

## CLASSIFIER CE QUI EST « VERT » POUR MIEUX ORIENTER LES INVESTISSEURS

**Auteur : Charlotte Gardes**

*Cet article constitue l'un des chapitres du rapport transmis par BSI Economics à la Mission d'évaluation et de contrôle de la Commission des finances de l'Assemblée nationale dans le cadre de sa mission sur l'investissement privé dans la transition écologique, sur la base duquel des membres de BSI Economics ont été auditionnés le 28 juin 2018.*

### **Constats**

- Le fléchage de l'investissement vert demeure un enjeu complexe pour les investisseurs, qui manquent par ailleurs d'incitations. L'absence d'une définition commune du caractère « vert » ou « durable » d'un actif ou d'une activité donné(e) a ainsi été mise en exergue comme l'un des obstacles majeurs au développement de l'investissement dans la transition écologique.
- Dans ce contexte, plusieurs initiatives, publiques et privées, ont visé à définir et classier les actifs « verts ». Les divergences existantes parmi ces définitions et taxonomies illustrent aussi bien la complexité (politique et scientifique) de l'exercice que sa nécessité en vue d'orienter les capitaux vers la transition écologique et énergétique. Dans son Plan d'action pour la finance durable publié en mars 2018, la Commission européenne a identifié l'élaboration d'une taxonomie commune à l'échelle européenne comme la clef de voûte et le préalable nécessaire au développement des mesures qu'elle propose pour la finance verte.
- Définir et classier ce qui est « vert », a minima à l'échelle européenne, permettrait d'attirer les investisseurs vers le financement de la transition écologique *via* plusieurs canaux : en facilitant l'identification des actifs verts, en réduisant les coûts de transaction, en permettant l'émergence d'investissements transfrontières au sein de l'Union européenne (et en évitant ainsi la fragmentation des marchés), en encourageant la publication (disclosure) d'informations sur les activités économiques durables des entreprises, et en encourageant d'autres politiques de l'Union à créer des labels « verts ».

### **Propositions**

- La taxonomie des actifs verts doit répondre à une série de caractéristiques clefs pour sa réussite dans le temps, notamment : un vaste champ d'application (comprenant les activités non directement vertes) ; un degré élevé de granularité ; une certaine souplesse en vue de répondre aux changements technologiques, scientifiques et réglementaires à venir ; l'intégration de l'ensemble de la chaîne de valeur d'une activité ; et la prise en compte des éléments de gouvernance et de sous-traitance.
- La taxonomie doit suivre une trajectoire 2°C, étant donné que chaque activité voit son intensité carbone diminuer progressivement, à un niveau et à un rythme dépendant de ses spécificités et des ruptures technologiques que connaît le secteur.
- Classifier les actifs verts doit s'accompagner de la formulation d'objectifs politiques en matière environnementale et d'indicateurs et de seuils d'éligibilité correspondants. En cela, la taxonomie gagnerait à être élaborée en lien étroit avec l'ensemble des politiques internes de l'Union et les gouvernements des Etats membres. Les critères associés et leur pondération doit également être en ligne avec l'agenda environnemental de l'Union

et son évolution au fil du temps (d'où la nécessité de souplesse évoquée plus haut).

- Classifier les actifs et activités durables nécessite par ailleurs un renforcement de la mesure de l'impact environnemental des mécanismes financiers (*i.e.* émissions obligataires vertes ; prêts et investissements verts) et non financiers (activisme actionnarial ; diffusion d'informations ; dialogue avec les investisseurs) façonnant l'investissement vert.
- La taxonomie des actifs verts doit être accompagnée par l'élaboration, dans un second temps, de lignes directrices et de guides de bonnes pratiques à destination des acteurs de marché en vue d'une adoption la plus globale possible.
- Enfin, la taxonomie des actifs verts développée par l'Union européenne doit viser à assurer sa comparabilité avec d'autres projets similaires à l'échelle internationale. A défaut de l'adoption d'une taxonomie universelle (dont la réalisation à ce jour pêche en l'absence d'une coordination internationale renforcée sur le sujet, notamment au regard de la position américaine), la taxonomie développée au sein de l'Union européenne devrait pouvoir être utilisée en miroir d'autres taxonomies existantes, notamment *via* l'élaboration d'indicateurs primaires communs, et ce en lien avec les organisations internationales compétentes.

**Développer une classification des actifs et activités durables apparaît comme un élément clef en vue d'inciter les investisseurs, ainsi que d'orienter les régulateurs financiers, vers le financement de la transition écologique.** Parmi les barrières à l'investissement vert, l'absence d'une taxonomie des actifs et activités durables est particulièrement prégnante.

Or, le rapport du *High Level Expert Group on Sustainable Finance*, publié en janvier 2018, a mis en exergue la **faible implication des investisseurs dans la transition bas-carbone**. Plusieurs barrières sont invoquées :

- Des barrières financières, liées notamment aux niveaux toujours élevés de subventions pour la production et la consommation des énergies fossiles, aux véhicules d'investissement verts encore en cours de construction et de maturation, et à l'absence d'un prix carbone unique qui décourage les entreprises à offrir des solutions bas-carbone au marché).
- Des barrières structurelles, qui entravent la durabilité et l'attractivité économique des activités économiques durables (*i.e.* effets de réseau et coûts de transaction) ;
- L'absence de signaux politiques suffisamment claires, l'incertitude réglementaire qui en résulte, en matière financière et énergétique notamment, n'offrant ainsi pas de possibilité d'anticipation et de gestion des risques pour les investisseurs (Hamilton, 2009).

Le manque d'information et de connaissance de l'investissement direct dans les projets d'infrastructure verts - l'une des raisons principales expliquant l'hésitation des investisseurs - résulte en partie de **l'absence d'une définition, et de standards correspondants, de l'investissement vert**. Cette observation se fonde notamment sur les travaux de Della Croce et al. (2011) qui ont mis en exergue dans ce cadre les

divergences existantes dans la définition du « vert »<sup>1</sup>. Dans leur rapport de synthèse sur la finance verte (*G20 Green Finance Synthesis Report*) publié en 2016, les membres du G20 ont explicitement mentionné le manque de clarté des activités et produits verts comme un obstacle à l'investissement.

