



Les obligations vertes

au service de la transition énergétique et écologique

Septembre 2016

En plein essor, les obligations vertes sont un levier important pour le financement de la transition énergétique et écologique. Elles permettent aux entreprises et aux entités publiques de financer leurs projets environnementaux, plus particulièrement les investissements en infrastructures. Elles se différencient des obligations classiques par deux traits essentiels : un reporting sur les investissements qu'elles financent (une obligation classique n'est pas accompagnée d'un reporting spécifique et le niveau de détail est souvent moins important) et le caractère vert des projets financés. Pourtant, si elles sont définies dans leur principe, aucun standard précis ne caractérise la dimension environnementale des projets financés. Les enjeux actuels portent donc notamment sur la qualification verte des projets et sur le renforcement du reporting. La conférence environnementale 2016 invite aussi à une plus forte implication de la part des collectivités publiques et notamment des collectivités territoriales.

UN DÉVELOPPEMENT IMPORTANT DEPUIS 2013

Lancées en 2007, les obligations vertes connaissent une très forte croissance depuis ces trois dernières années. De 13 milliards de dollars en 2013, elles sont passées à 48 milliards de dollars en 2015 et devraient atteindre 100 milliards de dollars en 2016 (sources Crédit Agricole et *Climate bonds Initiative*). Malgré cet essor, le marché des obligations vertes souffre d'un manque de transparence quant à la qualification verte des projets financés. Il convient donc désormais de structurer ce marché en améliorant la transparence de l'information, tant pour les émetteurs que pour les investisseurs.

L'ÉLAN DONNÉ PAR LA COP21

La France, pays hôte de la COP21, a porté à cette occasion les obligations vertes qu'elle identifie comme une innovation pour le financement de la transition énergétique et écologique. Ce soutien a été relayé par 27 investisseurs mondiaux (dont Allianz, BNP Paribas, AXA ou Natixis,...) qui ont signé la déclaration de Paris sur les obligations

vertes. Ces acteurs gèrent 11 200 milliards de dollars d'actifs et encouragent ainsi la mise en place de standards pour définir les émissions qualifiées d'obligations vertes et mesurer les bénéfices environnementaux liés aux projets financés. L'association Paris Europlace, chargée de la promotion de la place financière de Paris à l'international, soutient aussi le développement des obligations vertes qui, selon elle, sont un instrument de mise en œuvre de l'Accord de Paris.

En parallèle à ces initiatives, la conférence environnementale 2016 a également mis l'accent sur les obligations vertes. Cela se traduit par l'incitation faite aux institutions financières publiques telles que la Caisse des Dépôts et Consignations, l'Agence française de développement ou encore la Banque Publique d'Investissement « de lancer des obligations vertes, dédiées à des projets d'investissements environnementaux ». Les collectivités territoriales sont encouragées à suivre cette voie. De même, l'émission d'obligations vertes portées par l'État est étudiée.

UN MARCHÉ QUI SE DIVERSIFIE ET S'INTERNATIONALISE

Si la Banque mondiale et les banques de développement, qui ont eu un rôle moteur dans l'émission des obligations vertes (cf. encadré 1), continuent à assurer la liquidité essentielle du marché, l'arrivée de nouveaux acteurs tels que les grandes entreprises a permis d'établir un écosystème d'investissement plus large.

Les grandes entreprises « investissent » le marché...

Même si la désintermédiation bancaire a permis l'accès direct des entreprises aux financements par émission de titres sur les marchés de capitaux, la plupart recourent essentiellement à l'endettement auprès des établissements de crédit : l'accès au financement par emprunt obligataire est facilité pour les grandes entreprises, qui ont un risque plus facilement évaluable par les investisseurs.

Les entreprises ont réellement « investi » le marché des obligations vertes à partir de 2013, avec notamment la levée par EDF de 1,4 milliard d'euros pour financer 13 projets d'énergies renouvelables (éolien, photovoltaïque).

Les obligations vertes, au service de la transition énergétique et écologique

Depuis, de nombreuses entreprises françaises se sont elles aussi lancées dans le domaine énergétique (Air Liquide, Engie, Schneider Electric), dans le recyclage (Paprec) ou le BTP (Unibail-Rodamco). À l'étranger, Apple a récemment mis un nouveau coup de projecteur sur ce type de financements en lançant une émission à hauteur de 1,5 milliard de dollars pour verdir son processus de production.

