

Les
obligations
environnementales
et sociales



UN INSTRUMENT
FINANCIER
PROMETTEUR

novembre
2013

Update 2014

LES ENTREPRISES PRENNENT LA MAIN

► 30 émissions en quatre mois

Le marché des « green bonds » se développe très rapidement. La profusion d'émetteurs et la variété des projets financés intensifient le débat sur la finalité extra-financière de ces obligations. Portées initialement par des institutions internationales souhaitant financer la lutte contre le changement climatique ou la transition énergétique, les « green bonds » sont aujourd'hui principalement émises par de grandes entreprises. Quelle que soit leur finalité ces émissions nécessitent transparence et indicateurs de mesure du bénéfice environnemental. Les dispositifs d'encadrement qui se mettent progressivement en place doivent se structurer rapidement puisque Standard and Poors prévoit que le marché double en 2014 pour atteindre au moins 20 milliards de dollars.

Principaux émetteurs de green bonds

55% entreprises

37% supranationaux et banques de développement

5% collectivités locales

3% banque

► Liste des green bonds lancée depuis Janvier

Type d'émetteur	Date	Émetteur	Nom de l'émission	Volume
Entreprises	févr-14	Unibail-Rodamco (FR)	Green Bond	750 M€
	mars-14	Vasakronan (SE)	Green Bond	1000 MSEK
	mars-14	Unilever (GB-NL)	Green Sustainability Bond	250 M£
	mars-14	Toyota Financial Services (JP)	Green Bond	1750 M\$
	mars-14	Svenska Cellulosa (SE)	Green Bond	1500 MSEK
	avr-14	Skanska (SE)	Green Bond	850 MSEK
	avr-14	SolarCity (US)	Solar Bond	70,2 M\$
	avr-14	Iberdrola (ES)	Green Bond	750 M€
	avr-14	Arise Windpower (SE)	Green Bond	1100 MSEK
	mai-14	GDF Suez (FR)	Green Bond	2500 M€
Supranationaux et banques de développement	janv-14	BEI	Climate Awareness Bond	350 MCHF
	janv-14	Banque Mondiale	Green Bond	550 M\$
	janv-14	Export Development Canada	Green Bond	300 M\$
	janv-14	BEI	Climate Awareness Bond	850 M€
	févr-14	BEI	Climate Awareness Bond	900 MSEK
	févr-14	Nordic Investment Bank	Environmental Bond	40 M€
	févr-14	AfDB	Green Bond	1000 MSEK
	févr-14	BEI	Climate Awareness Bond	550 MZAR
	mars-14	BEI	Climate Awareness Bond	250 M€
	mars-14	AfDB	Green Bond	1000 MSEK
	mars-14	Banque Mondiale	Green Bond	550 M€
	mars-14	BERD	Sustainability Bonds	12 MNZD
	mars-14	BERD	Sustainability Bonds	93 MBRL
	mars-14	BEI	Climate Awareness Bond (Samurai Bond)	5000 MJPY
	mars-14	BEI	Climate Awareness Bond	500 M£
	mai-14	Banque Mondiale	Green Bond (Kangaroo Bond)	300 MAUD
	mai-14	BEI	Climate Awareness Bond	350 M€
Collectivités locales	avr-14	Région Île-de-France	Green and Sustainability Bond	600 M€
Banque	avr-14	TD Bank (CA)	Green Bond	500 MCAD
Total 2014 M€				11 260

RECOMMANDATION

► Les principes directeurs pour les Green Bonds sont-ils suffisamment exigeants ?

Signés par 25 grandes banques d'investissement qui facilitent les émissions, les principes directeurs pour les Green Bonds ont été lancés en janvier 2014 à New York. Ils sont destinés à « promouvoir leur transparence et leur intégrité » en définissant un cadre homogène d'exigences auxquelles doivent répondre ces placements verts. Ils ont été rédigés en concertation avec les émetteurs, les investisseurs et les ONG environnementales et portent sur l'utilisation des fonds levés ainsi que le processus d'évaluation et de sélection des projets. L'objectif est de leur donner à terme valeur de norme internationale pour toute émission de green bond. La traçabilité des caractéristiques environnementales des green bonds devient un sujet sensible. Une coalition d'ONG a écrit une lettre ouverte aux banques, signataires des Principes, pour leur demander de clarifier les objectifs verts de ces green bonds.

► Les entreprises adoptent des critères à géométrie variable

Les green bonds étant réalisés sur une base volontaire, les entreprises choisissent librement les projets qu'elles veulent financer et leur critères de sélection. Elles s'engagent à rendre compte de l'utilisation des financements collectés sur les marchés obligataires et du bénéfice environnemental ainsi obtenu. En France, l'agence de notation extra-financière Vigeo est devenue le partenaire incontournable de ces green bonds. Avec GDF Suez dont l'objectif est de financer des programmes d'énergies renouvelables et d'efficacité énergétique, elle a, par exemple, défini des critères d'éligibilité comme la protection de l'environnement ou le bien-être des communautés locales. GDF Suez publie la liste des critères sur son site Internet et précise que les projets financés par les green bonds « ne peuvent pas être liés à la production d'énergie d'origine fossile ou nucléaire et doivent contribuer à réduire les émissions de GES de l'activité. »

Au plan international, il est intéressant de comparer les green bonds émises en mars 2014, par Unilever pour financer des projets réduisant les empreintes carbone, eau et déchets de ses activités de production et par Toyota pour financer de nouveaux prêts et leasing aux particuliers pour des véhicules « verts ». Dans le premier cas, le cahier des charges (critères environnementaux et utilisation des fonds) a été défini en suivant les recommandations des *Green Bond Principles* et revu par un tiers externe. Dans le second cas, la typologie des véhicules hybrides dont l'achat est financé par cette opération n'a pas été définie par un tiers externe et si les performances exigées d'émissions de CO₂/km peuvent être exigeantes pour le marché américain, elles sont inférieures à celle du marché européen.