L'ensemble de ces obstacles entraînent un « *mispricing* » (*i.e.* erreur dans l'évaluation du prix) des projets d'investissement durables qui, par conséquent, restent le plus souvent moins attractifs que les projets dits « *brown* » (*i.e.* aux conséquences néfastes sur l'environnement et le réchauffement climatique).

## 1) Les difficultés inhérentes à la définition du « vert » : des éléments déterminants en vue de l'établissement d'une taxonomie

Dans le monde entier, plusieurs initiatives, émanant tant d'investisseurs, de banques, de prestataires de services financiers, d'ONG, de décideurs politiques ou encore de banques multilatérales de développement, ont tenté d'apporter, de manière isolée, des éléments de définition du « vert ». Ceux-ci varient selon la portée mais également le niveau de précision et de transparence.

### 1A.) Une variété d'objectifs environnementaux à prendre en compte

L'une des raisons justifiant cette diversité d'approches réside dans la **variété d'objectifs environnementaux** que revêtent les investissements verts. Un exemple notable reste celui de la proposition de la Commission européenne sur la mise en œuvre d'une taxonomie durable qui, dans son article 5, expose six objectifs environnementaux :

- i. La prévention du risque climatique (*climate change mitigation*), à savoir « générer, emmagasiner ou utiliser des énergies renouvelables ou des énergies « neutres pour le climat » (y compris des énergies neutres en carbone) ;
- ii. L'adaptation aux effets du changement climatique (*climate change adaptation*) ;
- iii. L'utilisation durable et la protection des ressources hydriques et marines ;
- iv. La transition vers une économie circulaire, la prévention du gaspillage et le recyclage ;
- v. La prévention et le contrôle de la pollution ; et
- vi. La protection d'écosystèmes sains (comprenant la biodiversité).

Eurostat (2009) a défini l'investissement vert comme « *the acquisition of technologies, goods and services whose main purpose is to limit the degradation and depletion of natural resources* ». Le Fonds monétaire international (2011), quant à lui, y a apporté la définition suivante : « *the investment necessary to reduce greenhouse gas and air pollutant emissions ; without significantly reducing the production and consumption of non-energy goods* ». L'on note ainsi la diversité d'objectifs environnementaux, par là-même brouillant les frontières de l'investissement vert.

---

<sup>1</sup> « *This is partly due to a lack of environmental policy support, but other barriers to investment include a lack of appropriate investment vehicles and market liquidity, scale issues, regulatory disincentives and lack of knowledge, track record and expertise among pension funds about these investments and their associated risks. [...] There is no unique definition among investors of what green investing entails ».*

### 1B.) Investissement vert ciblé et non-ciblé

Par ailleurs, la **définition du « vert » diffère selon que l'on se place dans le cadre de financements ciblés ou non** (Commission européenne, 2017) :

- Dans le cadre de financements ciblés (*i.e.* obligations vertes, prêts verts) vers des technologies et activités économiques vertes, définir le « vert » revient à identifier les secteurs, activités et technologies éligibles au sein de l'écosystème économique. De manière générale, cela revient à ségréguer les investissements verts en vue d'identifier l'allocation des investissements et leur impact réel ;
- Dans le cadre de financements non-ciblés (*i.e.* financement d'entreprise ; placement en actions), vers des « *specialist green companies* » ou des sociétés répondant à des critères ESG (économiques, sociaux et de gouvernance) spécifiques, définir le « vert » revient à dresser une série de critères minimaux applicables aux processus de financement et d'investissement. De telles stratégies d'investissement ont vocation à participer à l'atténuation des risques environnementaux au sein des portefeuilles des investisseurs et, dans une moindre mesure, permettre aux sociétés de renforcer leur transition vers un développement durable en mobilisant leur attention sur la gestion des risques ESG.

### 1C.) La nécessité d'une singularisation du risque « climat »

Les difficultés autour du financement du « vert » résident en outre dans l'**absence**, jusqu'à il y a peu, d'une **singularisation du risque « climat » eu égard à l'ensemble plus large de risques ESG**. La singularité du risque « climat » est une nécessité dont se sont emparées les communautés politique et économique de manière accélérée au cours des derniers mois (COP21 ; Loi pour la transition énergétique et la croissance verte ; mise en place de la « *Task Force on Climate-Related Financial Disclosure* » par le Conseil de stabilité financière ; initiative de la Place de Paris « *Finance for Tomorrow* »). En nature, en volume et en croissance, le climat présente des caractéristiques particulières justifiant que les sociétés et les investisseurs y portent une attention distincte.

En effet, en relevant de paramètres physiques, le climat est quantifiable (à la différence d'autres domaines relevant des risques ESG) *via* la mesure des émissions de CO<sub>2</sub>. Il se prête ainsi davantage à la mesure objective et matérielle du risque, et ce à travers la planète. Enfin, le climat se distingue par sa « dimension fondamentalement irréversible, globale, systémique et de très long terme » (Shift Project, 2018). A noter cependant qu'identifier le climat comme singulier eu égard aux risques ESG n'enraye pas l'importance cruciale des critères sociaux et de gouvernance dans l'atteinte non seulement des Objectifs de Développement Durable, mais également d'une transition écologique et énergétique durable.

C'est dans ce contexte qu'une variété d'efforts a été entreprise à l'échelle internationale afin d'identifier les critères du « vert », notamment *via* l'élaboration de taxonomies d'actifs et activités durables.

## **2) Comparaison internationale des initiatives existantes de classification des activités durables**

A titre liminaire, rappelons les trois dimensions de l'investissement vert mises en exergue par le Fonds monétaire international (2011) dans un papier intitulé « *Who's Going Green and Why ? Trends and Determinants of Green Investment* » :

- (i) L'approvisionnement d'énergie faible en émissions de gaz à effet de serre (GES), *i.e.* production électrique éolienne, solaire, nucléaire, hydraulique et sources d'énergies telles que les biocarburants ;
- (ii) La recherche d'efficacité énergétique (tant dans la production et la distribution électriques que dans les secteurs des transports, des équipements industriels et de la construction) ;  
et
- (iii) Les mesures ciblées de rétention du carbone (mesures d'enrayement de la déforestation – seconde source d'émission de CO<sub>2</sub> après la combustion des énergies fossiles ; et mesures d'amélioration de la séquestration du carbone dans les sols *via* de nouvelles pratiques agricoles, par exemple).