... au côté des banques privées

Des banques sont aussi engagées dans ce type d'obligations en levant sur le marché des titres pour financer des projets verts. Par exemple, HSBC France a émis en novembre 2015 sa première obligation verte d'un montant de 500 millions d'euros sur une durée de 5 ans. Cette émission doit servir à financer des projets contribuant à la lutte contre le changement climatique dans le domaine des énergies renouvelables, de l'efficacité énergétique, des transports propres ou des bâtiments durables.

Les collectivités émettent aussi pour leurs grands projets

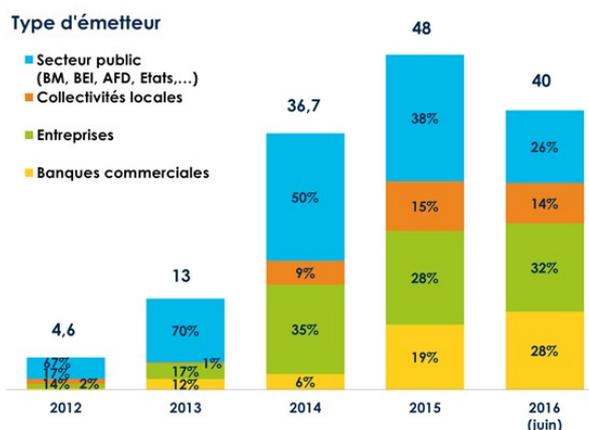
L'élargissement de la base des emprunteurs fait que le marché des obligations vertes tend à devenir aussi diversifié que le marché obligataire standard. En 2012, des régions comme l'Île-de-France, le Nord-Pas-de-Calais et Provence-Alpes-Cote-d'Azur, ont émis des obligations vertes pour financer des projets dans le domaine des transports en commun ou de la rénovation énergétique des bâtiments. D'autres collectivités françaises (Paris, Essonne) et étrangères (New York, Göteborg, Oslo) ont fait de même. À ce jour la démarche est menée par des collectivités de grande taille.

Une internationalisation s'opère en parallèle

Si les premières obligations vertes ont d'abord été émises en Europe et aux États-Unis, le marché s'est ensuite internationalisé avec notamment l'arrivée de l'Inde ou de la Chine, pays à forts besoins d'investissement. Ainsi, la Banque agricole de Chine a émis 7,9 milliards de dollars d'obligations vertes au premier trimestre, soit près de la moitié du total mondial (16,9 milliards).

Figure 1 : Répartition mondiale des obligations vertes par type d'émetteurs

(volume annuel émis en milliards de dollars)



Source : Crédit Agricole, 2016

Encadré 1 : Le rôle pionnier des banques de développement

Les banques de développement ont eu un rôle moteur dans l'émission des obligations vertes. Elles ont fait émerger au fil du temps un contour de ce que pouvaient être ces obligations vertes, aussi bien en termes de projets financés que de transparence dans l'allocation des fonds. En 2007, la Banque européenne d'investissement (BEI), lançait sa première émission thématique dite « *Climate awareness Bond* ». De l'ordre de 600 millions d'euros, cette émission s'articulait autour d'actions menées par le Conseil européen et la Commission européenne dans le cadre de la politique européenne de l'énergie. En 2008, la Banque mondiale émettait sa première obligation verte et a, depuis, mobilisé plus de 6 milliards de dollars dans des projets d'énergie solaire et éolienne, de reforestation ou de protection contre les inondations. Dans le même esprit, l'Agence française de développement, lors du lancement de sa première obligation verte en septembre 2014, a mis en place des standards dans le choix des critères de définition d'une obligation verte. Parmi eux figuraient notamment la justification de l'utilisation des fonds, l'évaluation de l'empreinte carbone et des risques environnementaux, sociaux et de gouvernance des projets, le suivi des flux, ou la mise en place d'un avis externe (seconde opinion) pour évaluer le caractère responsable et climatique de l'évaluation.

Ces diverses initiatives lancées par les banques de développement ont connu un fort succès auprès des investisseurs ayant intégré l'investissement socialement responsable (ISR) dans leurs stratégies d'investissement. Ces derniers ont naturellement été attirés par les obligations vertes. La question environnementale est en effet très mobilisatrice, au point qu'au sein de l'univers actuel de l'ISR elle prend désormais le pas sur les critères sociaux et de gouvernance.

