles participent en partie aux investissements massifs en Europe dans des capacités de développement, fabrication et recyclage de batteries. Volkswagen a par exemple annoncé investir 900 millions d'euros dans sa co-entreprise avec Northvolt dans le Nord de l'Allemagne.

⇒ L'exemple de transformation de l'offre de service : « des voitures qui ne sont plus à vendre »

Dans ce modèle « d'économie de la fonctionnalité », ce n'est plus la voiture qui est à vendre, mais son usage (le « *free floating* » à Paris par exemple).

Il faut ainsi pour le constructeur automobile préalablement financer un parc de véhicules dans l'attente d'un retour sur investissement après une durée d'exploitation suffisante.

Ces transformations sont toutefois, pour l'heure, financées via des modes de financements « traditionnels » ne tirant pas profit du verdissement parallèle de la finance.

La participation au séminaire du Groupe Renault visait ainsi à étudier si le verdissement de la finance pourrait leur apporter de nouvelles opportunités pour faciliter la mise en place de telles transformations.

⇒ L'illustration concrète de la question dans un projet en phase amont ancré dans la transition écologique

Plus spécifiquement, le groupe travaille en ce moment sur la réalisation d'un projet au sein de la ville de Rouen avec l'objectif de décarboner la mobilité des habitants modestes résidents dans des zones peu denses. Dans ce cadre, Renault s'oriente vers des applications concrètes des propositions présentées :

- **Installer dans ces véhicules des batteries de petite capacité** : pour une mobilité quotidienne, il n'est pas nécessaire d'avoir des batteries de 60 kWh, qui représentent le majeur coût du véhicule ;
- **Passer progressivement de la propriété à l'usage** : le groupe envisage de combiner des offres d'autopartage et de covoiturage.

Pour passer de la théorie à la pratique, la Direction de la Recherche souhaitait ainsi étudier avec les chercheurs de la Chaire et les autres partenaires, si le verdissement de la finance pourrait leur apporter des solutions complémentaires de financement.

2. Le verdissement des financements dans le cadre de la transition écologique - Retour d'expérience du groupe SNCF, leader européen en matière de green bonds et de finance durable

Guillaume HINTZY, Directeur des financements et de la trésorerie du groupe SNCF

Avec son ambition de devenir « un champion mondial de la mobilité durable pour les voyageurs comme pour les marchandises », le groupe SNCF s'est largement engagé en faveur de la transition. L'objectif du groupe est ainsi à l'horizon 2030 de baisser leurs émissions de 30% par rapport à 2015 et atteindre en 2050 la neutralité carbone.

Plusieurs projets ont été lancés visant notamment au verdissement du parc TER diesel, au lancement de TER biocarburants, à batteries, ou hybrides, et à la co-conception d'ici 2024 d'un TGV « M » beaucoup plus économe.

Le groupe SNCF et la finance verte

- **Les Green Bonds**

Le groupe SNCF est l'un des principaux émetteurs de Green Bond du marché. Lancé en 2016, son programme a aujourd'hui un encours de 7,24 milliards d'euros (3^{ème} place en France et 5^{ème} place mondiale hors souverains et émetteurs bancaires). Ce dernier a jusqu'ici permis d'éviter 25,9 millions de tonnes de CO₂, soit 4,7 millions de tonnes par milliard d'euro investi.

Ce programme finance à la fois des investissements dans les infrastructures et dans le matériel roulant.

- **La RCF Sustainability-linked du groupe SNCF**

Deuxième produit lancé par le groupe en 2019, le RCF Sustainability-linked correspond à une ligne de crédit stand-by d'un montant de 3,5 milliards d'euros (regroupant 20 banques européennes, américaines ou asiatiques) dont le coût évolue en fonction de l'atteinte ou non de critères RSE, à savoir :

- Un critère d'empreinte carbone ;
- D'énergie responsable ;
- Et d'achat responsable.

Le marché de la finance durable

Il existe deux grands types de familles de produits financiers au sein du marché de la finance durable :

- ⇒ **Les Green Bonds, Social Bonds et Sustainability bonds** : qui sont affectés à un projet spécifique qui a vocation à avoir un effet positif sur la transition écologique ou un objectif socialement louable ;
- ⇒ **Les Sustainability-linked Bonds / Loans** : assez récents (2-3 ans), qui sont des instruments financiers dont la vocation n'est pas de financer des projets spécifiques mais l'activité en général (*general corporate purpose*). Leur caractère « vert » (ou ESG

compliant) vient du fait que le coût de ces instruments financiers est évalué à l'aune de critères RSE.