Pour que les « green bonds » gardent leur crédibilité environnementale, il est souhaitable qu'émerge un référentiel global et partagé de leur objectif environnemental et des activités qu'elles peuvent contribuer à financer.

Sélection des projets	GDF	Unilever	Toyota
Energies renouvelables	■		
Efficacité énergétique	■		
Réduction des émissions de CO ₂ de l'entreprise		■	
Réduction des émissions de CO ₂ des produits			■
Critères de sélection Social et Gouvernance	■		
Connaissance de l'ensemble des projets financés en amont			■
Vérification par un tiers externe	■	■	
Reporting	■	■	

SOMMAIRE

À retenir	5
Introduction	6
Les émissions de banques de développement.....	7
Les émissions de collectivités locales	8
Les émissions d'entreprises.....	9
Les émissions bancaires.....	10
Estimation du volume d'émissions en 2013.....	10
Un outil de financement prometteur	12
Pour les émetteurs	12
Pour les investisseurs	13
Garantir la traçabilité et l'impact des investissements	14
La notation ESG des émetteurs.....	14
La vérification des émissions par un tiers.....	15
Les indicateurs de performance	16
Conclusion	17

Novethic tient à remercier les personnes ayant accepté de répondre à ses questions : Isabelle Cabos, Peter Munro et Dominika Rosolowska (BEI), Tanguy Claquin et Mathilde Girard (Crédit Agricole CIB), Christophe Cattoir (Groupe Humanis), Dr. Solveig Pape-Hamich et Petra Wehlert (KfW), Hervé Guez (Mirova), Christopher Flensburg (SEB), Sean Kidney (The Climate Bonds Initiative), Dan Hird (Triodos Bank).

À RETENIR

Une obligation environnementale ou sociale désigne une dette émise sur le marché et destinée à financer des projets définis, générant un bénéfice environnemental (énergies renouvelables, efficacité énergétique, adaptation au changement climatique...) ou social (logement social, santé, éducation...) direct. Les émetteurs s'engagent à fournir un reporting sur l'allocation des fonds.

Les banques de développement constituent aujourd'hui les principaux émetteurs de ces obligations. Les émissions de collectivités et d'entreprises, soucieuses de diversifier leurs sources de financement, représentent un volume plus modeste mais qui se développe. Novethic évalue à environ 8 milliards d'euros les émissions lancées depuis le début de l'année 2013, dont environ 5 milliards d'euros par des banques de développement.

Émises pour les investisseurs responsables, ces obligations constituent un outil innovant leur permettant de flécher leurs investissements selon les bénéfices environnementaux et sociaux attendus des projets financés. Elles constituent en cela un nouvel axe de développement pour l'investissement responsable en se basant sur la finalité de l'investissement et plus seulement sur les qualités ESG de l'émetteur.

Grâce à des conditions financières identiques aux obligations traditionnelles, elles attirent également de plus en plus d'investisseurs dits *mainstream* souhaitant mettre en œuvre une politique d'intégration ESG.

Le volume des émissions obligataires vertes est promis à une forte croissance. Ce développement doit s'accompagner d'un suivi attentif des projets financés et de leur impact afin de ne pas tomber dans le *green washing*. Pour cela, des offres de notation ESG, de vérification ou de certification voient le jour.

À plus long terme, le développement de ce type d'obligations pourrait entraîner l'ensemble du marché obligataire vers plus de transparence dans l'allocation de la dette. Les investisseurs ainsi « avertis » pourraient sélectionner les émissions obligataires en fonction de leurs objectifs d'investissement, en particulier ESG.

INTRODUCTION

Depuis quelques mois, les émissions d'obligations environnementales, vertes, socialement responsables, ou encore appelées *Green Bonds*, *Climate Bonds*, etc. se multiplient. Novethic estime qu'environ 5 milliards d'euros ont été émis depuis le début de l'année 2013 par les banques de développement, premiers émetteurs de ce type de dette. C'est plus de la moitié de leurs émissions totales enregistrées depuis 2007.

Au total, avec les collectivités, les entreprises et les banques, les émissions lancées depuis le début de l'année s'élèvent à près de 8 milliards d'euros. Au regard de la taille du marché obligataire, estimé par l'OCDE à 95000 milliards de dollars en 2011, ce marché est encore une niche mais présente un fort potentiel de développement, et la fin de l'année a vu plusieurs annonces d'émissions d'un montant compris entre 500 M€ et 1 Md€.

Contrairement aux obligations traditionnelles, les obligations environnementales et sociales n'ont pas vocation à financer l'ensemble des activités d'un émetteur ni le refinancement de sa dette. Elles servent à financer des projets précis tels que des unités de production d'énergie renouvelable ou d'adaptation au changement climatique dont le risque reste supporté par l'émetteur. Elles constituent donc un instrument innovant permettant de flécher les investissements vers des projets au bénéfice environnemental ou social direct et plus seulement en fonction des politiques de développement durable des émetteurs.

Dans un contexte de recherche de financements pour la transition écologique, ces instruments financiers sont prometteurs et permettent de dessiner, au niveau mondial, le contour d'outils adaptés au financement d'une économie verte.