Les obligations vertes, au service de la transition énergétique et écologique

FACE À LA DEMANDE ENVIRONNEMENTALE DES ÉMETTEURS ET INVESTISSEURS ...

Les entreprises et les collectivités se lancent dans ce type de démarches pour trois grands types de raisons tournant autour de l'objectif environnemental des obligations :

- communiquer sur leurs stratégies environnementales et donner du relief à leur engagement ;
- diversifier leur base de créanciers, en ciblant des investisseurs éthiques qui intègrent déjà des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ;
- améliorer la qualité du dialogue intra-organisationnel entre directions financières et directions environnementales au sein des structures.

Les investisseurs, de leur côté, cherchent à :

- répondre à la demande des épargnants d'investir en faveur de la transition énergétique et écologique ;
- mieux maîtriser un type de gestion intégrant des critères environnementaux, amené à croître dans les années à venir.

... UN MANQUE PERSISTANT DE DÉFINITION D'UNE OBLIGATION VERTE

Ce marché présente toutefois des risques liés à sa crédibilité. Sont en effet pointés le manque de définition claire du caractère vert, l'absence de cadrage et le problème de confiance dans les informations transmises sur le suivi et l'évaluation des obligations vertes, d'autant plus que cela implique de la part des professionnels une surveillance accrue des projets financés. En outre, la plupart des émetteurs, qui n'ont pas l'habitude de travailler via ce type d'instruments, n'ont pas forcément la volonté de supporter les surcoûts humains de la mise en place d'une gestion d'obligations vertes pouvant impacter la rentabilité de ces obligations (cf. encadré 2).

DES INITIATIVES PRIVÉES POUR STRUCTURER LE MARCHÉ ...

Le risque principal reste aujourd'hui l'absence de définition claire du caractère vert de l'émission. Il n'existe pas de norme juridique permettant de définir ce qui est jugé comme éligible ou non à des financements libellés « Obligations vertes » ou « *Green Bonds* ». À défaut, la position du marché aujourd'hui est avant tout centrée sur la recherche d'une grande transparence permettant aux investisseurs de juger de la bonne tenue de l'émission.

Dans ce sens, les protagonistes du marché ont déjà mis en place des règles tacites. Parmi ces dernières figurent les *Green Bond Principles* (GBP), édictés par l'Association internationale des marchés de capitaux (ICMA). Elle travaille sur l'identification des différents types de *green bonds* et de facteurs qui doivent être pris en compte dans l'émission d'obligations. Les GBP fixent un certain nombre de bonnes pratiques à respecter : définir

au préalable les activités potentiellement éligibles aux fonds levés par les obligations vertes, mettre en place un dispositif de contrôle surveillant de manière indépendante le caractère écologique de l'émission, ou avoir un *reporting* annuel public permettant de suivre l'avancement des projets. Dans ce dernier cas, il est nécessaire de recourir à des indicateurs permettant d'objectiver le caractère pleinement écologique des projets financés.

Même si les *Green Bond Principles* sont un premier pas vers une standardisation des obligations vertes, ils se heurtent néanmoins à certaines limites :

- absence de définition des projets se qualifiant comme « verts » dont la méthodologie est renvoyée à d'autres acteurs comme l'association CBI (cf infra) ;
- faible diversité des émetteurs parmi les membres du groupe des GBP ;
- divergence dans les méthodologies de reporting ;
- manque de standardisation ou de consensus sur les secondes opinions (expertise menée par une tierce partie sur les critères de sélection des projets financés par les obligations vertes) qui sont extrêmement hétérogènes en fonction des agences de notation ;
- caractère volontaire et non contraignant des GBP et niveau de conformité variable par rapport aux lignes directrices.

Parallèlement, la *Climate Bonds Initiative*, a pour objectif de mettre en place des nomenclatures définissant par secteurs d'activité les pratiques éligibles au qualificatif de *Green Bonds*. Cela suppose un travail de très longue haleine, qui fait face à un certain nombre de problématiques comme la définition de critères/pratiques internationales alors même que les écarts technologiques entre pays développés et pays émergents rendent très difficile un consensus international.

