

# Les obligations vertes : un outil au service du financement de la transition écologique

Par Franck BANCEL  
Professeur, ESCP Europe  
et Dejan GLAVAS  
Doctorant, ESCP Europe

La transition écologique nécessitera des financements importants pour décarboner les modes de production <sup>(1)</sup>. Depuis un peu plus d'une décennie, le marché des obligations vertes s'est développé pour répondre aux besoins des investisseurs et des émetteurs qui souhaitent contribuer à la lutte contre le réchauffement climatique. Cet article répond aux questions suivantes : les obligations vertes diffèrent-elles des obligations classiques ? Pourquoi les entreprises émettent-elles des obligations vertes ? Si ces instruments sont efficaces pour lutter contre le changement climatique, comment peut-on les développer ?

## Qu'est-ce qu'une obligation verte ?

La définition de ce qu'est une obligation verte a évolué au cours du temps. Depuis 2014, l'International Capital Markets Association (ICMA) élabore les Green Bond Principles (GBP). Ces principes proposent un ensemble de règles non contraignantes, qui permettent de qualifier le caractère « vert » d'une obligation. Selon la définition de l'ICMA, les obligations vertes sont des obligations pour lesquelles les fonds collectés doivent exclusivement être utilisés pour financer ou refinancer, en partie ou en totalité, des projets verts. Un consensus s'est progressivement bâti autour de cette définition qui est désormais utilisée comme référence par la plupart des organismes nationaux et internationaux (ASEAN <sup>(2)</sup>, Union européenne, etc.).

L'ICMA dresse une liste des projets verts qui peuvent être financés, comme les projets de développement des énergies renouvelables, les projets liés à l'efficacité énergétique et les projets destinés à réduire les émissions de gaz à effet de serre (GES). L'ICMA a défini les critères fondamentaux pour respecter les GBP. Il s'agit notamment de réserver l'usage des fonds à des projets verts, de mettre en place des procédés d'évaluation et de sélection des projets et de suivre les investissements par un *reporting* post-émission.

Cependant, la définition de l'ICMA ne permet pas de répondre à toutes les questions. Tout d'abord, les obligations vertes peuvent-elles servir à financer (ou à refinancer) des projets qui auraient, dans tous les cas, été financés par des obligations classiques ? Ensuite, il n'existe pas de consensus sur la définition de ce qu'est véritablement un projet vert. Enfin, le statut de l'émetteur pose problème. Par exemple, une entreprise opérant dans un secteur fortement émetteur de CO<sub>2</sub> peut-elle émettre des obligations vertes et bénéficier de ce type de label pour une partie de son activité ?

Les scientifiques (voir Ehlers et Packer, 2017), les acteurs de marché et les pouvoirs publics tentent d'apporter des réponses à ces questions. La Commission européenne met actuellement en place une taxonomie des projets verts <sup>(3)</sup> (sachant, par ailleurs, que le Climate Bond Initiative (CBI), qui est un organisme de certification des obligations vertes, dispose déjà de sa propre taxonomie). Pour les nombreux professionnels que nous avons interviewés, une approche pragmatique est nécessaire. Le marché des obligations vertes doit continuer à se développer, et c'est par la pratique et l'émergence d'un consensus de place que les réponses seront apportées.

(1) Les investissements globaux nécessaires pour atteindre les objectifs des Accords de Paris sont estimés à 452 milliards de dollars par an pour la période 2021-2025 pour les seules énergies renouvelables (Zindler et Locklin, 2016).

(2) Association des nations de l'Asie du Sud-Est.

(3) "Proposal for an EU Green Bond Standard", source : [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/190306-sustainable-finance-teg-interim-report-green-bond-standard\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190306-sustainable-finance-teg-interim-report-green-bond-standard_en_0.pdf)

## Le marché des obligations vertes

La première obligation verte <sup>(4)</sup> a été émise par la Banque européenne d'investissement (BEI), en 2007. La BEI sera suivie par la Banque mondiale qui a émis sa première obligation verte en 2008. Pendant la période allant de 2007 à 2013, les principaux émetteurs étaient les banques et les agences de développement. Le développement du marché reposait principalement sur l'engagement de ces institutions à financer la transition écologique en proposant aux investisseurs des titres présentant un faible risque de crédit (noté AAA par les agences de notation). On peut noter, dans la Figure 1 ci-contre, que le marché des obligations vertes en 2018 est encore largement composé de titres peu risqués.

