

LES DOSSIERS DU CERCLE DE L'ÉPARGNE

OBLIGATIONS VERTES : QUAND LES OBLIGATIONS DEVIENNENT LES ACTEURS DE LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

Le Cercle de l'Épargne, de la Retraite
et de la Prévoyance
14/16, Boulevard Malesherbes 75008 PARIS
Tél. : 01 76 60 85 39 • 01 76 60 86 05
contact@cercledelepargne.fr
www.cercledelepargne.com



En partenariat avec **AG2R LA MONDIALE**
et l'association d'assurés **AMPHITÉA**

LES DOSSIERS DU CERCLE DE L'ÉPARGNE

OBLIGATIONS VERTES : QUAND LES OBLIGATIONS DEVIENNENT LES ACTEURS DE LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

SOMMAIRE

OBLIGATIONS VERTES, UN MARCHÉ EN FORTE CROISSANCE DEPUIS L'ACCORD DE PARIS SUR LE CLIMAT	04
LA PARTICIPATION DES ACTEURS PRIVÉS AU DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ DES OBLIGATIONS VERTES	04
LES ÉTATS, D'IMPORTANTES ÉMETTEURS D'OBLIGATIONS VERTES	05
LES AUTRES CONTRIBUTEURS À L'ESSOR DU MARCHÉ DES OBLIGATIONS VERTES	06
LA COMMISSION EUROPÉENNE : L'ÉMISSION DE PLUS DE 200 MILLIARDS D'OBLIGATIONS VERTES ENTRE 2021 ET 2026	06
QUAND LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE) PREND LE PARTI DE LA TRANSITION	06
TOUT CE QUI EST VERT N'EST PAS TOUJOURS VERT	07
VERS UN STANDARD EUROPÉEN POUR LES OBLIGATIONS VERTES ET UN SYSTÈME DE CLASSIFICATION DES ACTIVITÉS ÉCONOMIQUES VERTES	08
CONCLUSION	09



OBLIGATIONS VERTES : QUAND LES OBLIGATIONS DEVIENNENT LES ACTEURS DE LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

Le marché des obligations vertes connaît une forte dynamique depuis 2013. Ce phénomène s'explique non seulement par les besoins de plus en plus importants des nouveaux projets d'énergies renouvelables, mais aussi par un désir plus marqué des investisseurs pour une finance éthique. En 2020, le marché total de ces titres de dette a dépassé les 1 000 milliards de dollars. Il pourrait atteindre 2 000 milliards d'euros d'ici la fin 2023.

La France est le leader en Europe des émissions de « green bonds » devant l'Espagne et l'Allemagne. Au premier semestre 2020, elle a émis environ un tiers des titres verts européens selon les données de l'Association des marchés financiers en Europe (AMFE).

Une obligation verte (green bond en anglais) est un emprunt émis par une entité publique, privée ou une institution internationale afin de contribuer au financement ou au refinancement de projets en faveur de la transition énergétique tels que la production d'énergie renouvelable. Le fonctionnement d'une obligation verte est similaire à celui d'une obligation classique. La différence avec une obligation classique réside dans l'obligation de fournir un reporting sur les projets qu'elle contribue à financer et sur le caractère vert des projets financés.

En parallèle des obligations vertes, il existe aussi des obligations sociales¹ qui financent des projets ayant des résultats sociaux positifs. Les obligations durables sont quant à elles des outils qui financent des projets à la fois écologiques et sociaux. Enfin, les obligations climats sont un sous-ensemble des obligations vertes qui permettent à l'émetteur de montrer que les projets financés ont une conséquence sur les émissions de carbone.

Il n'existe pas à l'heure actuelle de standards précis pour les obligations vertes. Cette standardisation insuffisante est génératrice de risques de « greenwashing » ou de verdissage (procédé marketing ou de relations publiques utilisé par une organisation dans le but de se donner une image de responsabilité écologique trompeuse), étant donné que les obligations vertes sont un outil de communication important. Ce secteur est en train de se structurer progressivement comme l'a fait par le passé celui de l'investissement socialement responsable (ISR).

Il n'y a pas de différence marquée en matière de risque (seulement 3 % des obligations vertes présentent de hauts risques de non-remboursement, de faillite ou d'effondrement de leur valeur selon le rapport 2018 de la Climate Bonds initiative) ni en matière de rendement entre une obligation classique et une obligation verte, tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire. D'après les données de Bloomberg, les rendements des portefeuilles verts ont eu une performance de 12 % supérieure à ceux des portefeuilles obligataires classiques. Malgré des coûts supplémentaires liés à la certification des obligations vertes, elles sont actuellement légèrement plus avantageuses pour les émetteurs que les obligations classiques. La demande des investisseurs, souvent très supérieure à l'offre lors des émissions d'obligations vertes, permet souvent aux émetteurs d'obtenir des taux légèrement inférieurs à ceux de leurs obligations classiques, à l'instar d'Orange en septembre dernier.

¹ 133,5 milliards de dollars en 2020 selon UBS).



OBLIGATIONS VERTES, UN MARCHÉ EN FORTE CROISSANCE DEPUIS L'ACCORD DE PARIS SUR LE CLIMAT

La première émission d'obligations vertes date de 2001. Il s'agissait d'une émission effectuée par la ville de San Francisco afin de financer de l'électricité solaire.

Le marché mondial des obligations vertes est passé de 10 milliards de dollars en 2013 à près de 50 milliards de dollars d'émissions annuelles en 2015. Depuis l'accord de Paris sur le climat, le marché des obligations vertes a connu un développement marqué. Le paragraphe 1 de l'article 2 de l'accord de Paris prévoit de rendre « *les flux financiers compatibles avec un profil d'évolution vers un développement à faible émission de gaz à effet de serre et résilient aux changements climatiques* ».

