



LES FONDS D'INVESTISSEMENT DANS LES ACTIFS CO₂ : ÉTAT DES LIEUX

ARIANE DE DOMINICIS *

L'année 2005 a vu la mise en place du marché européen d'échange de quotas de CO₂ et l'entrée en vigueur du protocole de Kyoto après sa ratification par la Russie. Ce double contexte a confirmé l'émergence d'une « finance carbone », basée sur de nouveaux types d'actifs financiers : les actifs CO₂, ou « crédits carbone » qui matérialisent des réductions d'émissions et circulent sur ces nouveaux marchés.

Face à l'approche de la première période d'application du protocole de Kyoto, certains acteurs ont choisi de se fournir dès à présent en crédits carbone, anticipant une hausse de leur prix d'ici à 2012. Ces investissements, qui ont démarré timidement en 1999 pour s'amplifier par la suite, se font principalement dans le cadre des mécanismes dits « de projet » prévus par le protocole de Kyoto : mécanisme pour un développement propre (MDP) pour les projets réalisés dans les pays en développement, mise en œuvre conjointe (MOC) pour ceux effectués en Europe de l'Est et en Russie. Dans les deux cas, des crédits carbone sont délivrés en échange de réductions d'émissions : pour le MDP, ils peuvent déjà l'être une fois le projet validé par l'ONU ; pour la MOC, ils le seront dès 2008. Ils seront, de plus, valorisables dans le cadre du système européen d'échange de quotas de CO₂. Le prix de ces crédits se situe aujourd'hui entre 5 et 10 € par tonne de CO₂ évitée, soit bien en dessous des prix du marché européen (supérieurs à 20 € la tonne).

* Chef de projet à la Mission climat de la Caisse des Dépôts.



Trois types d'acteurs sont concernés par l'achat de réductions d'émissions :

- *les gouvernements des pays industrialisés*, qui ont souscrit à des objectifs de réductions d'émissions dans le cadre du protocole de Kyoto, peuvent compenser un dépassement de leurs objectifs par l'achat de crédits carbone sur le marché. Ces gouvernements anticipent qu'ils auront des difficultés à réaliser leurs engagements sans recourir à l'achat de réductions d'émissions sur le marché international, et veulent réaliser cet achat le plus tôt possible pour éviter de payer trop cher ;
- *les entreprises soumises à des obligations de réductions nationales* (notamment au sein de l'Union européenne) ou à des objectifs de réductions volontaires (comme au Japon) peuvent vouloir réaliser une partie de ces objectifs *via* les mécanismes de projet. Elles en ont, en effet, la possibilité, selon le même principe que les gouvernements ;
- *les investisseurs financiers* peuvent acheter des réductions d'émissions en espérant une plus-value après 2008.

Tous ces acheteurs ne sont pas forcément familiers des actifs CO₂, et peuvent considérer que leur acquisition est risquée, puisque les procédures d'approbation des projets sont relativement longues et incertaines avant que ne soient délivrés les crédits. Les fonds d'investissement, et autres mécanismes d'achat, ont alors l'avantage de pouvoir regrouper plusieurs acheteurs et de permettre un investissement dans un portefeuille de projets : le risque d'achat est alors mutualisé, et diminué pour les acquéreurs. De plus, le choix du gestionnaire du fonds peut permettre de confier ces achats à des structures déjà familiarisées avec le marché, plutôt que d'opter pour des transactions de gré à gré.

LE DÉVELOPPEMENT DES MÉCANISMES D'ACHAT DE CO₂

En 1999, la Banque mondiale s'est positionnée comme pionnière dans le domaine de l'investissement carbone en créant le Prototype Carbon Fund (PCF), fonds réunissant des investisseurs gouvernementaux et privés pour 180 M\$. Cette initiative a été rejointe, quelques mois plus tard, par une initiative des Pays-Bas avec le lancement du programme d'achat ERUPT. Il s'agissait alors de deux programmes novateurs, visant à défricher les possibilités naissantes d'achats d'actifs carbone dans un contexte incertain.