Un nouvel élan a été donné par la mise en place des GBP en 2014 pour les obligations vertes émises par les entreprises du secteur privé, ce qui a permis d'élargir la base des émetteurs et des investisseurs. Depuis 2015 et les Accords de Paris, les émissions annuelles d'obligations vertes se situent entre 100 et 150 milliards de dollars selon le CBI. Ce montant est cependant très faible comparativement au montant des émissions annuelles d'obligations classiques (environ 7 424 milliards de dollars d'émissions en 2018 pour le seul marché américain <sup>(5)</sup>). Selon la Banque des règlements internationaux et du Climate Bond Initiative, les encours des obligations vertes représentent aujourd'hui moins de 1 % de l'encours obligataire mondial.

(4) Appelé au départ "Climate Awareness Bond".

(5) Données Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), émissions d'obligations par tous types d'émetteurs en 2018.

Répartition des notations financières des obligations vertes en 2018

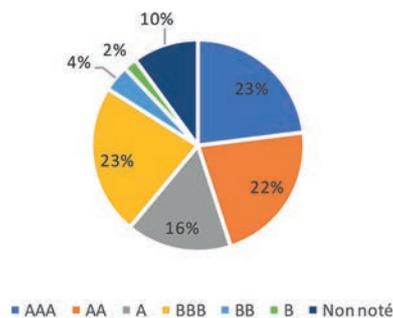


Figure 1.

L'Europe est actuellement le leader mondial des émissions d'obligations vertes (voir la Figure 2 ci-après). Ce *leadership* est notamment dû au fait que les États français, belge et polonais ont émis des obligations vertes pour des montants importants (respectivement 7,5, 4,5 et 0,75 milliards d'euros). Ces émissions augmentent à la fois le total des encours d'obligations vertes et envoient également un signal positif aux émetteurs du secteur privé.

### En quoi les obligations vertes sont-elles différentes des obligations classiques ?

La différence entre les obligations vertes et les obligations classiques découle de la définition précédemment citée. La principale différence se situe au niveau de l'usage des fonds. Les fonds issus de l'émission d'une obligation classique sont généralement destinés à financer différents ac-

Encours des obligations vertes par zone géographique (en millions de dollars)

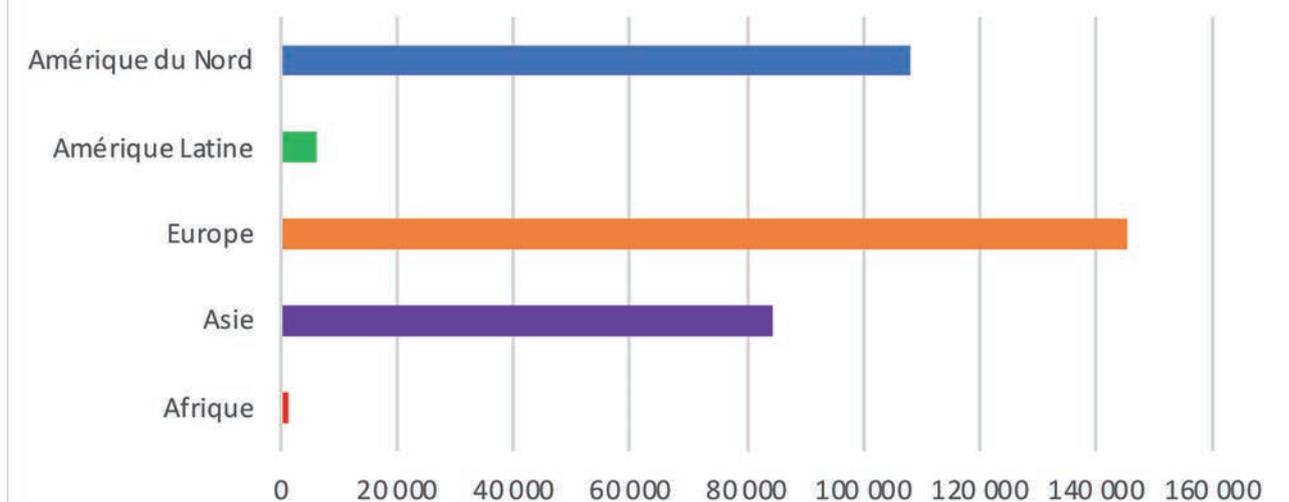


Figure 2.

tifs de l'entreprise, alors que, dans le cas des obligations vertes, les fonds ne sont destinés qu'à un certain type de projets (ICMA, 2014). Dans le cas d'une obligation classique, il n'est donc pas indispensable de prédéfinir dans quel cadre les fonds seront utilisés et d'en suivre l'utilisation jusqu'à maturité de celle-ci.