... COMPLÉTÉES RÉCEMMENT PAR DES INITIATIVES PUBLIQUES

Le label « Transition énergétique et écologique pour le climat », créé en France par décret du 10 décembre 2015, labellise des fonds qui investissent dans la transition énergétique et écologique. Ces fonds intègrent les obligations de projets, sous réserve qu'elles financent des projets relevant d'activités définies par la nomenclature du label (adaptée de celle de la *Climate Bonds Initiative*) et qu'elles soient alignées sur les *Green Bonds Principles*.

Dans les pays émergents, qui ont des caractéristiques très éloignées des marchés obligataires occidentaux, les régulateurs, soucieux de développer l'investissement privé dans l'effort de transition énergétique et écologique, commencent à mettre en place des définitions plus strictes encadrant les activités éligibles. C'est le cas de la Chine, qui a récemment encadré les activités qu'elle considère comme éligibles, mais qui ne correspondent pas forcément à une vision européenne des technologies écologiques.

QUELS LEVIERS POUR STRUCTURER ET CRÉDIBILISER LE MARCHÉ AUX NIVEAUX NATIONAL ET INTERNATIONAL ?

La définition de standards

L'absence de standardisation rend difficile l'harmonisation et la transparence des obligations vertes vis-à-vis de l'investisseur. Ce dernier est pourtant de plus en plus attentif au *reporting* extra-financier, notamment à son volet environnemental.

Il apparaîtrait donc nécessaire que le marché se structure et se renforce par :

- une harmonisation des standards de *reporting* soit pour les émetteurs, soit pour les secondes opinions. Cette standardisation est l'une des demandes des investisseurs figurant dans la déclaration de Paris sur les obligations vertes. Une première étape pourrait consister à élaborer un encadrement ou à valoriser les bonnes pratiques en la matière ;
- une analyse de l'impact environnemental des projets durant toute la durée de l'émission obligataire (actuellement l'analyse des impacts est essentiellement *ex ante* et ne tient pas compte de l'impact réel du projet sur l'environnement).

Une mutualisation des créances émises par les collectivités territoriales

Pour les collectivités de petite taille, l'accès au marché obligataire est difficile. En effet, le lancement d'émissions obligataires vertes est un processus plus ou moins long qui impose une mobilisation de moyens et de personnels d'autant plus forte que les projets sélectionnés par les collectivités sont de petites tailles et demandent un travail de *reporting* plus détaillé. Cette mutualisation à laquelle incite les conclusions de la Conférence environnementale 2016 offrirait : un accès facilité des petites et moyennes collectivités au marché obligataire via notamment une mutualisation des moyens pour le suivi du projet et la mise en place du *reporting* détaillé des émissions ; une massification des montants appelés et, par conséquent, la capacité d'emprunt des collectivités.

Encadré 2 – La question de la rentabilité et du risque des obligations vertes

La rentabilité des obligations vertes peut aussi être un frein au développement du marché. Dominé par les banques de développement et les grandes entreprises, le marché des obligations vertes a plutôt tendance à être peu risqué au plan de la rentabilité strictement financière et, par conséquent, à offrir un rendement relativement similaire à celui d'obligations « non vertes », y compris sur les marchés secondaires. Toutefois, les obligations vertes peuvent encourir un risque réputationnel plus élevé car elles sont plus fortement exposées à des risques de controverses sur les projets. En outre, elles sont souvent moins liquides que d'autres obligations.

Cet aspect limite l'attrait de certains investisseurs qui privilégient d'autres formes de prise en compte de critères ESG, comme l'exclusion de certains secteurs (énergies fossiles notamment) ou la décarbonation des portefeuilles d'investissement.

Directrice de la publication : Laurence Monnoyer-Smith, commissaire générale au développement durable

Auteurs : Dorine Laville et Maryvonne Phantharangsi. Cet article a été élaboré à partir d'une étude réalisée par Léo Besson lors d'un stage au sein du bureau des secteurs professionnels en 2015 dans le cadre de son cursus à Sciences Po-Paris.

Dépôt légal : Septembre 2016

ISSN : en cours

commissariat général au développement durable

Service de l'économie, de l'évaluation et de l'intégration du développement durable
Sous-direction de l'intégration des démarches de développement durable par les acteurs économiques

Tour Séquoia

92055 La Défense cedex

Courriel : iddae.seei.cgdd@developpement-durable.gouv.fr

www.developpement-durable.gouv.fr