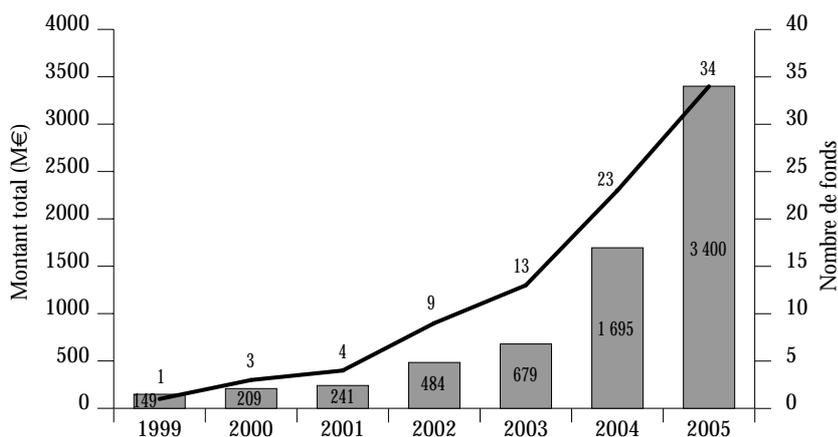
Depuis lors, les mécanismes d'achat de CO₂ se sont multipliés : fin 2001, on pouvait en recenser quatre, réunissant au total moins de 250 M€ ; à l'automne 2005, on compte 34 initiatives, représentant un potentiel d'investissement de plus de 3 Md€.

La croissance, tant du nombre de fonds que du volume financier correspondant, a été exponentielle : de 4 nouveaux fonds apparus

en 2002, on est passé à 11 nouveaux véhicules d'achat en 2005. Le potentiel d'investissement a doublé entre la fin 2004 et septembre 2005. De plus, la taille moyenne des fonds connaît une croissance soutenue : elle est passée de 50 M€ fin 2003 à plus de 100 M€ en 2005.

Cette évolution correspond, d'une part, aux besoins croissants des États (pays européens, Canada, Japon), qui estiment de plus en plus que les réductions d'émissions effectuées sur leur sol ne suffiront pas à respecter leurs engagements de Kyoto ; d'autre part à un appétit du monde financier pour un actif CO₂ qui commence à faire ses preuves, dans un contexte de diminution du risque institutionnel. L'entrée en vigueur du protocole de Kyoto a ainsi très certainement contribué à l'accélération des investissements depuis quelques mois.

Graphique n° 1
Évolution du nombre de mécanismes d'achat d'actifs carbone et du montant total alloué depuis 1999



LES INVESTISSEURS : UN PAYSAGE EN MUTATION RAPIDE

On peut distinguer aujourd'hui trois principaux types de mécanismes d'achat : les fonds ouverts à des investisseurs privés uniquement, les mécanismes d'achat gouvernementaux, et enfin les fonds qui accueillent les deux types d'investisseurs (fonds mixtes). On compte dans ces derniers plusieurs fonds créés par la Banque mondiale depuis 1999.

Les fonds entièrement privés obéissent à deux logiques différentes : ils peuvent réunir des industriels ayant des engagements de réductions d'émissions (comme en Europe ou au Japon) et souhaitant acquérir des crédits pour remplir une partie de ces engagements ; ils peuvent



également concerner des acteurs financiers ayant une logique d'investissement beaucoup plus « classique » et espérant une plus-value à la revente des actifs CO₂.

Les Pays-Bas, précurseurs en matière d'investissement CO₂

Les Pays-Bas ont été les premiers à se lancer dans l'achat de crédits CO₂. Le coût de réduction d'émissions est, en effet, estimé dans ce pays à 100 € par tonne de CO₂ évitée, soit le double de la moyenne européenne : le gouvernement néerlandais a donc annoncé son intention de remplir la moitié de ses engagements de Kyoto (soit 100 millions de tCO₂ à réduire) par l'achat de réductions d'émissions issues du MDP ou de la MOC. Le gouvernement a ainsi lancé le programme ERUPT d'achat de crédits issus de la MOC, quelques mois seulement après la création du Prototype Carbon Fund, et a constitué une réserve de 736 M€ pour l'acquisition d'actifs carbone. Cette dotation est répartie entre différentes modalités d'achats dont sept mécanismes gérés par différents types de structures (Banque mondiale, agences gouvernementales, banque privée...), et créés entre 1999 et 2003. Aujourd'hui, les Pays-Bas indiquent avoir pratiquement rempli leur objectif d'achat.