Bien que le marché de la finance durable (green bonds, social bonds et sustainability bonds/loans) soit en forte évolution et représente aujourd'hui 1 400 milliards d'euros, **il ne constitue qu'une goutte d'eau dans l'univers financier** (dont l'encours total, notamment obligataire, est de 300 000 milliards d'euros dans le monde).

La finance durable – enseignements

⇒ **Les atouts de la finance durable :**

- **Financement de la transition écologique des entreprises :** le premier atout de la finance durable est d'être un accélérateur de la transition. L'objectif est de la rendre de plus en plus disponible et de moins en moins coûteuse. La finance verte ne doit pas être le reflet du verdissement des entreprises mais bien un levier d'action ;
- **Transformation interne & collaboration :** le lancement de projets verts nécessite d'embarquer des opérationnels ;
- **Diversification géographique des partenaires financiers**
- **Investisseurs de meilleure qualité**
- **Demand-driven market**
- **Mécanismes incitatifs sur les prêts et resserrement des prix en secondaires sur les obligations**
- **Outil de communication financière et corporate bien qu'à manier avec des pincettes**

⇒ **Les contraintes de la finance durable :**

- **Le préalable nécessaire :** la définition d'une stratégie ESG co-construite avec les directions opérationnelles, la définition de KPIs clairs et d'objectifs suffisamment ambitieux
- **La mise en place de produits financiers « verts » implique un investissement interne significatif et transverse**

La finance durable – enjeux et nouveaux produits

Il y a trois enjeux fondamentaux dans le cadre de la finance durable :

- **1) Un enjeu prix :** la finance verte ne pourra se développer ou accélérer son développement pour représenter une part significative des financements demain qu'à partir du moment où on permettra à des entreprises de se financer à des coûts plus faibles que des financements traditionnels. Or aujourd'hui, ce n'est que peu (sur le marché secondaire) ou pas (sur le marché primaire) le cas et ce différentiel varie notamment avec l'action de la banque centrale.
- **2) Un enjeu normatif :** il y a à l'heure actuelle un foisonnement de normes quand les acteurs de marché ont besoin à terme que des grandes tendances se dégagent ;
- **3) Un enjeu de définition des meilleures pratiques et standardisation du marché** telles que :

- **1) L'additionalité des fonds levés** : tout financement vert a vocation à financer un nouveau projet et non un existant qui initialement était financé par des produits conventionnels ;
- **2) Impact environnemental sur l'intégralité du cycle de vie** (de la phase de construction à la mise en rebut)
- **3) Exhaustivité** : scope 1,2 et 3 (dans la mesure du possible)
- **4) Alignement des critères ESG sur la stratégie de l'entreprise, politique d'investissement, etc**
- **5) Pas de double comptable** : ne prendre en compte que ce que l'entreprise a financé elle-même
- **6) Objectivité et évolutivité des hypothèses d'impact**

3. La finance verte chez Crédit Agricole CIB

Tanguy CLAQUIN – Responsable de la finance durable au Crédit Agricole CIB

La politique de CACIB en matière de finance verte et de lutte contre le changement climatique passe par 3 piliers clés :

- ⇒ **Un engagement de gouvernance** : avec un comité qui réunit tous les dirigeants, un comité scientifique qui les guide sur les engagements à prendre, allié à un système d'information qui suit les engagements à l'échelle du groupe ;
- ⇒ **Un engagement d'intégrer dans le dialogue avec les entreprises du groupe la question de la transition écologique** : au même titre que la transition financière, CACIB met en place avec Amundi et les Caisses régionales du groupe, un outil de notation de transition énergétique (*transition scoring*) de ses clients, pour évaluer à quel point ces derniers y sont exposés et s'y préparent ;
- ⇒ **Une réallocation graduelle des portefeuilles en ligne avec l'Accord de Paris** avec des politiques de trois ordres :
 - **1) Des engagements en faveur du financement de la transition énergétique** notamment de financer un sur trois des projets renouvelables en France ou encore, à l'échelle de la banque d'investissement, de doubler leur portefeuille vert à 13 milliards en 2022 ;
 - **2) Des engagements pour promouvoir des politiques d'investissement durable** à la fois chez Amundi, dans les politiques de trésorerie du groupe, et de rester un leader sur la finance verte ;
 - **3) Des politiques sur le charbon** avec un objectif de sortie en 2030 pour les pays OCDE et 2040 pour le reste du monde et un engagement de ne plus développer de business avec des entreprises qui ont plus de 25% de leur chiffre d'affaires sur le charbon (exposition indirecte sur le charbon thermique).