## 2A.) Comparaison internationale des taxonomies existantes

Les efforts de classification des activités durables ont eu lieu dans trois segments de marché principaux : les obligations vertes ; les prêts verts et les placements en action verts.

### 1) *Segment des obligations vertes : les Green Bond Principles et les « green bond frameworks »*

La grande majorité des obligations vertes<sup>2</sup> sont conformes à la liste de catégories de projets éligibles énoncée au sein des « **Green Bond Principles** », qui sont des lignes directrices d'application volontaire et non contraignante pour l'émission d'obligations vertes développées par l'*International Capital Markets Association* (ICMA) et dont la dernière mise à jour a eu lieu en juin 2017. Les *Green Bond Principles* reposent sur quatre grands principes : (i) l'utilisation des fonds ; (ii) la sélection et l'évaluation des projets ; (iii) la gestion des fonds<sup>3</sup> ; et (iv) le *reporting*.

Les *Green Bond Principles* précisent que **l'ensemble des projets verts doit avoir un bénéfice environnemental clair, qui sera estimé et, dans la mesure du possible, mesuré par l'émetteur**. Les *Green Bond Principles* reconnaissent plusieurs catégories d'éligibilité pour les projets verts<sup>4</sup>.

Le caractère « vert » d'une obligation verte est le plus souvent contrôlé par des

---

<sup>2</sup> Pour mémoire, une obligation verte est une obligation dont le produit de son émission est utilisé exclusivement pour financer ou refinancer, partiellement ou en totalité, des projets verts nouveaux et/ou en cours, en particulier des investissements en infrastructures. Elle se distingue d'une obligation classique par le *reporting* détaillé des investissements qu'elle finance et le caractère « vert » des projets financés. Quatre types d'obligations vertes existent : (i) les obligations classiques investies dans des projets verts ; (ii) les obligations vertes garanties par les revenus ; (iii) les obligations spécifiques à un projet ; et (iv) les obligations vertes titrisées.

<sup>3</sup> Le produit net de l'émission obligataire verte, ou un montant équivalent, doit être crédité sur un sous-compte, placé vers un portefeuille secondaire, ou faire l'objet d'une autre forme adéquate de fléchage

<sup>4</sup> Les catégories d'éligibilité sont les suivantes : les énergies renouvelables (production, transport, équipements et produits) ; l'efficacité énergétique (constructions neuves et projets de rénovation immobilière ; stockage énergétique ; chauffage urbain ; réseaux intelligents (*smart grids*) ; équipements et produits) ; la prévention et le contrôle de la pollution ; la gestion durable des ressources naturelles vivantes et des sols ; la préservation de la biodiversité terrestre et aquatique ; les moyens de transport propres ; la gestion durable de l'eau et des eaux usées ; l'adaptation au changement climatique (systèmes de surveillance du climat ; systèmes d'alerte précoce) ; les produits écologiquement efficaces et/ou adaptés à l'économie circulaire ; et les bâtiments écologiques construits selon des normes et règles de certification reconnus aux niveaux international, national ou régional.



intervenants externes au moyen de « *second opinions* » (deuxièmes avis). Ceux-ci vérifient généralement si l'instrument émis répond aux quatre séries de critères des *Green Bond Principles* et évaluent le réalisme de l'impact environnemental souhaité des projets financés.

En sus des *Green Bond Principles*, plusieurs émetteurs d'obligations vertes ont publié leurs propres cadres de définition des obligations vertes (« *green bond frameworks* »). C'est ainsi le cas de la *Nordic Investment Bank* (2014) ; de la Banque asiatique de développement ; de KfW et de l'*International Finance Corporation*, institution mondiale d'aide au développement dont les activités concernent exclusivement le secteur privé dans les pays en développement. **L'analyse de ces « *green bond frameworks* » montre que les définitions des projets verts éligibles sont le plus souvent étroitement adaptées aux priorités, portefeuilles et besoins des émetteurs** – réalité souvent démontrée par les vérificateurs des projets d'émission. Or, étant donné le champ relativement large des catégories de projets éligibles des *Green Bond Principles*, **la valeur informationnelle de la confirmation de l'alignement entre les obligations vertes et les *Green Bond Principles* est limitée**. C'est pourquoi les parties prenantes dans le segment de marché des obligations vertes ont jugé utile de prendre les mesures nécessaires en vue d'accroître la comparabilité des projets d'obligations vertes par une diversité d'émetteurs, en vue notamment de réduire les coûts de transaction nécessaires à l'évaluation de la qualité de chaque obligation prise séparément. Les acteurs de marché jouant le rôle de « vérificateurs » (*second opinions*) des obligations vertes se sont ainsi également mobilisés<sup>5</sup>.

## 2) Segment des prêts verts : les « *MDB-IDFC Common Principles for Climate Mitigation Finance Tracking* »

Les banques multilatérales de développement et l'*International Development Finance Club*<sup>6</sup> ont établi les « ***MDB-IDFC Common Principles for Climate Mitigation Finance Tracking*** », dédiés à la prévention du risque climatique. La taxonomie à laquelle les banques multilatérales de développement ont abouti repose sur neuf catégories et 25 sous-catégories.