Au vu de ces avantages, l'intérêt des investisseurs responsables, première cible de ces émissions, grandit rapidement. D'après les communiqués de presse des émetteurs et les devises les plus utilisées, les principaux souscripteurs de ces émissions sont aujourd'hui les investisseurs américains tels que CalSTRS ou les sociétés de gestion Calvert Investment Management et Trillium Asset Management. Les investisseurs institutionnels européens commencent également à s'y intéresser. L'enquête¹ menée par Novethic montre que 13% d'entre eux y ont déjà souscrit ou prévoient de le faire.

Cette étude présente une analyse des obligations environnementales et sociales émises sur le marché, souligne les avantages que procure cet outil de financement innovant, avant de s'interroger sur les moyens de garantir leur crédibilité et de s'assurer de leur impact dans un contexte de fort développement du marché.

¹ *Stratégies ESG des institutionnels: De la théorie à la pratique*, Novethic, décembre 2013

PANORAMA DES OBLIGATIONS ENVIRONNEMENTALES ET SOCIALES

Climate Bond, Green Bond, Social Impact Bond, Obligation ISR... : de multiples appellations fleurissent ces dernières années et ne recouvrent pas toutes le même concept. Décryptage.

■ Les émissions de banques de développement

Les organisations supranationales et les banques de développement ont été les premières, à partir de 2006, à émettre des obligations dédiées au financement de projets à fort bénéfice environnemental ou social.



Ces entités ont inscrit la protection de l'environnement, et en particulier la lutte contre le changement climatique, au cœur de leur stratégie. À travers l'émission d'obligations environnementales, elles cherchent à améliorer la lisibilité de leurs actions sur ce sujet. Ainsi, le premier programme d'émission de *Green Bonds* de la Banque Mondiale fait suite au lancement de son « Cadre stratégique pour le développement et le changement climatique » en 2008. La Banque Mondiale a émis, depuis cette date, pour près de 4 milliards de dollars de *Green Bonds*.

De même, les emprunts obligataires appelés « Climate Awareness Bonds » (CABs) émis par la Banque Européenne d'Investissement (BEI) à partir de 2007 s'inscrivent dans la stratégie de l'Union européenne (UE) en faveur du climat, la BEI ayant pour vocation de contribuer à la réalisation des objectifs de l'UE. Les CABs ont été émis suite à la publication d'une « Politique de l'énergie pour l'Europe » par la Commission européenne et du Plan d'action du Conseil Européen (2007-2009) pour « Une politique énergétique pour l'Europe » adopté en 2007. La BEI a alors défini deux domaines d'investissement jouant pour l'UE un rôle déterminant dans la protection du climat : les énergies renouvelables (production d'énergie éolienne, hydroélectricité...) et l'efficacité énergétique (isolation des bâtiments, cogénération...). En revanche, l'énergie produite à base de charbon ou de fission nucléaire ne peut pas être financée par ces emprunts. Depuis 2007, la BEI a émis environ 3,1 milliards d'équivalents euros de CABs.

Si les obligations sociales émises par les banques de développement sont plus rares, la plus ancienne émission avait pour objectif de financer des campagnes de vaccination. Les *Vaccins Bonds* ont été émis à partir de 2006 par l'International Finance Facility for Immunisation (IFFIm). Cette organisation a été créée par l'Alliance mondiale pour les vaccins et la vaccination (GAVI) afin de lever des capitaux sur les marchés pour financer ses campagnes. Depuis, les *Vaccins Bonds* ont permis de lever plus de 4,5 milliards de dollars.

Autre exemple, l'International Finance Corporation (IFC), institution d'aide au développement du secteur privé appartenant au Groupe Banque Mondiale, a lancé des *Women in Business Bonds* en 2013. Réservées aux particuliers, ces obligations participent au financement du « *Banking on*

« Women program », programme d'aide aux femmes entrepreneurs dans les pays émergents. Celui-ci a déjà permis de prêter à 2200 entreprises et de financer les formations de 3000 de ces femmes.

■ Les émissions de collectivités locales

La région Nord-Pas de Calais a été la première collectivité locale à émettre une obligation environnementale et sociale en 2008. Elle a permis à cette région française de lever 50 millions d'euros afin de financer des projets allant du « développement du rail au traitement et à la requalification des friches industrielles, en passant par la construction Haute Qualité Environnementale » selon leur communiqué de presse.

Aux États-Unis, l'État fédéral autorise les autorités locales à émettre depuis 2009 des *Qualified Energy Conservation Bonds* (QECEBs) et des *New Clean Renewable Energy Bonds* (NewCREBs). Permettant de financer des projets dans les domaines de l'efficacité énergétique (notamment la réhabilitation de bâtiments publics) et des énergies renouvelables, elles offrent aux investisseurs une exemption fiscale à la place du versement d'un coupon. À fin juin 2012, les autorisations fédérales d'émettre ces obligations s'élevaient à 3,2 milliards de dollars (2,4 Mds€), mais seuls 895 millions de dollars (670 M€) avaient effectivement été émis.

Alors que le volume des émissions de collectivités locales reste jusqu'ici modeste en comparaison à celles des banques de développement, elles s'accroissent depuis fin 2012 avec celles des villes de New York, de l'État du Massachusetts (États-Unis) ainsi que celle de Göteborg (Suède). La province d'Ontario (Canada) a également annoncé, en octobre 2013, prévoir l'émission de *Green Bonds* en 2014 afin de financer des infrastructures vertes.