Panorama des instruments financiers « durables »

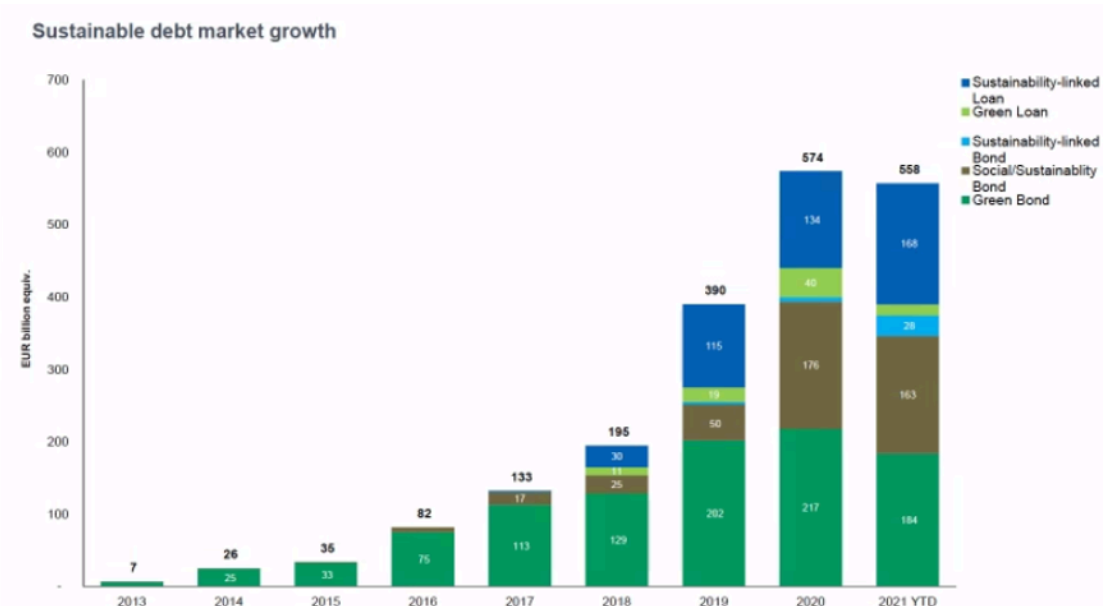
Comment différencier les différents instruments financiers « durables » ?

Il en existe trois types :

- **Les « use of proceeds projet-based instruments »** : des instruments par lesquels l'emprunteur s'engage à utiliser les fonds pour des projets nommés ou bien identifiés (green bonds, social bonds...);

- **Des produits « sustainability linked » ou basés sur la performance** : les conditions financières de l'instrument changent en fonction de l'atteinte ou non d'objectifs sociaux / environnementaux par l'émetteur ;
- **Des produits de finance solidaire** : il n'y a aucun engagement de prix ou d'utilisation des fonds mais un abandon d'une partie de la rentabilité de l'opération en faveur d'œuvres ou pour de la compensation carbone. Leur part est encore limitée mais ils se développent sur les marchés.

Comment évoluent leurs parts sur le marché ?



Les deux premiers types de produits connaissent des évolutions différentes :

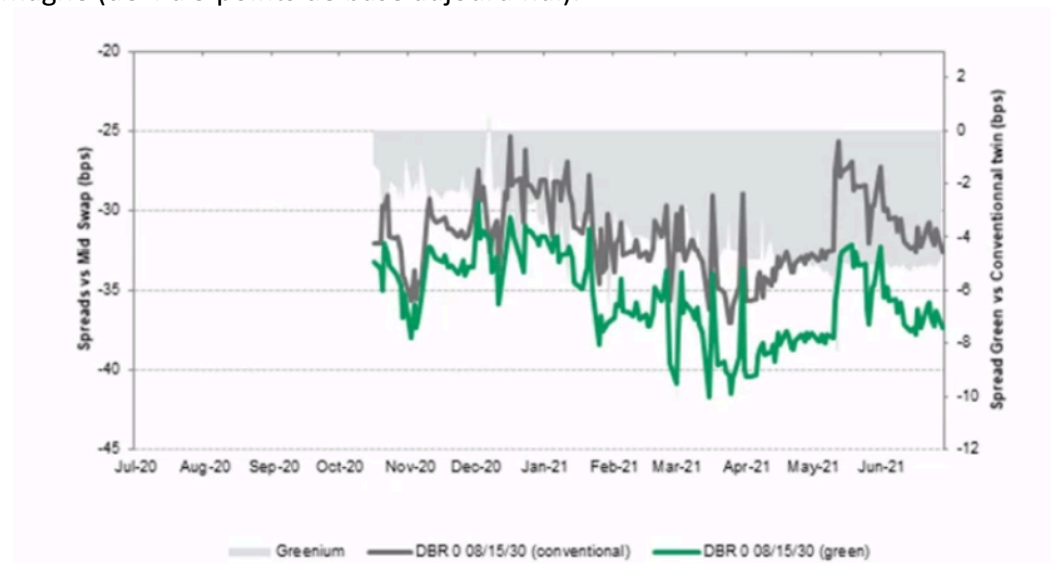
- **Les premiers, qui s'apparentaient au départ à une niche, représentent maintenant près de 20% des nouvelles émissions obligataires (hors souverains) en Europe** sous formes d'obligations vertes ou sociales. En 2020, les montants d'obligations vertes et sociales sont même devenus équivalents avec l'effet du covid et de la politique de l'Union européenne ;
- **Le marché des seconds évolue très rapidement depuis 2018** : sur le marché bancaire, plus de 50% des nouvelles opérations de financement bancaire sont avec indexation de la marge, un bouleversement étant à l'oeuvre dans les discussions entre les banques et leurs contreparties.