Dans ce contexte, **la Banque européenne d'investissement (BEI)**, premier bailleur de fonds multilatéral pour les projets liés au climat et pionnière dans l'émission

---

<sup>5</sup> A titre d'exemple, le groupe CICERO, dans son activité à titre indépendant de vérification du caractère « vert » des obligations vertes, distingue trois teintes (*shades*) de vert. Chacune vise à refléter le degré de vision à long-terme de l'émetteur pour une société bas-carbone et durable. L'agence de notation Standards & Poor's a publié une certification verte, fondée sur l'impact environnemental du projet ou sur son degré de résilience au changement climatique. L'approche utilisée par Standard & Poor's repose par ailleurs sur une « hiérarchie carbone », visant à attribuer une notation plus verte aux projets dont les technologies sous-jacentes contribuent à la décarbonation de l'atmosphère. La ***Climate Bonds Initiative*** (CBI) a également mis en place un processus de certification fondé sur une taxonomie détaillée de secteurs éligibles, d'activités exclues et d'autres devant faire l'objet d'une analyse plus approfondie. Enfin, les plateformes boursières, telles que le Nasdaq (*Nasdaq Sustainable Bond List*), le *Luxembourg Green Exchange* ou encore la *Borsa Italiana* ont également défini leurs critères d'investissement vert.

<sup>6</sup> IDFC - club des 23 principales banques de développement du Nord et du Sud, dont le bilan cumulé atteint 3000 milliards de dollars et près de 630 milliards de dollars d'engagements annuels.

d'obligations vertes, et le *China's Green Finance Committee (GFC)*<sup>7</sup> sont en cours de développement conjoint d'une taxonomie descriptive des activités soutenables (« *Rosetta Stone* »), en vue de permettre une mise en équivalence des définitions du « vert » du marché chinois et du marché européen, éviter une double vérification et certification et ainsi réduire les coûts des émissions d'obligations vertes. En ce sens, la BEI a effectué un travail approfondi de comparaison entre ses propres standards, ceux du GFC et ceux établis par l'IDFC et les banques multilatérales de développement (dont les premières conclusions ont été publiées en novembre 2017).

A l'issue de cette analyse, la BEI a tiré quatre conclusions principales :

- (i) Les standards analysés utilisent différentes catégories de classification des actifs sous-jacents. Les principes chinois, proches des *Green Bond Principles*, adoptent un champ très large du « vert », comprenant par exemple la protection de l'environnement ; tandis que les principes communs MDB-IDFC se concentrent sur le changement climatique ;
- (ii) Parmi les standards chinois se concentrant sur la prévention du risque climatique, quatre catégories en particulier ne sont pas incluses au sein des principes communs MDB-IDFC : économies d'énergies dans le cadre de la construction d'installations industrielles nouvelles ; utilisation propre du charbon ; infrastructures de réseau à très haute tension ; et projets urbains de canalisation souterraines. D'autre part, les standards chinois revêtant un champ plus large, plusieurs catégories d'activités vertes ne sont pas incluses au sein des principes communs MDB-IDFC, telles que les projets de restauration environnementale ; le traitement du charbon et les processus visant une utilisation propre du charbon ; et des essences et du diesel propres ;
- (iii) La BEI autorise l'attribution de prêts à des projets d'énergie nucléaire (mais non en vue de l'émission d'obligations climatiquement responsables), au contraire des principes communs MDB-IDFC, qui ne comprennent pas le nucléaire, de manière similaire aux standards chinois ; et
- (iv) Les principes communs MDB-IDFC comprennent des catégories non incluses au sein des standards BEI et des standards chinois, telles que la rénovation de centrales énergétiques ; les transports non-motorisés et les projets comprenant des composants faibles en carbone.

### 3) *Segment des placements en actions verts : les indices boursiers verts*

Au cours des dernières années, plusieurs **indices boursiers « verts »** ont été développés en vue d'identifier et suivre la performance des sociétés et investissements verts, selon une méthodologie plus fine et transparente que le « *screening* » ESG (OCDE, 2012). FTSE Russell a ainsi publié les indices *FTSE Green Revenues* (fondé sur les stratégies bas-carbone et comprenant huit secteurs industriels et 60 sous-secteurs contribuant à la transition écologique) et le *FTSE Environmental Markets Classification System* (composé de sept secteurs et 30 sous-secteurs permettant d'identifier et de comparer les sociétés intervenant sur le marché

---

<sup>7</sup> Créé en avril 2015 avec l'approbation de la Banque populaire de Chine, le GFC est un organisme professionnel à but non lucratif dédié à la recherche et la coordination d'initiatives de finance verte de ses quelques 190 institutions membres (comprenant l'ensemble des grandes banques chinoises, des assureurs, gestionnaires d'actifs, prestataires de services externes, entreprises vertes et institutions de recherche), dont le total des actifs sous gestion s'élève à 70% du montant total des actifs du secteur financier chinois.

de l'environnement).

Enfin, des **labels**, tels que le label Transition Énergétique et Écologique pour le Climat (TEEC) en France ou encore le *Climate Finance Label* luxembourgeois, permettant de certifier des projets verts selon des critères spécifiques. A titre d'exemple, le référentiel du label TEEC français, lancé par le Ministère de l'environnement, de l'énergie et de la mer en 2015, a listé huit catégories d'activités entrant dans le champ de la transition écologique et énergétique (dites « éco-activités ») et éligibles au financement du fonds candidat au label (dans la lignée de la taxonomie développée par la *Climate Bonds Initiative*) : l'énergie, le bâtiment, l'économie circulaire, l'industrie, les transports propres, les technologies de l'information et de la communication, l'agriculture et la forêt et l'adaptation au changement climatique (cf. nomenclature des activités durables (mai 2018) publiée en annexe).