Dans ce contexte, les obligations vertes engendrent des coûts supplémentaires par rapport aux obligations classiques (Asian Development Bank, 2018). Ces coûts supplémentaires correspondent à des coûts administratifs liés au processus d'émission, aux coûts légaux, au coût d'audit de l'émission et au coût du *reporting*. Par ailleurs, émettre une obligation verte nécessite davantage de temps de préparation et suppose de mobiliser plus de ressources, ce qui génère des coûts organisationnels importants. Au total, ces coûts sont estimés entre 0,1 et 7,1 points de base pour l'émission d'une obligation verte (Asian Development Bank, 2018). Enfin, émettre des obligations vertes engendre un risque de réputation (Morel et Bordier, 2012), qui n'existe pas pour les obligations classiques. L'émetteur doit en effet tenir ses engagements sous peine de perdre sa crédibilité et sa réputation.

En contrepartie, les obligations vertes génèrent des bénéfices économiques et écologiques (Flammer, 2018 ; Zerbib, 2018). Selon la littérature en finance, les émissions d'obligations vertes permettent aux émetteurs de bénéficier d'une prime d'environ 2 points de base en moyenne. Cette prime peut cependant s'accroître jusqu'à environ 20 points de base pour les émetteurs les plus risqués (Zerbib, 2018). Des travaux récents ont également démontré que les obligations vertes apportaient des bénéfices en termes de diversification pour les investisseurs (Reboredo, 2018). Sur la base de ces éléments, les bénéfices économiques des émissions d'obligations vertes demeurent cependant faibles comparés aux coûts additionnels.

Nos interviews avec les émetteurs et les investisseurs ont cependant révélé d'autres avantages associés à l'émission d'obligations vertes. Le premier est que ces obligations permettent d'élargir la base d'investisseurs de l'émetteur. La San Francisco Public Utilities Commission (SPUC) a, par exemple, réussi à placer son émission d'obligations vertes auprès d'investisseurs européens, suisses et asiatiques, alors que sa base d'investisseurs est habituellement locale<sup>(6)</sup>. Une grande entreprise française a réussi à émettre des obligations vertes en octobre 2016, dans un contexte de marché relativement tendu. À cette époque, l'imminence des élections françaises et allemandes avait diminué l'appétit des investisseurs pour les emprunts européens. Les autres bénéfices, plus difficiles à quantifier, incluent une plus forte coopération entre les équipes chargées du financement des projets et les opérationnels qui les mettent en œuvre. Enfin, un dernier avantage fréquemment mentionné concerne la montée en compétence des équipes de financement sur les sujets liés à l'impact écologique. Pour résumer, pour la plupart des entreprises que nous avons rencontrées, l'émission d'une obligation verte

est un véritable projet d'entreprise qui donne du sens aux engagements sociétaux de l'entreprise.

## Comment continuer à développer le marché des obligations vertes ?

Des travaux académiques récents ont démontré que les obligations vertes permettaient d'améliorer le bilan des entreprises en termes d'émission de CO<sub>2</sub> ainsi que leur performance économique (Flammer, 2018 ; Glavas, 2018). Au regard des engagements des États à maintenir la hausse de la température moyenne à 2°C par rapport aux niveaux préindustriels (Accords de Paris sur le Climat), les obligations vertes sont un des outils qui permettront d'atteindre ces objectifs (OECD, 2017).

Certains mécanismes existent déjà pour aider au développement de ce marché. En juin 2017, l'autorité monétaire de Singapour (Monetary Authority of Singapore ou MAS) a reconnu que les émetteurs d'obligations vertes assument des coûts supplémentaires et a proposé de rembourser ces frais additionnels jusqu'à hauteur de 100 000 SGD (dollars de Singapour). Les autorités monétaires chinoises (notamment M. Ma Jun, le chef économiste de la Banque centrale chinoise<sup>(7)</sup>) évoquent fréquemment la possibilité de réduire la pondération en fonds propres des obligations vertes. Cette initiative permettrait de réduire le coût en fonds propres pour une banque qui détiendrait des obligations vertes.