Qu'est-ce qu'un « green bond » ?

Il s'agit avant tout d'une obligation classique, qui comme toutes les autres, est porteuse de risques. Son mécanisme de pricing est a priori équivalent mais elle se distingue à travers l'utilisation des fonds récoltés.

Sur le papier, elle ne doit donc pas générer de différences de prix. Pour autant, plusieurs opérations démontrent qu'il existerait un « *greenium* » (voir graphique ci-dessous) entre les obligations vertes et non vertes de même nature. Pour deux produits équivalents d'un point de vue du risque de crédit, une différence de prix a pu être décelée sur les marchés

notamment lors d'une émission d'obligations vertes jumelles lancée en septembre 2020 en Allemagne (de 4 à 5 points de base aujourd'hui).



Sur l'obligation la plus chère du marché, il est en effet possible de constater un « greenium ».

Le plan d'action européen pour la finance durable

Le développement des obligations vertes a poussé au besoin des acteurs, notamment CACIB, d'avoir davantage de réglementation pour qualifier l'activité d'une entreprise de « verte » ou non. Le marché des obligations vertes a finalement plaidé pour l'établissement d'une taxonomie qui définisse ce qui est « vert » et la définition d'obligations de transparence.

En mars 2018, la Commission Européenne a ainsi lancé un plan d'action en 10 points sur la finance durable avec trois volets réglementaires clés (taxonomie, disclosure, benchmark) pour orienter les investissements privés vers le développement durable et le financement de la transition.

Cette réglementation à venir permettra au marché des obligations vertes d'avoir un impact à long terme. **Plus encore, il est possible d'imaginer que l'obligation verte ne soit qu'une étape dans ce développement.** A terme, toutes les entreprises pourraient communiquer sur la part de leurs investissements verts et il se pourrait qu'il n'y ait plus besoin des obligations vertes pour que le fléchage se fasse par les acteurs.

Le mouvement vers la réglementation a finalement permis à l'obligation verte de se développer en éveillant un marché qui se désintéressait des questions climatiques.

L'opération ENEL – Le premier Sustainability Linked Bond

ENEL, un émetteur obligataire vert très important, a dans le cadre de son objectif d'augmenter son mix énergétique installé de 46% en 2019 à 55% en renouvelable, demandé à CACIB de se financer à travers un sustainability linked bond. Ainsi, si l'objectif n'est pas atteint, le coupon sera ajusté de 25 points de base à la hausse.

Depuis, ces produits rencontrent un succès phénoménal dans les entreprises notamment celles qui ne sont pas des émetteurs d'obligations vertes évidentes, ou dans des secteurs carbonés.

Ce marché pose toutefois des difficultés supplémentaires à celles de savoir ce qui est « vert » ou non. En effet, il **convient aujourd'hui également pouvoir dire si un objectif est ambitieux, et il n'y a à l'heure actuelle, que peu de références**. CACIB travaille ainsi sur l'établissement de benchmark pour établir le degré d'ambition des entreprises financées.

Conclusion

Pour atteindre leur objectif d'avoir un portefeuille de green loans à leur bilan de 13 milliards en 2022 aligné sur la taxonomie européenne, CACIB a travaillé sur ses coûts de liquidité en créant un « discount for green loans ». Ainsi, plus les prêts sont verts plus leurs coûts de liquidité sont bas, le non vert devant « payer » pour le vert. Ce phénomène a été renforcé par la « greenium » que la banque constate sur ses green bonds.