Historique des émissions obligataires environnementales ou sociales des collectivités depuis 2008			
Date	Émetteur	Nom de l'émission	Volume
déc.-08	Région Nord-Pas de Calais	Obligation socialement responsable	50 M€
2009-2012	Autorités locales américaines	Qualified Energy Conservation Bonds et New Clean Renewable Energy Bonds	895 M\$
févr.-12	Région Pays de la Loire	Emission obligataire à caractère socialement responsable	43 M€
mars-12	Région Ile-de-France	Emission obligataire environnementale et socialement responsable	350 M€
juil.-12	Région Provence-Alpes-Côte d'Azur	Emprunt obligataire socialement responsable	119,5 M€
sept.-12	Région Nord-Pas de Calais	Obligation socialement responsable	80 M€
déc.-12	Ville de New York	Green Apple Bond	339 M\$
mai-13	The Commonwealth of Massachusetts	Green Bond	100 M\$
sept.-13	Ville de Göteborg	Green Bond	500 MSEK
nov.-13	Kommunalbanken Norway (KBN)	Green Bond	500 M\$
Total M€			2,064

Eu égard à leur mission d'intérêt général, les émissions des collectivités locales portent plus souvent sur des projets à la fois environnementaux et sociaux que celles des banques de développement. Ainsi, l'« obligation environnementale et socialement responsable » émise par la région Île-de-France en 2012 prévoyait une allocation de 50% des fonds au financement de projets environnementaux et des 50% restant à des projets de développement économique, social et solidaire. Autre exemple, les *Green Apple Bonds* de la ville de New York, qui ont pour objectif de financer le remplacement d'ampoules contenant une



substance cancérigène dans plus de 700 écoles de la ville. Elles permettent ainsi de protéger la santé des élèves et de participer au plan de réduction des émissions de gaz à effet de serre de la ville.



Toujours aux États-Unis, un projet de loi a été déposé à la Chambre des représentants en 2012 afin d'autoriser l'État à émettre des *Clean Energy Victory Bonds* (CEVBs). Inspirés des *Victory Bonds*, du nom des emprunts levés pendant les deux guerres mondiales pour financer l'effort de guerre, ces obligations seraient des bons du Trésor destinés au financement de projets d'énergies renouvelables, d'efficacité énergétique et de véhicules électriques. Elles seraient destinées à tous types d'investisseurs, y compris aux particuliers grâce à un minimum de souscription fixé à 25 dollars. D'après ses partisans, cet emprunt permettrait de lever jusqu'à 50 milliards de dollars.

Les Social Impact Bonds

Les *Social Impact Bonds* (SIBs) prêtent à confusion. Utilisées en Angleterre et aux États-Unis, les SIBs ne sont pas des émissions obligataires mais des contrats entre un donneur d'ordre, l'État ou un acteur public, un acteur privé en charge de mettre en place un service social et des investisseurs apportant le financement à cet acteur privé. L'investisseur privé ne se verra rembourser son capital et les intérêts par l'État uniquement si les objectifs sociaux du projet sont atteints. Le premier SIB britannique, émis par le ministère de la justice en 2010, concernait la réinsertion de 3000 prisonniers de la prison de Peterborough (Angleterre). Cinq millions de livres (5,9 M€) ont ainsi été levés sur 6 ans. Un objectif de baisse de 7,5% du taux de récidive de ses prisonniers a été fixé afin de déclencher le paiement des investisseurs.

■ Les émissions d'entreprises

Plusieurs émissions de ce type ont été émises par des entreprises cherchant un accès aux marchés pour financer des projets environnementaux qui nécessitent des apports en capitaux importants, tels que les projets d'énergies renouvelables. Pour l'instant, leur nombre et leur volume restent encore faibles au regard de l'importance du marché obligataire. Novethic en a identifié au moins quatre en 2013. L'entreprise de Warren Buffet, MidAmerican Energy, a par exemple levé, en 2013, un milliard de dollars (740 M€) destinés à financer un projet de ferme solaire.

Les obligations environnementales et sociales constituent un outil de financement intéressant pour les entreprises industrielles et l'émission de *Green Bonds* lancée par EDF en novembre 2013 laisse entrevoir le potentiel de ce marché. Elle a pour objectif de financer des projets d'énergies renouvelables (75% éolien et 25% solaire) de sa filiale EDF Énergies Nouvelles. EDF souhaite notamment participer au financement de la transition énergétique et mettre en valeur sa stratégie en matière d'énergies renouvelables. D'après l'entreprise, émettre ces obligations a aussi le mérite de faire collaborer les services développement durable, financier et les opérationnels plus étroitement.

EDF a ainsi levé 1,4 milliards d'euros pour cette première émission et prévoit d'ores et déjà d'en réaliser d'autres.

Air Liquide : un nouveau spécimen d'émission obligataire

En 2012, Air Liquide a lancé le « premier emprunt obligataire labellisé ISR » pour un montant de 500 millions d'euros. Cette émission avait pour objectif de financer les acquisitions de Gasmedi et de LVL Médical, deux acteurs de la santé à domicile.

Afin d'attirer les investisseurs responsables, Air Liquide a demandé à l'agence de notation extra-financière Vigeo un état des lieux des performances ESG de sa division santé et des deux sociétés en cours d'acquisition. La division santé a obtenu la note de 43/100, plutôt au-dessus de la moyenne du secteur. Les notations ESG des deux nouvelles acquisitions étant inférieures à celle-ci, Air Liquide s'est engagé à les améliorer et publie depuis, dans son rapport annuel de développement durable, des indicateurs de performance ESG spécifiques à sa division santé.