2B.) Eléments de conclusions issues de l'analyse comparative des taxonomies existantes

- i. On note une diversité d'initiatives, publiques ou privées, ayant, au cours des dernières années et dans les segments des placements en actions verts, des obligations vertes et des prêts verts, élaboré des classifications d'activités durables. A partir de notre analyse des pratiques de marché existantes, il est possible de distinguer **plusieurs approches de définition du « vert »** :
  - Une variété d'« **instruments** » : taxonomies détaillées ; objectifs environnementaux ; critères d'exclusion ; indicateurs et classements ; critères de processus (*i.e.* gouvernance, engagement des actionnaires, etc.) ;
  - Une variété d'**objectifs** environnementaux : définis plus ou moins largement, communs ou non ; liés ou non à des taxonomies plus détaillées ;
  - Une diversité de **taxonomies** : certaines plus détaillées que d'autres, certaines faisant plus largement place à des éléments controversés ;
  - Des **facteurs d'exclusion** divers : fondés sur des secteurs ou technologies donnés ou sur la conformité à des normes légales ou réglementaires prédéfinies ; des seuils minimaux (« *green* ») ou maximaux (« *brown* ») ; des exclusions totales ou partielles ;
  - Des **degrés de « vert » différents** (binaires ou selon différents niveaux) ; et
  - La **prise en considération ou non des critères ESG**.
- ii. En outre, au titre de notre analyse, il est possible de dresser la **liste (non exhaustive) des secteurs et technologies couverts par les taxonomies existantes** :

COMMUNEMENT « DURABLES »	DEFINIS COMME	MOINS COMMUNEMENT « DURABLES »	DEFINIS COMME
Energies renouvelables/propres/bas-carbone/alternatives		Technologies de l'information et de la communication	
Efficacité énergétique		Maîtrise énergétique	
Transport public / propre		Réduction des émissions non-énergétiques	
Contrôle et prévention de la pollution		Conservation de la biodiversité	
Gestion de l'eau et des déchets		Recyclage, économie circulaire	
Bâtiments durables		Protection des écosystèmes	



Agriculture, foresterie durable	Réduction des risques de catastrophes naturelles Décontamination des sols, réhabilitation des mines Soutien budgétaire (aux niveaux local, sectoriel ou national) aux politiques de prévention du risque climatique
---------------------------------	---

A noter que **plusieurs secteurs et technologies font l’objet de débats vigoureux parmi la communauté politique et scientifique quant à leur caractère durable ou non, en particulier l’énergie nucléaire**. Celle-ci est par ailleurs incluse dans certaines taxonomies (*FTSE Russell’s Low Carbon Economy Industrial Classification System*; *Standard & Poor’s Global Ratings Green Evaluation*) et explicitement exclue dans la plupart des exemples de taxonomies étudiés. Les technologies propres dans le domaine du charbon, le gaz naturel et les biocarburants font également l’objet de controverses notables.

iii. Enfin, rappelons les caractéristiques saillantes de la proposition de règlement européen en vue de la mise en œuvre d’une classification unifiée des activités durables à l’échelle européenne<sup>8</sup> :

- Les quatre critères définis par le règlement afin de déterminer si une activité est durable sur le plan environnemental sont les suivants : **(i)** l’activité contribue de manière substantielle à un ou plusieurs objectifs environnementaux définis au sein de son article 5 (cités précédemment) ; **(ii)** elle n’est pas contraire à l’un des objectifs environnementaux ; **(iii)** elle est conforme aux principes minimaux en matière de droit du travail ; et **(iv)** elle est conforme aux critères techniques qui seront adoptés *via* des actes délégués de la Commission d’ici fin 2019.
- Pour chacun des objectifs définis, le règlement prévoit la **liste des activités** qui pourront être considérées par le groupe d’experts (telles que l’utilisation de matériaux renouvelables) ;
- Le règlement prévoit de **couvrir l’ensemble des activités pertinentes au sein d’un même secteur économique en vue d’éviter de créer des distorsions concurrentielles** ; et
- Le règlement définit une série de **principes pour les critères techniques** qui seront adoptés, tels que les obligations minimales imposées afin d’éviter un impact négatif sur un ou plusieurs des objectifs environnementaux, l’utilisation de seuils quantitatifs ou qualitatifs, la prise en compte du cycle de vie de l’activité. Le règlement met également en exergue la nécessité de prendre en compte l’impact potentiel sur la liquidité de marché, le risque de perte de valeur de l’actif et le risque de créer des « *inconsistent incentives* ».

<sup>8</sup> *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment*, 24 mai 2018. Cette proposition de règlement introduit la taxonomie et invite à la création d’un groupe technique d’experts (actuellement en cours de composition). Elle vise, au 1<sup>er</sup> semestre 2019, la publication d’une première taxonomie se concentrant sur la prévention du risque climatique (*climate change mitigation*) puis, au 2<sup>ème</sup> semestre 2019, la publication de taxonomies additionnelles se concentrant sur l’adaptation au changement climatique (*climate change adaptation*) et les autres activités économiques environnementales. La proposition de règlement est en consultation jusqu’au 26 juillet 2018.

⇒ Ces caractéristiques nous apparaissent importantes dans le cadre de l'élaboration d'une classification unifiée des activités durables, en particulier concernant la conformité aux objectifs environnementaux et la prise en compte du cycle de vie d'une activité.

### 3) Caractéristiques clefs d'une classification des actifs verts : propositions en vue de l'élaboration d'une taxonomie européenne

Au regard de notre analyse comparative des taxonomies existantes, il apparaît qu'une taxonomie des activités durables permettant d'inciter les investisseurs et ainsi d'atteindre les objectifs de l'Accord de Paris doit comporter les caractéristiques fondamentales suivantes :

#### i) Vaste champ d'application et degré de granularité

La taxonomie doit comprendre un **vaste champ d'application**, dans la lignée du référentiel applicable au label français TEEC, afin de couvrir les activités directement « vertes » et celles ne l'étant pas directement – du « vert clair » au « vert foncé » (*i.e.* technologies de substitution ; systèmes ferroviaires ; agriculture). Il conviendra en effet de distinguer parmi les activités d'une entreprise appartenant au secteur de l'environnement quelles sont ses activités lui permettant de revêtir un impact environnemental réel (ex. entreprise de recyclage des déchets).

Son **degré de granularité** doit être aussi élevé que possible en vue d'assurer un fléchage pertinent de l'investissement, *via* la définition de sous-catégories d'activités éligibles. Un degré de granularité élevé permet en effet une facilité de validation de l'éligibilité des projets verts et un degré élevé d'harmonisation au sein de l'Union européenne et au-delà. Il faudra cependant veiller aux difficultés inhérentes à un tel degré de granularité, résidant surtout dans la mise à jour des activités durables au fil du temps.