Cette mécanique démontre ainsi une réelle transformation de la banque sur le sujet climatique, mais vient aussi et surtout, du développement de la réglementation (notamment l'obligation de reporter son green asset ratio).

C'est in fine la combinaison de ces initiatives de finance verte plutôt « bottom up » avec le renforcement et l'encadrement supplémentaire des superviseurs et régulateurs qui permettra de faire que la finance verte ait des effets plus importants.

4. Le verdissement des financements dans le cadre de la transition écologique

Julien LEFOURNIER – Regard critique de la finance verte

Ce que l'on nomme « le vert » ou le « durable » correspond à la prise en compte des externalités négatives (pollutions, émissions de GES). Cette « internalisation » est toutefois onéreuse. On parle ainsi de « prime verte » pour renvoyer au fait d'accepter de payer un prix plus élevé pour des cashflows verts. Par exemple, une compagnie aérienne qui passerait du kérosène au biocarburant verrait ses coûts d'approvisionnement augmenter de 141%.

La finance verte doit dès lors satisfaire deux conditions :

- **Condition 1 - « un projet vert »** : le sous-jacent doit être vert ;
- **Condition 2 – « une prime verte »** : les apporteurs de capitaux doivent « faire leur part » à travers une exigence de rentabilité inférieure par rapport à un financement brun.

Toutefois, **le paradigme risque-rendement nous apprend qu'à risque égal, un investisseur recherchera toujours le rendement le plus élevé**. C'est l'État qui rend les actifs verts plus attractifs en améliorant leur rendement (via des subventions) ou en diminuant le risque (via des garanties). L'État peut aussi dégrader le risque-rendement du brun par des taxes et plus structurellement verdir en amont par l'imposition de normes (véhicules), de règlements et d'interdictions.

Ce constat est valable même pour des investisseurs dits « verts ». Le deuxième plus gros fonds de pension néerlandais PGGM définit 3 zones in RSF (juin 2019) à savoir :

- **Une zone grise** où les investisseurs considèrent les rendements financiers sans se soucier des externalités ;
- **Une zone verte**, où le développement durable est pris en compte au même titre que les rendements de marché ;
- **Une zone rouge**, où les considérations liées au développement durable l'emportent sur les rendements financiers.

Or cette zone rouge n'est autre que la véritable « zone verte » qui permettrait de contrer la tragédie des horizons. In fine, la préférence pour la soutenabilité de tels investisseurs est toujours subordonnée, de fait, à la performance financière, ce qui la vide de substance. Leur responsabilité fiduciaire les y oblige sous peine de perdre les retraites qui permettent leur performance.

Prenons l'exemple d'une obligation verte. Le risque (de crédit) est identique puisque les acheteurs d'une telle obligation sont strictement « pari passu » avec les détenteurs d'obligations classiques émises par le même émetteur. **Sans aucune contrepartie tangible** (susceptible de modifier le risque-rendement du titre), **les investisseurs ne peuvent justifier aucune prime verte. C'est d'ailleurs ce que l'on constate sur le marché primaire et secondaire des obligations vertes.**

Même si certains investisseurs étaient prêts à surpayer (ce qui n'est pas le cas), le processus primaire obligataire – qui est un mécanisme d'enchères – conduirait toujours à un prix dicté par les investisseurs traditionnels. **Les analyses contraires sur certains pans du marché (démontrant l'existence d'un *greenium*) sont dérisoires, les ordres de grandeur n'étant pas du tout les mêmes.**

La prime verte est nulle quelle que soit la qualité du projet et l'engagement vert de l'emprunteur. De ce point de vue, le débat sur la taxonomie est une diversion.

Sans aucune « additionnalité » (consensuelle), et à prix égal, l'obligation verte n'offre aucun avantage comparatif à l'émetteur par rapport à une obligation classique. Il n'y a aucun transfert du surcoût du projet vert aux prêteurs obligataires via une baisse du coût de financement de l'entreprise qui lance ce projet. Si on prend l'exemple d'un véhicule électrique, il n'y a aucun différentiel de prix lors du financement. C'est le bonus de l'état qui permet une baisse du coût.

Ce n'est finalement pas l'obligation verte qui rend le projet vert, mais le projet vert qui rend l'obligation verte (« verdissement » ex post). Il n'y a pas de lien de causalité dans les deux sens, ce qui fait que le coût reste le même.