Deux sources de confusion possible ont suscité des débats autour de cette émission. D'une part, elle se distingue clairement des obligations environnementales et sociales décrites précédemment. En effet, l'émission d'Air Liquide n'a pas vocation à financer un projet spécifique à forte valeur ajoutée sociale mais une entreprise « répondant aux critères des investisseurs ISR » d'après le communiqué d'Air Liquide. Le bénéfice social de l'émission n'a pas été mis en avant, sans doute par manque de définition communément admise de ce qu'est un projet social. D'autre part, le fait de solliciter une notation ESG ne peut suffire à une entreprise pour s'auto-déclarer « ISR ». Le modèle de l'investissement responsable repose justement sur le fait que les investisseurs jugent eux-mêmes des qualités ESG des émetteurs.

Pour autant, cette émission a rencontré un intérêt de la part des investisseurs ISR grâce à son fléchage et aux engagements d'amélioration de performances ESG assortis.

Plus limitées par leur volume, il existe en Angleterre des obligations sociales appelées *Charity Bonds*. Celles-ci sont émises par des « *charities* », entreprises agissant dans certains secteurs que la loi anglaise reconnaît comme caritatifs, comme l'aide aux plus démunis, la promotion du sport amateur ou encore la protection de l'environnement. La plus importante émise jusqu'ici a permis à Golden Lane Housing de lever 10 millions de livres (12 M€) en 2013 afin de financer l'acquisition d'immeubles destinés aux personnes en situation de handicap.

■ **Les émissions bancaires**

Traditionnels émetteurs d'obligations, les banques sont apparues récemment sur le marché des *Green Bonds*. Bank of America a ouvert la voie en lançant en novembre 2013 une émission d'un montant de 500 M\$.

■ **Estimation du volume d'émissions en 2013**

Novethic estime que le montant total des obligations environnementales et sociales émises depuis le début de l'année 2013 s'élève à **près de 8 milliards d'euros**. Ce montant inclut les émissions d'agences, de supranationaux, de collectivités locales, d'entreprises et de banques identifiées entre

le 1^{er} janvier et le 20 novembre 2013 (cf. tableau p.9). Il n'inclut ni les placements privés, opérations auprès d'investisseurs institutionnels ciblés qui échappent aux règles de l'appel public à l'épargne, ni les émissions réservées aux particuliers, d'un montant plus faible et pour lesquelles il n'est pas possible de dresser une liste exhaustive, l'information publique étant plus rare.

En comparaison à ce montant, Bloomberg estime à 12,5 milliards de dollars (9,3 Mds€) le montant des obligations vertes émises par les banques de développement de janvier 2007 à octobre 2013. Signe de l'accélération que connaît ce marché en 2013, plus de la moitié (5 Mds€) des émissions des supranationaux et des banques de développement ont ainsi été émises depuis le début de l'année 2013.

Émissions obligataires environnementales et sociales 2013				
Type d'émetteur	Date	Émetteur	Nom de l'émission	Volume
Supranationaux et banques de développement	févr.-13	IFC	Green Bond	1000 M\$
	févr.-13	KEXIM	Green Bond	500 M\$
	avr.-13	BEI	Climate Awareness Bond	500 MSEK
	juin-13	IFFIm	Vaccins Bond	700 M\$
	juil.-13	BEI	Climate Awareness Bond	1150 M€
	août-13	Banque Mondiale	Green Bond	550 M\$
	sept.-13	BERD	Green Bond	250 M\$
	oct.-13	AfIDB	Green Bond	500 M\$
	nov.-13	IFC	Green Bond	1000 M\$
	nov.-13	FMO	Sustainability Bond	500 M€
Collectivités locales	mai-13	Massachusetts	Green Bond	100 M\$
	sept.-13	Göteborg	Green Bond	500 MSEK
	nov.-13	Kommunalbanken Norway	Green Bond	500 M\$
Entreprises	avr.-13	Soitec (FR)	Solar Financing Bond	1000 ZAR
	juin-13	MidAmerica Energy's Solar Star (US)	Solar Bond	1000 M\$
	nov.-13	Vasakronan (SE)	Green Corporate Bond	1300 MSEK
	nov.-13	EDF (FR)	Green Bond	1400 M€
Banque	nov.-13	Bank of America	Green Bond	500 M\$
Total M€				7895

Novethic a choisi de ne traiter dans cette étude que les émissions obligataires environnementales et sociales « fléchées » comme telles par leurs émetteurs. Une organisation non gouvernementale anglaise, la Climate Bonds Initiative (CBI), a une définition plus vaste des *Climate Bonds*. En estimant le marché à 346 milliards de dollars au 1^{er} mars 2013, cette initiative comptabilise, en plus des obligations fléchées, toutes les émissions obligataires d'entreprises appartenant aux secteurs d'activité qui permettraient de s'orienter vers une économie faible en carbone. Ces secteurs incluent aussi bien le transport ferroviaire que les énergies renouvelables et le nucléaire. Ces émissions d'entreprises se distinguent de celles évoquées précédemment. En effet, comme elles n'ont pas été identifiées comme une obligation dédiée à un projet par l'émetteur lui-même, elles ne permettent pas aux investisseurs de s'assurer des bénéfices environnementaux et sociaux qu'ils génèrent. Pourtant, certains investisseurs partagent la vision de la CBI. Calvert Investments a par exemple lancé un fonds en 2013, le *Calvert Green Bond Fund*, investi à la fois en obligations fléchées comme environnementales par les émetteurs et en obligations d'entreprises fournissant des produits et services environnementaux.

UN OUTIL DE FINANCEMENT PROMETTEUR

Malgré des contraintes et des délais d'émission supérieurs, les obligations environnementales et sociales constituent, à la fois pour les émetteurs et les investisseurs, un outil de financement innovant par rapport à une obligation classique.