La montée en puissance des gouvernements européens

D'autres gouvernements européens ont suivi les Pays-Bas, et sont actuellement très actifs dans la finance carbone, que ce soit par leur participation à des fonds réunissant d'autres investisseurs (par exemple ceux créés par la Banque mondiale) ou par la création de mécanismes d'achats gouvernementaux : on citera, sans être exhaustif, le Danemark, la Suède, la Finlande, l'Italie, l'Autriche ou l'Espagne. Il est probable que ces mécanismes s'étendent à d'autres pays dans les années qui viennent (le Portugal a, par exemple, annoncé récemment son intention de recourir aux crédits MDP et MOC pour couvrir ses engagements). Certains pays européens se distinguent cependant par leur volonté de remplir leur objectif de Kyoto sans recourir à ces mécanismes. C'est le cas, par exemple, du Royaume-Uni.

2005 : l'arrivée de nouveaux acteurs dans le champ de la finance carbone

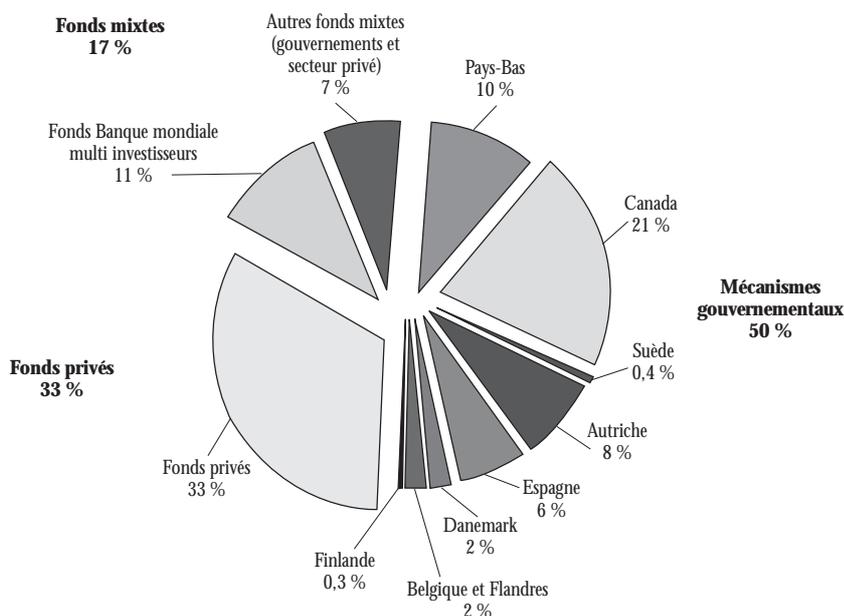
Fin 2004, les programmes d'achat de CO₂ des gouvernements européens représentaient près de 65 % des investissements totaux. Ce paysage a singulièrement changé au cours de l'année 2005.

Deux gouvernements non européens ont tout d'abord annoncé la mise en place de programmes d'achat pour des montants importants : il s'agit du Japon (qui prévoit d'investir environ 200 M€¹) et du Canada

(environ 700 M€, dont une partie servira à acheter des crédits carbone canadiens).

D'autre part, il semble que la ratification du protocole de Kyoto et l'expérience du marché européen aient attiré les acteurs privés, jusqu'alors plutôt réticents. Fin 2004, trois fonds d'investissement CO₂ entièrement privés avaient vu le jour, dont un fonds rassemblant des industriels japonais (qui ont des engagements volontaires de réductions d'émissions), et le Fonds carbone européen, réunissant des acteurs financiers européens. En 2005, ce chiffre a été plus que doublé avec le lancement de quatre nouveaux fonds privés, pour un montant total de 700 M€. Parmi eux, on trouve notamment le Greenhouse Gas Credit Aggregation Pool, un fonds réunissant une trentaine d'investisseurs privés (principalement des industriels du secteur de l'énergie) pour plus de 500 M€ et géré par le *broker* Natsource.

Graphique n° 2
Importance relative des différents acheteurs
dans les mécanismes d'achat d'actifs CO₂ en novembre 2005



LA GESTION DES MÉCANISMES D'ACHAT

Les fonds d'achat de crédits CO₂, s'ils répondent à une même logique d'achat anticipé d'actifs carbone, présentent des profils relativement variés dans leur gestion et leur stratégie. Malgré l'intérêt croissant du



secteur privé, les grandes institutions financières publiques ou multilatérales font référence pour la gestion des actifs. D'autre part, le type d'actifs recherchés par les fonds est en train de se diversifier avec la consolidation du contexte institutionnel international.