Les banques le mettent d'ailleurs en avant mais à bas bruit car elles ne souhaitent pas en tirer les conclusions systémiques. On peut ainsi bien lire pour BNPP qu'une obligation verte est un « produit obligataire affichant des rendements similaires aux obligations conventionnelles, à la différence près que les fonds levés sont consacrés à financer des actifs et des projets essentiels à la résolution de défis environnementaux tels que le dérèglement climatique ». Pour autant, leur communication est biaisée : « plus de X tonnes de CO2 évitées en 2018 grâce à l'obligation verte de XYZ ». L'adjectif « vert » est en effet trompeur

puisque c'est le projet qui a permis cet évitement, peu importe son mode de financement (vert ou traditionnel).

Il y a donc aujourd'hui des projets verts qui ne se réalisent pas faute de rentabilité :

- D'un côté pour inciter la transition, il faudrait tirer vers le bas leur rendement ;
- Mais de l'autre, il faudrait augmenter leur rentabilité pour les rendre plus attractifs.

Le paradoxe reste insurmonté. Le marché financier à vocation écologique est un mythe. La diversion de la finance verte/durable telle que proposée est même gênante puisqu'elle donne une fausse idée de la réalité : **elle n'est pas un accélérateur de la transition.**

Il manque quelque chose de fondamental à la finance verte pour qu'elle fonctionne, ce qui nécessite l'intervention de la puissance publique (incitations fiscales et publiques).

5. Présentation de la politique climat de la Caisse des dépôts

Nathalie LHAYANI – Directrice de la politique durable de la Caisse des dépôts

Le Groupe Caisse des dépôts est un acteur singulier étant à la fois un gestionnaire d'actifs (200 milliards d'actifs sous gestion) **et une banque de développement au service de la mise en oeuvre des politiques publiques.**

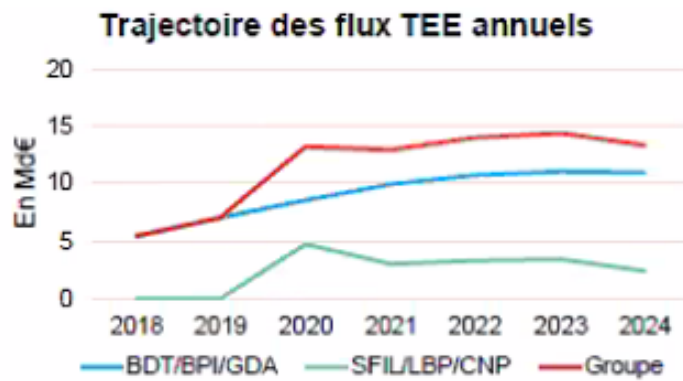
Avec l'ambition d'aligner toutes leurs activités sur un scénario de 1,5°C depuis 2019, **le groupe n'a pas comme seul objectif de soutenir du « vert » mais aussi de désinvestir du « brun »** (charbon, pétrole, ...).

En tant qu'actionnaire de grands groupes, **la Caisse des dépôts mène une politique consistant également à agir au sein des assemblées pour décarboner ce qui est « gris »** (des secteurs de l'économie qui restent émetteurs et peuvent encore transformer leur business model avec l'aide de la puissance publique, des garanties, etc).

1) Soutenir le développement du secteur « vert »

⇒ **Par une mobilisation massive de financements en faveur de la Transition Écologique et Énergétique (TEE)**

Si on se concentre sur la Caisse des dépôts, la part des green bonds reste limitée, n'atteignant pas plus de 2 milliards d'euros en 2021. Toutefois, à l'échelle de l'ensemble du Groupe (BPI France, La Poste, CNP Assurances), les montants mobilisés sur 2020-2024 sont beaucoup plus importants (60 milliards) avec un objectif singulier par rapports aux autres acteurs de marché d'accompagner la mise en oeuvre de la politique bas carbone de la France. La MAIF n'alloue par exemple que 5% en 2020 de ses financements en faveur de la TEE, UK AEP 15% et PFZW 12%, quand le groupe atteint 19% sur la période 2020-2024 (*voir graphique ci-dessous*).



L'objectif du groupe est ainsi à travers ses financements de combler cette « faille » du marché de 15 milliards d'euros en faveur du financement des politiques publiques, en contribuant largement à la rénovation énergétique, en réduisant la consommation des bâtiments, déployant des mobilités durables, les énergies renouvelables et en participant à la préservation de la biodiversité.

⇒ **Par une offre de solutions innovantes en faveur de la TEE par leurs filiales et participations stratégiques**

À travers les filiales de la Caisse des dépôts, le groupe cherche également une ingénierie et une assistance technique auprès des entreprises pour éviter les effets négatifs de leurs projets sur le climat.