■ Pour les émetteurs

Attirer les investisseurs responsables

Les émetteurs d'obligations environnementales ou sociales souhaitent en premier lieu attirer les investisseurs dits « responsables ». Ils les identifient comme une cible en fort développement et des acteurs plus sensibles aux préoccupations environnementales, économiques ou sociales, s'inscrivant dans une démarche de long terme. Les communiqués de presse des émetteurs précisent ainsi régulièrement la part des investisseurs responsables ayant souscrit à l'émission concernée. Celui de la Banque Africaine de Développement (AfDB), qui a émis ses premières *Green Bonds* en 2013, mentionne par exemple que 84% des obligations ont été souscrites par des « investisseurs focalisés sur l'ISR ».

Les collectivités locales françaises portent attention à toutes les parties prenantes d'une émission, non seulement les souscripteurs mais aussi les banques chargées d'arranger l'opération, afin de marquer leur soutien à la finance responsable. Depuis 2010, plusieurs régions françaises se sont en effet engagées à demander plus de transparence à leurs établissements bancaires.

Diversifier ses sources de financement

Dans un contexte de baisse de leurs dotations et de tarissement relatif des crédits bancaires, les collectivités locales françaises mettent clairement en avant dans leur communication la nécessité de diversifier leurs sources de financement. Dans un rapport publié en juin 2013, la Région Ile-de-France note que « le caractère environnemental et socialement responsable de l'émission aurait permis d'augmenter le volume d'ordres de près de 30% ». Cette préoccupation est partagée par EDF dont l'émission d'1,4 Mds€ de *Green Bonds* en 2013 lui a permis d'« attirer de nouveaux profils d'investisseurs au-delà de ses objectifs initiaux » en prévision de remboursements de dette à venir.

Ce n'est pas le cas des supranationaux ni des banques de développement dont la notation financière leur garantit de bonnes conditions d'accès au marché obligataire. Les émissions de ces derniers sont davantage motivées par la volonté de mettre en œuvre leur politique en matière de lutte contre le changement climatique et leur permet également d'initier un dialogue plus poussé avec leurs investisseurs.

Pour autant, une demande plus forte des investisseurs pour les obligations environnementales et sociales pourrait générer un prix de sortie plus intéressant pour tous ces émetteurs. En effet, à conditions financières égales, les investisseurs devraient en théorie être attirés par leur bénéfice environnemental ou social. En pratique cependant, les acteurs interrogés concluent qu'il est encore trop tôt pour observer ce type de mécanisme.

■ Pour les investisseurs

Fléchage des investissements à fort impact environnemental ou social

Le marché obligataire étant fortement associé au refinancement de la dette, les obligations environnementales et sociales présentent un double intérêt pour les investisseurs : connaître les projets qu'ils financent et y associer un bénéfice environnemental ou social. En effet, avant de souscrire à ce type d'obligation, les *road show* organisés par les émetteurs permettent aux potentiels investisseurs d'obtenir une forte visibilité sur les projets qui seront financés, ce qui n'est pas le cas pour les obligations traditionnelles. Ils sont ainsi assurés de participer au financement de projets sur lesquels ils peuvent communiquer auprès de leurs parties prenantes, généralement en cohérence avec leurs engagements en matière d'investissement responsable. Dans son rapport d'investissement responsable 2012, Humanis décrit ainsi les bénéfices de l'émission de la Région Nord-Pas de Calais : « outre l'intérêt purement financier en terme de couple rendement/risque, l'investissement dans ce type d'obligations privées permet de financer des projets concrets touchant l'économie réelle et permettant de soutenir l'économie et l'emploi local. »

En sus des éléments communiqués aux investisseurs, les banques de développement rendent a minima publics la liste des projets financés. Le reporting de la Banque Mondiale donne par exemple une brève description de certains des projets financés, ainsi que leur allocation sectorielle et géographique.



Reporting 2012 de la Banque Mondiale

Conditions financières identiques

Les obligations environnementales et sociales d'un émetteur sont proposées aux investisseurs à des conditions financières équivalentes à ses obligations « traditionnelles ». Les investisseurs n'ont donc pas à sacrifier une partie de la performance ou à supporter un risque plus important au profit d'un bénéfice environnemental ou social. Les investisseurs sont ainsi demandeurs de produits aux caractéristiques « simples », dits *plain vanilla*, et le marché a évolué dans ce sens. Les premières émissions étaient en effet plus complexes. En 2007, le rendement des *Climate Awareness Bonds* de la BEI était par exemple lié à la performance de l'indice FTSE4Good Environmental Leaders Europe 40. La BEI proposait aussi à l'investisseur d'utiliser une partie du rendement des obligations pour l'annulation de quotas d'émission de CO₂. D'après la BEI, durant plusieurs années, la fragmentation du marché et son manque de liquidité constituaient un obstacle à l'élaboration de stratégies dédiées aux investisseurs responsables.

Par ailleurs, si les premières émissions visaient les investisseurs responsables, leurs caractéristiques financières permettent d'attirer de plus en plus d'investisseurs *mainstream*. Parfois poussés par leur adhésion aux Principes pour l'Investissement Responsable, ils peuvent ainsi communiquer sur leur implication dans des projets environnementaux. Pour la banque suédoise

SEB, les obligations environnementales peuvent également pousser les investisseurs *mainstream* à s'intéresser à des sujets tels que le changement climatique et à les sensibiliser à ses impacts sur leurs investissements.

Cibler les particuliers

Les investisseurs individuels montrent également un intérêt pour ces obligations. Aux États-Unis par exemple, la souscription à l'émission de *Green Bonds* de l'État du Massachusetts en 2013 a été réservée dans un premier temps aux investisseurs individuels.