Toutefois, il faudra veiller, lors de son établissement, à **ne pas aboutir à une taxonomie « sectorielle »**, plus propices à l'émergence de bulles financières en cas de fléchage non efficient de l'investissement, et adopter une **approche trans-sectorielle répondant à des objectifs environnementaux précis**.

#### ii) Une taxonomie souple

La taxonomie devra comporter une certaine **souplesse** dans sa construction, en vue de s'adapter aux **changements technologiques et scientifiques, mais également réglementaires, à venir**. Des clauses de revues, un mécanisme de contrôle de sa mise en œuvre et de son efficacité, permettront d'atteindre un tel objectif.

#### iii) Une taxonomie suivant une trajectoire de décarbonation 2°C : critères de décarbonation et critères d'exclusion

La taxonomie devra permettre aux institutions financières et aux épargnants de suivre une trajectoire de réduction des émissions dans la lignée des objectifs de l'Accord de Paris (*i.e.* **trajectoire 2°C**). Le caractère « dynamique » de la taxonomie, en ce sens, est crucial pour le succès de sa mise en œuvre : des **critères de**

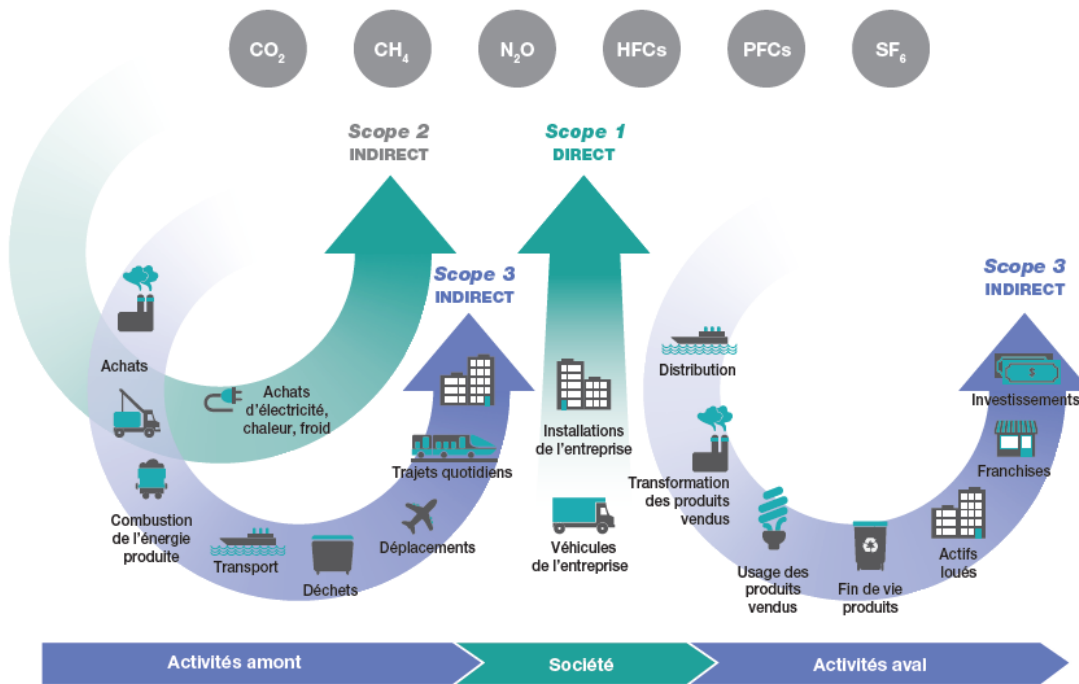
**« décarbonation » des activités durables devront être établis en vue de pouvoir distinguer la frontière se dessinant entre le « green » et le « brown » dans une trajectoire 2°C.** Dans le cadre de cette « trajectoire 2°C », chaque activité voit son intensité carbone diminuer progressivement, à un niveau et à un rythme dépendant de ses spécificités et des ruptures technologiques que connaît le secteur.

Aussi, des **critères d'exclusion** (« brown ») pourront être spécifiés, sur le fondement de secteurs ou activités donnés (ce qui revêt des enjeux politiques notables, notamment sur la question du nucléaire ou encore des énergies fossiles, encore largement subventionnées au sein des pays du G7) ou de normes prédéfinies (*i.e.* exclusion de l'ensemble des investissements n'étant pas en ligne avec des standards donnés). De tels critères d'exclusion permettent ainsi d'établir une « ligne rouge » mais nécessitent une communication renforcée auprès des investisseurs, en particulier dans certaines situations particulières (*i.e.* place du nucléaire dans certains pays). En ce sens, tout critère d'exclusion devra être accompagné d'indicateurs (*i.e.* métriques de performance environnementale ou de l'impact sur l'environnement d'une activité donnée), voire de seuils d'éligibilité, dans la lignée directe de mise en place de critères de « décarbonation » de certaines activités. De tels seuils et critères permettront en la « **part verte** » en **pourcentage du chiffre d'affaires, de la production ou de la R&D, les émissions évitées** outre la possibilité de comparaisons entre entreprises d'un même secteur d'activité ou encore entre plusieurs secteurs ; de manière objective, tout en renforçant les pratiques de comptabilité environnementale des entreprises.

Or, **calculer l'empreinte carbone d'une activité n'est pas chose aisée.** Afin de mesurer l'impact climatique d'une entreprise, il est possible d'avoir recours aux émissions totales de CO<sub>2</sub> (qui représentent l'empreinte carbone totale et absolue du portefeuille), aux émissions financées ou encore à l'intensité carbone (qui prend notamment en compte la taille de l'entreprise). Mais ces indicateurs n'offrent aucune visibilité sur la contribution à la transition énergétique des entreprises – certaines entreprises ayant une forte empreinte carbone pouvant aussi être de grands contributeurs à la transition énergétique. **Plusieurs indicateurs complémentaires voient ainsi le jour, tels que l'information qualitative sur la stratégie de l'entreprise** (R&D en particulier), (par rapport à un scénario de référence) qui permettent de comprendre la magnitude de la contribution positive malgré son émission de GES (ex. entreprise de recyclage).