La gestion des actifs : le rôle des grandes institutions financières

La Banque mondiale a lancé en 1999 le premier instrument d'achat de réductions d'émissions au monde. Son savoir-faire en la matière est aujourd'hui reconnu, et les gouvernements des Pays-Bas, d'Italie et récemment d'Espagne et du Danemark lui ont confié l'achat de réductions d'émissions pour leur compte. La Banque mondiale gère ainsi à l'automne 2005 - sans y être investisseur - sept fonds d'achat d'actifs carbone, représentant au total plus de 500 M€, soit environ 15 % des investissements. Elle représente donc le gestionnaire de fonds le plus important en matière d'actifs carbone.

D'autres institutions financières multilatérales, comme la BERD ou la BEI, gèrent également des mécanismes d'achat pour le compte de gouvernements.

Les organismes financiers publics ont, d'autre part, un rôle particulièrement important dans la constitution et la gestion des mécanismes d'achat : trois fonds ont ainsi été créés par de tels organismes (le Fonds carbone européen - FCE - par la Caisse des Dépôts, le Japan GHG Reduction Fund, regroupant des industriels japonais, par les deux institutions financières publiques JBIC - Japan Bank for International Cooperation - et DBJ - Development Bank of Japan -, et le KfW-Klimaschutzfonds par la KfW), parmi lesquels deux fonds entièrement non gouvernementaux (FCE et fonds japonais).

Les stratégies d'achat

Certains fonds ont choisi de cibler leurs achats à partir de critères d'investissement sectoriels ou géographiques. Par exemple, le Community Development Carbon Fund et le BioCarbon Fund, deux fonds de la Banque mondiale, achètent respectivement des crédits issus de petits projets communautaires dans les pays les moins avancés, et des crédits issus de projets forestiers. De même, le Baltic Sea Region Testing Ground Facility, un fonds regroupant des États de la région baltique, investit uniquement dans cette région. Les critères géographiques des mécanismes reflètent à la fois des questions de géopolitique (relation privilégiée entre un pays et une zone géographique, comme l'Espagne et l'Amérique Latine ou le Japon et l'Asie du Sud-Est), et des questions de risque-pays.

Les crédits carbone issus de projets MDP ou MOC constituent ainsi le cœur de cible des mécanismes d'investissement, et ont même jusqu'à



récemment été les seuls actifs recherchés par ces mécanismes. La demande est cependant en train de s'élargir. En effet, plusieurs fonds ont annoncé leur intention d'acheter des quotas européens², ou encore des « permis Kyoto »³, délivrés aux États ayant des obligations de réduire leurs émissions pour matérialiser le seuil d'émissions qui leur est accordé. Le mécanisme canadien prévoit d'acheter une partie de ses crédits carbone... sur son propre sol, en utilisant un système dit de « projets domestiques », par lequel des crédits CO₂ sont délivrés à des projets ayant lieu sur son territoire, une partie de ces crédits étant ensuite rachetés par le fonds canadien. L'intérêt pour un nombre grandissant d'actifs CO₂ est une nouveauté qui montre une fois de plus la montée en puissance de la finance carbone.

Les investissements dans des fonds d'achat de CO₂ connaissent une croissance très forte, qui reflète l'intérêt grandissant pour les marchés du carbone et le renforcement du contexte institutionnel. Cela signifie qu'un nombre suffisant de projets devra être trouvé pour générer, d'ici à 2012, et pour ces seuls acheteurs, entre 350 et 400 millions de tonnes de CO₂ évitées. Cette contrainte semble cependant atteignable, si l'on considère la diversification des actifs recherchés et la multiplication des projets observés aujourd'hui. Le rythme de la création des fonds devra néanmoins se ralentir à terme du fait de la forte incertitude pesant sur l'après 2012, date de fin de la première période d'application du protocole de Kyoto. Au-delà de cette date, tout reste à définir, et nul ne peut anticiper les prix et même l'existence des actifs CO₂ échangés aujourd'hui. L'essor de la finance carbone ne doit pas masquer ce qui reste son talon d'Achille : l'incertitude institutionnelle.

NOTES

1. Cette décision d'investissement n'a toutefois pas encore été inscrite dans le budget du gouvernement japonais. Le montant correspondant n'a donc pas été inclus dans les graphiques présentés.
2. Quotas échangeables de CO₂ attribués aux industriels européens.
3. « Unités de quantité attribuées » ou UQA (AAU en anglais).