Mais l'appétit des particuliers vient surtout du Japon. Traditionnellement averses au risque, les épargnants japonais sont attirés par la nature des obligations, placement considéré comme sûr, mais aussi par le bénéfice environnemental associé. Ils sont en effet sensibles aux questions d'autosuffisance énergétique, de pollution et de changement climatique.

Plusieurs banques de développement telles que la Banque Mondiale, la BEI, ou encore la Kommunalbanken Norway avec 14 émissions depuis 2010 totalisant 300 millions de dollars, ont ainsi émis des obligations environnementales spécialement pour ce marché. Appelées *Uridashi Green Bonds* ou *Uridashi Climate Bonds*, ces obligations libellées dans une autre devise que le yen doivent permettre aux particuliers de palier les faibles taux d'intérêt observés au Japon.

GARANTIR LA TRACABILITÉ ET L'IMPACT DES INVESTISSEMENTS

La multiplication des appellations et des approches utilisées par les émetteurs d'obligations environnementales et sociales laissent entrevoir une possible confusion sur ce marché, d'autant plus s'il est amené à se développer rapidement. Des initiatives de notation ESG, de vérification ou de labellisation voient déjà le jour pour garantir la traçabilité des émissions. Mais au-delà de la transparence sur les projets financés, les investisseurs souhaitent aussi pouvoir mesurer l'impact ESG de ces obligations.

■ La notation ESG des émetteurs

Trois émetteurs français ont sollicité une notation de leurs pratiques ESG en amont du lancement de leur obligation sociale et environnementale : la région Nord-Pas de Calais, la région Île-de-France et Air Liquide. Cette démarche s'inscrit dans la volonté de ces émetteurs d'offrir aux investisseurs responsables des garanties à la fois sur les qualités ESG des porteurs de projets et sur leurs bénéfices environnementaux et sociaux, renforçant ainsi la crédibilité de ces émissions.

Pour autant, une notation ESG des émetteurs ne doit pas se soustraire à la nécessaire explication du bénéfice environnemental ou social des projets. La région Île-de-France, lors de son émission de mars 2012, a par exemple communiqué en premier lieu sur les projets, tout en présentant sa

notation extra-financière (59/100 attribuée par Vigeo) à la suite de ses notations crédits de S&P et FitchRatings (AA+/AAA), comme l'avait fait la région Nord-Pas de Calais en 2008.

■ La vérification des émissions par un tiers

La certification ou la labellisation par un tiers d'une émission ou d'un programme d'émissions peut apporter des garanties sur les bénéfices environnementaux des projets envisagés, ou sur leurs processus de sélection.

Aujourd'hui, s'agissant d'un marché naissant, composé de quelques émetteurs reconnus, les investisseurs peuvent eux-mêmes s'assurer que les projets sélectionnés sont conformes à leurs attentes environnementales ou sociales. Ainsi, d'après les acteurs interrogés, la demande des investisseurs européens pour une certification par un tiers est encore faible. Mais l'émission d'EDF pourrait changer la donne. L'entreprise a en effet annoncé que son émission d'obligations vertes bénéficierait d'une double certification en faisant appel à Vigeo en amont pour évaluer les projets sur des critères ESG et au cabinet Deloitte pour vérifier l'emploi des fonds chaque année.

La situation est différente en Amérique du Nord où les investisseurs considèrent déjà qu'il est important que les émetteurs fassent certifier leurs obligations. L'Ontario, qui prévoit de réaliser une émission de *Green Bonds* en 2014, a même d'ores et déjà anticipé ce besoin en annonçant qu'elle ferait l'objet d'une certification, afin qu'un tiers l'accompagne dans la définition des projets pouvant être financés par une obligation environnementale.

Il existe à ce jour deux initiatives permettant d'attester par des tiers indépendants du caractère « vert » d'une émission obligataire. La première a été lancée par CICERO, centre de recherche sur le climat et l'environnement, rattaché à l'Université d'Oslo. Celui-ci mène une *due diligence* des processus et des règles d'investissement de l'émetteur et vérifie les critères de sélection des projets. CICERO a ainsi audité les processus de la Banque Mondiale, l'IFC, KEXIM, la banque coréenne d'import-export, mais aussi l'AfDB et KBN qui rendent publique cette « deuxième opinion » sur leur site.

WHICH INVESTMENTS QUALIFY AS "GREEN"?

CICERO, the Center for International Climate and Environmental Research – Oslo, an independent research center associated with the University of Oslo, has reviewed IFC's inclusion criteria, which cover the following three groups of investments.

Renewable Energy (RE): investments in equipment and systems which enable the use of energy from renewable resources, such as solar, wind, hydro, biomass, geothermal and tidal.

Energy Efficiency (EE): investments in equipment, systems, products and services which help reduce energy consumption per unit of output, such as installing waste heat recovery systems, reducing transmission and distribution losses and producing energy efficient motors.

Other: investments that reduce GHG emissions in other ways, like sustainable forestry and agribusiness, capturing and flaring or use of methane, carbon capture and storage (CCS).

Extrait de la brochure « IFC Thematic Bonds », 2013



La seconde initiative est le « *Climate Bond Standard* », créé par la Climate Bonds Initiative. L'organisation propose de labelliser des *Climate Bonds*, entendues cette fois non pas comme toute émission d'entreprise

appartenant à un secteur d'activité permettant de s'orienter vers une économie sobre en carbone, mais comme une émission permettant de financer un projet environnemental spécifique. Parmi les critères du label, l'émetteur doit faire certifier par un tiers que son obligation répond aux exigences du *Climate Bond Standard* et doit également publier des informations sur ses propres pratiques ESG. Pour l'instant, cette labellisation n'est ouverte qu'aux émissions obligataires dédiées au financement de projets de production d'énergie éolienne ou solaire, limitant de facto les émissions éligibles. Aucune émission n'a encore été certifiée à ce jour.