En ce sens, il conviendrait de prendre en compte les **trois catégories d'émissions de GES**, appelées « *scopes* », qui distinguent selon que ces émissions soient directes (*scope 1*) ou non (*scopes 2 & 3*).

FIGURE 1 : ILLUSTRATION DES SCOPES D'UNE EMPREINTE CARBONE



Source : I4CE, « Quelles analyses des enjeux climatiques les acteurs financiers peuvent-ils réaliser dès aujourd'hui ? », Point climat n°46, avril 2017.

#### iv) Une taxonomie prenant en compte l'ensemble de la chaîne de valeur

La taxonomie devra **prendre en compte l'ensemble de la chaîne de valeur**, et du cycle de vie, d'une activité. En ce sens, développer des **indicateurs d'alignement de la trajectoire 2°C** s'avère utile : cette notation est généralement fondée sur le croisement d'indicateurs quantitatifs<sup>9</sup>) et d'indicateurs qualitatifs (davantage prospectifs) permettant d'évaluer une tendance potentielle des émissions de l'entreprise (selon sa stratégie d'investissement, de R&D, etc.). Les critères de notation sont ainsi adaptés au rythme spécifique de décarbonation nécessaire pour chaque secteur pour l'atteinte d'une trajectoire 2°C.

En ce sens, **prendre en compte les éléments de gouvernance de l'entreprise, en particulier les éléments relatifs aux principes de sous-traitance**, est indispensable en vue de capter l'ensemble de la chaîne de valeur et de déterminer les *scopes* d'émissions de GES.

#### v) Un processus d'élaboration qui inscrive la taxonomie dans les politiques de transition écologique de l'économie et qui assure sa comparabilité au niveau international

Enfin, de manière plus générale, le **processus d'élaboration de la taxonomie**, et ce en vue d'assurer sa durabilité et son efficacité dans le temps, devra s'accompagner de :

→ La formulation d'objectifs politiques en matière environnementale : en ce sens, **la taxonomie gagnerait à être élaborée en lien étroit avec l'ensemble des politiques**

<sup>9</sup> Empreinte carbone, voire indicateurs de performance carbone d'une activité ou d'un produit dont le dénominateur est basé sur une unité physique de production (ex. tCO<sub>2</sub> émise par kWh produit).

**internes de l'Union.** Les critères associés et leur pondération doit également être en ligne avec l'agenda environnemental de l'Union et son évolution au fil du temps ;

- **Un renforcement de la mesure de l'impact environnemental** des mécanismes financiers (*i.e.* émissions d'obligations vertes ; prêts et placements en actions verts) et non-financiers (*i.e.* dialogue avec les investisseurs et les épargnants ; diffusion d'informations) qui façonnent l'investissement vert. Peu d'études économiques se sont en effet à ce jour employées à mesurer et détailler l'impact environnemental des investissements « verts » (Wagemans et al. 2012) ;
- L'élaboration, dans un second temps, de **lignes directrices et de guides de bonnes pratiques à destination des acteurs de marché** en vue d'une adoption la plus globale possible ; et
- L'établissement d'**indicateurs primaires communs avec les taxonomies existantes à l'échelle internationale**, et notamment le projet « *Rosetta Stone* » commun à la BEI et au GFC, en vue d'aboutir à une taxonomie, *in fine*, universelle – tant en vue de développer des investissements verts transfrontières que d'éviter un arbitrage réglementaire.

## Annexes

### 1. Nomenclature des activités éligibles à l'obtention du label TEEC (référentiel mai 2018)

<p><b>1. Énergie</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Énergie solaire</li> <li>▪ Énergie éolienne</li> <li>▪ Bioénergie</li> <li>▪ Énergie hydraulique</li> <li>▪ Énergie géothermique</li> <li>▪ Autres énergies renouvelables</li> <li>▪ Distribution et gestion de l'énergie</li> <li>▪ Stockage de l'énergie</li> <li>▪ Capture du carbone</li> <li>▪ Services</li> </ul> <p><b>2. Bâtiment</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bâtiments verts</li> <li>▪ Efficacité énergétique</li> <li>▪ Systèmes de capture de l'énergie</li> <li>▪ Services</li> </ul> <p><b>3. Économie circulaire</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Technologies et produits</li> <li>▪ Services</li> <li>▪ Valorisation énergétique des déchets</li> <li>▪ Gestion des déchets</li> </ul> <p><b>4. Industrie</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Produits d'efficacité énergétique</li> <li>▪ Systèmes et processus d'efficacité énergétique</li> <li>▪ Cogénération, tri génération, etc.</li> <li>▪ Récupération de chaleur</li> <li>▪ Réduction des GES non liés à la production d'énergie</li> <li>▪ Processus industriels éco-efficacients</li> <li>▪ Services</li> <li>▪ Agro-alimentaire bio</li> </ul>	<p><b>5. Transport</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Système de fret et transport ferroviaire</li> <li>▪ Système de transport ferroviaire urbain</li> <li>▪ Véhicules électriques</li> <li>▪ Véhicules hybrides</li> <li>▪ Véhicules à carburant alternatif</li> <li>▪ Transit rapide bus</li> <li>▪ Transport à vélo</li> <li>▪ Biocarburants</li> <li>▪ Biocarburant pour l'aviation</li> <li>▪ Logistique de transport</li> </ul> <p><b>6. Technologies de l'information et de la communication</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Centre de données fonctionnant aux énergies renouvelables</li> <li>▪ Infrastructures bas carbone</li> <li>▪ Produits et technologies fonctionnant sous smart grid</li> <li>▪ Technologies de substitution</li> </ul> <p><b>7. Agriculture &amp; forêt</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Agriculture</li> <li>▪ Activités forestières moins émettrices de carbone et liées à la séquestration du carbone</li> <li>▪ Agriculture à basse émission de GES, séquestrant le carbone et résiliente au climat</li> </ul> <p><b>8. Adaptation</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Adaptation à l'eau</li> <li>▪ Infrastructures</li> </ul>
--	---