2) *Éliminer les financements bruns*

Le Groupe ne cherche pas seulement à arrêter de financer directement les acteurs les plus carbonés, mais à le faire également indirectement pour les entreprises qui ne cherchent pas à s'aligner sur l'Accord de Paris, à travers divers engagements :

- **L'exclusion du charbon thermique** : le groupe s'est engagé à atteindre une exposition au charbon thermique de ses portefeuilles d'investissements nulle d'ici 2030 dans les pays OCDE et d'ici 2040 dans le reste du monde. Pour ce faire et dès 2022, les sociétés n'ayant pas d'engagement de sortie du charbon thermique d'ici 2030 dans l'OCDE et 2040 pour le reste du monde, seront exclues des financements du groupe. Sont également d'ores et déjà exclues :
 - Les entreprises dont l'activité est exposée à plus de 10% du CA au charbon thermique ;
 - Les sociétés développant des centrales au charbon à partir de 2021 (seuil de 300 Mw de nouvelles capacités) ;
 - Les sociétés minières dont la capacité de production à base de charbon dépasse 10 Mt et les fournisseurs d'énergie dont production dépasse 10Gigawh par an.
 - Les projets dédiés à de nouvelles capacités de production d'énergie à base de charbon, au prolongement de centrales existantes ou encore à des infrastructures dédiées au transport de charbon thermique.
- **L'exclusion des énergies non conventionnelles** à travers l'exclusion des investissements et prêts du Groupe aux entreprises générant plus de 10% de leur

chiffre d'affaires à partir des énergies fossiles non conventionnelles (sables bitumeux, pétrole issu de l'Arctique, gaz et pétrole de schiste), des projets dédiés à ces entreprises, et des nouveaux financements de projets greenfield d'infrastructures pétrolières.

3) ... Pour quels effets ?

La principale question à laquelle le groupe a cherché à répondre était de savoir si leurs politiques d'exclusion et leur activisme actionnarial étaient efficaces, ou autrement dit, s'ils leur permettaient véritablement de réduire les émissions de carbone. Or, entre 2014 et 2020 :

- L'empreinte carbone des portefeuilles actions cotées détenues en direct par le Groupe aurait baissé **de 42%** ;
- Celle de leurs portefeuilles d'obligations d'entreprises de près **de 69%** !

Le Groupe a ainsi un nouvel objectif additionnel de -20% entre 2019 et 2025.

De même et entre 2014 et aujourd'hui, l'empreinte carbone de leur portefeuille immobilier de placement détenu en direct aurait baissé de 23%. La Caisse des dépôts a ainsi comme nouvel objectif additionnel de baisser l'intensité carbone de leur portefeuille de 16% d'ici 2025.

4) L'importance de l'accompagnement des entreprises

Bien qu'il soit nécessaire d'exclure certains acteurs de leurs financements, le Groupe a à cœur de contribuer à l'accompagnement des entreprises, même carbonées, désireuses de s'aligner avec les objectifs ambitieux de l'Accord de Paris. Le dialogue avec les parties prenantes du groupe est, selon eux et pour ce faire, un levier d'action bien plus important que l'utilisation de green bonds ou SLB.

5) Sans remise en cause de la rentabilité

La rentabilité des actifs verts n'est pas nécessairement inférieure à celle des autres actifs. L'intégration du risque climatique et environnemental dans les matrices d'évaluation des entreprises réduisant en effet la rentabilité des entreprises polluantes.

A titre d'illustration et sur ces 6 dernières années (2014-2020), le portefeuille actions du groupe tout comme l'immobilier, ont surperformé leur indice de référence respectif, tout en réduisant significativement leur empreinte carbone. Les éléments ISR (exclusions, décarbonation) n'ont donc pas été un obstacle à la surperformance.

6. Discussion

La discussion qui a suivi a permis de soulever plusieurs questions liées aux différentes présentations des intervenants de la table ronde, à savoir :

- **Est-ce que des projets verts nécessitent forcément des financements verts ?**

À cette question, il est répondu que le projet compte davantage que le financement. Ce n'est pas le green bond qui permet de diminuer les émissions de CO2 planétaires, mais bien le projet qui est financé par lui.