Au-delà de la question de l'opportunité d'une certification ou d'un label, il est important de définir un cadre commun pour que ces obligations vertes ne se transforment pas en *green washing*. D'ailleurs, BofA Merrill Lynch et Citigroup ont publié un « *White Paper for Green Bonds* » en septembre 2013, dans lequel les deux banques appellent à créer un groupe de travail pour accompagner le développement de ce marché naissant. Ils proposent également une définition, une liste de domaines environnementaux éligibles, ainsi que des exigences en termes de processus et de reporting à associer aux *Green Bonds*.

■ Les indicateurs de performance

Les émetteurs peuvent publier, en complément des listes des projets financés, des éléments plus concrets sur leurs bénéfices environnementaux ou sociaux à travers des indicateurs de résultat tels que la moyenne des émissions de CO₂ évitées, le nombre d'emploi créés, etc. La région Île-de-France a par exemple défini des indicateurs pour chaque projet financé tels que le nombre de logements sociaux créés, le nombre de places d'hébergement d'urgence pour les personnes sans abri, ou encore l'augmentation de la capacité de traitement d'une station d'épuration.

La demande des investisseurs pour ces indicateurs quantitatifs est forte car c'est le moyen le plus simple de s'assurer de l'impact de leurs investissements. Pour l'instant, les émetteurs publient des indicateurs projets par projets. Ils ne sont pas agrégés à l'échelle d'une obligation, notamment en raison du coût potentiel et de la difficulté de collecter les informations. Ces indicateurs permettraient pourtant aux investisseurs d'évaluer le bénéfice environnemental ou social d'un euro investi et de communiquer sur leur politique d'investissement responsable auprès de leurs clients finaux.

Coupon indexé sur le bénéfice environnemental

Lier le coupon d'une obligation à la réalisation d'objectifs environnementaux ou sociaux semble, en théorie, une manière efficace de s'assurer de l'impact de son investissement. L'émetteur bénéficie ainsi d'un coût d'emprunt moins élevé s'il atteint ses objectifs ESG. En réalité, les tentatives d'émission de ce type d'obligations ont échoué parce qu'indexer le montant d'un coupon à des performances ESG bouleverserait l'alignement des intérêts entre émetteurs et investisseurs tel qu'il existe aujourd'hui. En effet, si l'émetteur est récompensé pour ses efforts, les investisseurs devront quant à eux sacrifier une partie de leur performance financière.

CONCLUSION

Le marché des obligations environnementales et sociales, s'il est encore neuf, est promis à un bel avenir. L'IFC a prévu d'émettre pour 3 milliards de dollars (2,2 Mds€) d'obligations environnementales et sociales supplémentaires d'ici la fin de son année fiscale, ce qui témoigne du développement rapide de ce marché. Au total, les émissions fléchées émises par l'IFC durant l'année représenteraient un quart de son volume annuel d'émissions.

Des investisseurs institutionnels commencent à intégrer explicitement les *Green Bonds* dans leur politique d'investissement responsable, comme Zurich Insurance Group. L'assureur suisse a annoncé en novembre 2013 avoir lancé un mandat d'un milliard de dollars (740 M€) réservé à ce type d'obligations.

Dans ce contexte, il est primordial de s'assurer que l'impact environnemental et social de ces émissions est bien réel et qu'elles ne soient pas utilisées exclusivement à des fins de marketing.

L'influence des obligations environnementales et sociales est d'ores et déjà réelle, notamment pour des institutions financières publiques qui émettent des obligations et se sentent poussées à expliquer plus clairement le lien entre ces obligations et leur politique de développement durable.

À terme, si le fléchage des obligations se généralise, au-delà des *Green Bonds*, il sera possible pour les investisseurs de définir leurs propres exigences ESG, en s'appuyant aussi bien sur les caractéristiques des émetteurs que sur celles des projets financés.

RÉFÉRENCES

Green Bonds: Victory Bonds for the Environment, TD Economics, Novembre 2013

Sustainable and Responsible Capital Markets, Euroweek, Septembre 2013

Bonds and Climate Change – The State of the Market in 2013, Climate Bonds Initiative, Juillet 2013

Painting the bond markets green, YourSRI, Juin 2013

Green Bonds, Sustainable Prosperity (University of Ottawa), Septembre 2012

Financer la transition vers une économie verte par les obligations : un grand bond en avant ?, Point Climat - CDC Climat, Mai 2012

The Role of Pension Funds in Financing Green Growth Initiatives, OECD, Septembre 2011

Les **obligations** environnementales et sociales

 UN INSTRUMENT
FINANCIER
PROMETTEUR

**Une étude réalisée par Dominique Blanc,
Aurélie de Barochez et Aela Cozic**

Novethic, filiale de la Caisse des Dépôts, est un centre de recherche sur l'Investissement Responsable (IR) et un média expert sur le développement durable. Créé en 2001, Novethic est aujourd'hui l'unique source de statistiques sur l'ISR en France. Le centre de recherche en analyse les grandes évolutions et y consacre des études thématiques. Novethic propose un label ISR et un label fonds verts qui garantissent la qualité et la transparence de l'investissement responsable des produits financiers européens.

www.novethic.fr