2. **Eléments clefs de la future taxonomie de l'Union européenne, par le *High Level Expert Group on Sustainable Finance* (rapport de janvier 2018)**

What the Sustainability Taxonomy would be...	What the Sustainability Taxonomy would not be...
<p>A classification system identifying activities, assets and revenue segments that deliver on key sustainability goals based on the eligibility conditions set out by the taxonomy. Designed as a 'meta' framework onto which existing (and future) definitions that are used in a variety of contexts can be mapped, enabling comparability of different standards and products.</p>	<p>A standard by itself. A standard will need a system of thresholds, reporting, management and oversight. Standard-setters are expected to use the taxonomy to inform their respective standards.</p>
<p>Designed to provide a level of granularity that minimises ambiguity to the extent possible.</p>	<p>Populated with specific, quantified metrics. More work would be needed to establish appropriate metrics for any EU standard.</p>
<p>An evolving tool. The science around sustainability is dynamic and evolving, as are social expectations as well as investor and market needs. Therefore, the taxonomy should be considered to represent the best of our currently available knowledge and will require continuous review.</p>	<p>Set in stone.</p>
<p>A neutral framework that can be applied to a variety of financial instruments, including but not limited to project finance, bonds and equity. It provides insight at the individual activity level.</p>	<p>The complete picture for a portfolio of assets or non-pure play companies. Decisions will need to be taken as to what proportion of assets need to meet the eligibility criteria in order for a bundle to be deemed sustainable, or whether to account solely for the parts that are.</p>
<p>Built on existing understanding schemes developed by hundreds of scientific, technical and financial experts.</p>	<p>Not a means of prioritising or ranking investments where multiple benefits are possible, or exploring potential optimal mixes of outcomes and impacts for individual investments.</p>
<p>Focused on assets, revenue segments and activities related to financial assets and services.</p>	<p>Covering the conduct or management of a company or entity.</p>

3. **Éléments clefs de la future taxonomie de l'Union européenne, par le *High Level Expert Group on Sustainable Finance* (rapport de janvier 2018)**

Green Bond Principles	Climate Bonds Initiative	China Green Bonds Endorsed Project Catalogue	FTSE Russel Env. Markets Classification System	MSCI Global Environment Indexes Methodology	NASDAQ OMX Green Economy	HSBC Investable Climate Change Index	LuxFLAG Climate Finance Label	Nordic Investment Bank Green Bonds	Government of Italy
Renewable energy	Energy	Clean energy	Renewable & alternative energy	Alternative energy	Renewable Energy Generation	Solar; Wind; Geothermal; Hydro; Diversified renewable	Renewable energy; Lower-carbon & efficient energy generation	Renewable energy	Renewable energy
Energy efficiency		Energy saving	Energy efficiency	Energy efficiency	Energy Efficiency	Energy efficient solutions	Energy efficiency	Energy efficiency	Energy efficiency
pollution prevention and control		Pollution prevention and control	Pollution control	Pollution prevention	Pollution Mitigation	Waste and pollution control			pollution prevention and control
					Bio/Clean Fuels	Natural gas Biofuels Nuclear Integrated power			
						Fuel cells; Fuel efficiency autos; Power storage			
	Waste, pollution control and sequestration		Waste management & technologies		Recycling		Waste and wastewater	Waste management	Sustainable waste management
Environmentally sustainable management of living natural resources and land use	Agriculture and forestry	Resources conservation & recycling	Food, agriculture & forestry		Natural Resources		Agriculture, forestry and land use		sustainable agriculture and land management
clean transportation	Transport	Clean transportation			Transport		Transport	Public transport	Sustainable transport and mobility
climate change adaptation	Adaptation	Ecological protection and climate change adaptation							Resilience
terrestrial and aquatic biodiversity conservation									Biodiversity conservation
sustainable water and wastewater management			Water infrastructure & technologies	Sustainable water	Water	Water		Waste water treatment	water management
eco-efficient and/or circular					Advanced Materials		Low carbon technologies		

4. **Comparaison des taxonomies vertes existantes au sein des segments de marché étudiés (obligations vertes ; prêts verts ; placements en actions verts)**

Source : European Commission (Octobre 2017), *Defining « green » in the context of green finance*

economy adapted products, production technologies and processes									
green buildings	Buildings			Green Building	Green Building	Building insulation		Green buildings	Green buildings
			Environmental support services						ecosystem services protection
	Industry; Information Technology and Communications				Healthy Living; Financial; Lighting	Investment companies; Agrochemicals Carbon trading	Non-energy GHG reductions; Cross-cutting issues		

5. **Le Green Revenues factor de l'indice FTSE Russell**



## Eléments bibliographiques

2° Investing Initiative; UNEPFI; WRI (2016): CLIMATE STRATEGIES AND METRICS – EXPLORING OPTIONS FOR INSTITUTIONAL INVESTORS.

Aglietta, M., & Rigot, S. (2012). Investisseurs à long terme, régulation financière et croissance soutenable. *Revue d'économie financière*, (4), 189-200

Aglietta, M., Espagne E., and B. Perrissin-Fabert. "A proposal to finance low carbon investment in Europe." *France Stratégie: Paris* (2015).

Direction générale du Trésor & Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, L'évaluation des risques liés au changement climatique dans le secteur bancaire", février 2017.

European Commission (Octobre 2017), Defining « green » in the context of green finance

European Commission (Mars 2018), EU Action Plan for Sustainable Finance

European Investment Bank and GFC, "The need for a common language in Green Finance", novembre 2017

G20 Green Finance Study Group (2016): G20 Green Finance Synthesis Report.

High Level Expert Group on Sustainable Finance (janvier 2018), Final Report

I4CE, « Quelles analyses des enjeux climatiques les acteurs financiers peuvent-ils réaliser dès aujourd'hui ? », Point climat n°46, avril 2017.

Inderst, G., Kaminker, Ch., Stewart, F. (2012), "Defining and Measuring Green Investments: Implications for Institutional Investors" Asset Allocations", *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, No.24, OECD Publishing.

UNEP Inquiry (2016a): DEFINITIONS AND CONCEPTS - Background Note.