Les industriels sont avant tout la clé de la transition écologique. Les banquiers ne permettent qu'un accompagnement, le véritable levier de changement restant au premier chef l'industrie. Il est toutefois nécessaire que le coût des financements verts soient inférieurs aux coûts des financements traditionnels pour permettre l'accélération de ces changements. Plusieurs pistes restent ainsi à creuser notamment la mise en place d'un Green Weighting factor (bien que dangereux pour la stabilité financière et basé sur une hypothèse controversée voulant que les financements verts soient moins risqués que les bruns) ou d'un Brown Penalising Factor. Il a toutefois été soulevé qu'il peut s'avérer délicat d'utiliser une réglementation, ici prudentielle dont l'objectif est la stabilité financière, pour poursuivre un objectif différent que celui initialement assigné.

- **Le débat ne devrait-il pas être européen ou mondial ?**

Le débat s'est concentré sur la France quand le problème devrait être traité au niveau européen voire mondial. Il est nécessaire d'avoir des normes, que l'État joue son rôle, mais aussi que les habitudes changent. Les banques y participent lorsqu'elles émettent des produits verts ou souscrivent à des labels pour sensibiliser le plus grand nombre à l'importance écologique d'un produit financier, ou du moins, ce qui est financé avec.

- **Comment mesurer l'efficacité de ces green bonds et de ces mécanismes de financements verts ?**

Les entreprises ont des obligations de reporting. Toutefois, les green bonds restent peu encadrés. Aucune vérification n'est faite du green bond principe ou du SBI ni de son degré d'efficacité. Seule sa bonne allocation dans le secteur initialement prévu est vérifiée. Il serait sûrement nécessaire d'accentuer l'obligation de contrôle et de sanction, sous peine d'avoir un effet d'aubaine qui pourrait entraîner des fraudes des entreprises.

Les méthodologies de calcul des scopes peuvent également s'avérer complexe pour les financiers, chaque portefeuille devant faire l'objet d'une étude avec le risque de double comptage ou d'absence de données disponibles.

- **Existe-t-il réellement un « greenium » ?**

Deux points de vue ressortent du tour de table :

- Ceux qui considèrent qu'il existe bien sur certains pans du marché un « greenium » ;

- Ceux qui considèrent à l'inverse qu'il n'est visible que sur des parts non significatives du marché avec des analyses parfois peu robustes : il est pour eux attendu une rentabilité trop importante sur les projets verts.

Si certains produits « verts » bénéficient d'un coût de financement moindre que des produits bruns équivalents, il faudrait également vérifier qu'il ne s'agit pas de politiques de greenwashing de la part des acteurs qui y prennent part.

Toutefois, Nathalie Lhayani a pu rappeler que certains projets bruns sont voués à perdre de la valeur (à devenir des « stranded assets ») ce qui pourrait justifier des différentiels de prix en faveur des produits verts.

- **Comment faire rentrer le risque climat dans l'analyse de performance / rentabilité des actifs ?**

Il est nécessaire de révéler les externalités négatives et notamment le différentiel de risque associé à des actifs polluants (non-verts) face à d'autres actifs. Julien Lefournier considère toutefois que révéler ces risques ne permettra pas de diminuer la prime verte car il s'agit d'un calcul impossible. Les risques sont antagonistes, plus le risque de transition augmente, plus les risques physiques diminuent et vice-versa.

- **Faut-il réglementer et si oui, comment ? La finance peut-elle verdir d'elle-même ?**

Avec le développement de la finance verte s'est fait sentir le besoin d'avoir différentes taxonomies, d'abord des produits verts, mais aussi aujourd'hui des produits bruns. Ces évolutions s'avèrent nécessaires pour justifier des choix complexes des différentes sociétés.

Toutefois, il est apparu au fil des présentations que la réglementation était parfois trop foisonnante et ne permettait pas toujours d'encadrer les pratiques actuelles de la place.

La question déjà abordée de l'évaluation de l'impact du produit financier (social, environnemental) nécessiterait ainsi encore le développement de normes plus claires à l'échelle internationale. Chaque émetteur a sa méthodologie de comptabilisation de ses émissions, et chaque investisseur sa façon de benchmarker, d'auditer les chiffres fournis par les émetteurs.

Le risque est le plus souvent alors de tomber dans du greenwashing. Quelle pertinence par exemple pour un pétrolier comme Total que d'émettre l'intégralité de ses financements en SLL ? Comment justifier que des anciens financements soient « repeints » en vert ? Certaines entreprises se lancent en effet aujourd'hui dans du « vert » sans aucune trajectoire climat ou sans prendre des mesures spécifiques.

Enfin, si le besoin de réglementations et d'accompagnement adaptés a été souligné tout au long du séminaire comme le moyen d'accélérer voire d'amorcer une réelle transition, l'instabilité des normes est perçue comme un obstacle important à l'adaptation des acteurs.