Dans un premier temps, la Commission européenne a choisi la voie de la taxonomie pour construire une définition claire de ce qu'est un actif vert et une obligation verte<sup>(8)</sup>. Pour le moment, il n'y a pas d'accord sur l'utilisation d'un outil législatif contraignant ou incitatif qui permettrait de développer ce marché. Lors de la mise en place des accords de Bâle III (Capital Requirements Directive IV (CRD IV) et la Capital Requirements Regulation (CRR)), de nombreux analystes prédisaient une hausse substantielle des coûts du financement pour les PME. Dans ce contexte, pour inciter les banques à les soutenir, le choix a été fait d'un allègement du coût en fonds propres associé au financement de cette catégorie d'entreprises (« facteur de soutien » dans l'article 501 de la CRR). Pour les obligations vertes, la mise en place d'un dispositif de même nature que celui prévu pour les PME pourrait réduire le coût du financement pour les émetteurs d'obligations vertes et permettre une plus grande implication du secteur bancaire.

D'autres mécanismes innovants pourraient aider le développement de ce marché, notamment l'apport de financements dédiés par la Banque centrale européenne (BCE). Lorsque les banques se refinancent auprès de la BCE, elles doivent apporter des actifs en garantie. La BCE dresse une liste d'actifs éligibles<sup>(9)</sup> et une liste de décotes

(7) Source : <http://www.chinadaily.com.cn/a/201810/11/WS5bbedb5a310eff303281d13.html>

(8) "Proposal for an EU Green Bond Standard", source : [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/190306-sustainable-finance-teg-interim-report-green-bond-standard\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190306-sustainable-finance-teg-interim-report-green-bond-standard_en_0.pdf)

(9) Source : <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/assets/html/list-MID.en.html>

(6) Source : <https://www.climatebonds.net/2018/07/sfpuc-seeks-widen-investor-base-latest-wastewater-infrastructure-green-bonds>

correspondantes<sup>(10)</sup> (car plus les actifs sont risqués, plus la décote appliquée à la garantie est importante). Il serait donc envisageable de rendre éligibles les obligations vertes à ce mécanisme en leur accordant une décote plus faible, ce qui renforcerait leur attractivité auprès des banques.

## Conclusion

Les obligations vertes sont un des mécanismes qui permettent de contribuer à la lutte contre le réchauffement climatique et au financement de la transition écologique des économies. Les obligations vertes ne sont pas seulement des instruments financiers. En effet, elles incitent également les entreprises à se poser la question de leur empreinte carbone et favorisent la coopération entre les équipes de financement et les équipes opérationnelles. Malgré des avancées majeures, ce marché est cependant encore embryonnaire. Nous ne pouvons que militer pour une plus grande prise en compte des obligations vertes par les régulateurs et pour la mise en place de mécanismes incitatifs qui assureraient le développement de ce marché dans la durée.

---

(10) Source : <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/liquidity/html/index.en.html>

## Bibliographie

- Asian Development Bank (2018), "Promoting Green Local Currency Bonds for Infrastructure Development in ASEAN+3", Manila (Philippines), doi:10.22617/TCS189249-2
- FLAMMER C. (2018), "Corporate Green Bonds", *SSRN Electronic Journal*, doi:10.2139/ssrn.3125518
- GLAVAS D. (2018), "How Do Equity Investors React to Green Bond Issuance Announcements?", *SSRN Electronic Journal*.
- HEINKEL R., KRAUS A. & ZECHNER J. (2001), "The Effect of Green Investment on Corporate Behavior", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36(4), 431, doi:10.2307/2676219
- ICMA (2014), "Green bond principles", Retrieved from International Capital Market Association, <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/green-bonds/green-bond-principles>
- MOREL R. & BORDIER C. (2012), "Financing the transition to a green economy: their word is their (green) bond", *Climate Brief* (14), Paris, CDC climate research.
- OECD (2017), "Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition", OECD Publishing, doi:10.1787/9789264272323-en
- REBOREDO J.-C. (2018), "Green bond and financial markets: Co-movement, diversification and price spillover effects", *Energy Economics* 74, pp. 38-50, doi:10.1016/j.eneco.2018.05.030
- ZERBIB O. D. (2018), "The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds", *Journal of Banking & Finance*, doi:10.1016/j.jbankfin.2018.10.012
- ZINDLER E. & LOCKLIN K. (2016), "Mapping the Gap: The Road from Paris", *Bloomberg New Energy Finance*, 27 January, 33.