Le marché des obligations vertes a dépassé les 200 milliards de dollars d'émissions annuelles en 2019, soit environ 3 % des émissions mondiales d'obligations selon la Banque centrale européenne. Selon l'ONG britannique Climate Bonds Initiative, le montant total des obligations vertes et des prêts verts était, toujours en 2019, de 257,7 milliards de dollars (les prêts verts représentaient 4 % de ce total) soit une hausse de 51 % par rapport à 2018. Ces 257 milliards de dollars correspondent à 1 788 émissions et à 496 émetteurs. La hausse constatée sur un an était principalement le fait des entités européennes dont le volume d'émissions a augmenté de 78 % pour un total de 45 % des émissions. Avec 50 milliards de dollars, les États-Unis étaient le premier pays en termes d'émission, devant la Chine et la France.

Le Climate Bonds Initiative estimait en 2020 que près de 45 % des obligations vertes aujourd'hui émises dans le monde sont libellées en euros. La proportion des green bonds libellés en dollars et dans les autres devises étaient respectivement de 26 % et 29 %. L'élection de Joe Biden pourrait entraîner une montée en puissance des États-Unis en la matière.

LA PARTICIPATION DES ACTEURS PRIVÉS AU DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ DES OBLIGATIONS VERTES

Les émetteurs privés les plus importants sont généralement les entreprises de type « utilities » comme les entreprises de services des collectivités assurant des activités de production et de distribution de l'eau, du gaz et de l'électricité.

De nombreuses grandes entreprises françaises comme Air Liquide, la SNCF, EDF ont réalisé des émissions obligataires vertes au cours de ces dernières années. Des entreprises étrangères, comme Coca-Cola ou Daimler, ont quant à elles récemment effectué leurs premières émissions d'obligations vertes.

En 2015, Paprec a été la première entreprise de taille intermédiaire française à avoir émis un green bond. Cette émission de 480 millions en deux tranches était destinée à « *générer à partir de ses activités de recyclage, des matières premières secondaires, contribuant à l'économie circulaire, à la préservation des ressources naturelles et au développement économique et social local* ».

En septembre 2017, l'entreprise malaisienne Tadau-Energy a réalisé la



première émission verte islamique (green Sukuk).

En septembre 2020, les entreprises mondiales ont émis pour environ 30 milliards de dollars d'obligations vertes, ce qui constituait un record mensuel. En France, EDF a émis en septembre 2020 le montant record pour une entreprise de 2,4 milliards d'euros de green bonds.

Les établissements financiers sont des acteurs clefs de la transition énergétique notamment dans le cadre de leur gestion d'actifs. L'ONG Reclaim Finance a estimé, en 2020, que cinq établissements français avaient une approche responsable. Il s'agit d'AG2R La Mondiale, Axa, la Banque postale, le Crédit Agricole et le Crédit mutuel.

LES ÉTATS, D'IMPORTANTES ÉMETTEURS D'OBLIGATIONS VERTES

En 2021, le Royaume-Uni, l'Italie, l'Espagne et le Danemark devraient émettre leurs premières obligations vertes. L'Allemagne et la France vont poursuivre de leur côté leur programme d'émissions tout comme les Pays-Bas, l'Irlande et la Belgique.

Entre 2017 et fin 2020, l'État français a levé en plusieurs étapes plus de 27 milliards d'euros. L'État français s'était engagé à émettre des obligations vertes lors de la COP 21. La France est devenue en 2017 le premier État au monde à émettre un emprunt vert pour une taille de référence (la Pologne avait émis en décembre 2016 un green bond d'un montant modeste). En janvier 2017, L'Agence France Trésor a ainsi émis une obligation assimilable du Trésor (OAT) verte pour un montant total de 7 milliards d'euros sur 22 ans. Cette obligation est adossée à des

dépenses en faveur de la transition énergétique et écologique. L'État français a publié en 2018 un rapport d'allocation et de performance de cette OAT pour 2017. Le rapport souligne que 55 % des fonds levés ont été consacrés à la lutte contre le changement climatique. Une partie des fonds a aussi servi à financer l'anticipation des risques climatiques et la préservation de la biodiversité. Les fonds levés ont fortement contribué à financer des incitations fiscales par exemple le Crédit d'impôt transition énergétique.

En mai 2019, les Pays-Bas étaient devenus le premier État ayant émis une obligation verte notée AAA. Le taux de rendement de ce green bond était de 0,5 % et sa maturité de 20 ans. Cette obligation visait notamment à financer des projets dans l'isolation des habitations et dans le renforcement des ouvrages de protection contre les inondations.

En septembre 2020, l'Allemagne a réalisé sa première émission de green bonds via une émission de 6,5 milliards d'euros à 10 ans avec un coupon nul. Pour faire face à la faible liquidité actuelle des obligations vertes, l'Allemagne a eu recours à un dispositif d'obligations jumelles combinant l'émission d'une obligation classique et d'une obligation verte de même maturité et de même coupon. Les autres États ont privilégié la réalisation d'émissions sur de longues maturités pour répondre à l'enjeu de la liquidité (cette longue maturité leur permettant d'abonder l'émission initiale lorsque de nouveaux projets verts à financer sont déterminés). En effet, ces obligations vertes allemandes avaient une maturité et un rendement identiques à des obligations à 10 ans émises par l'Allemagne en juin 2020. L'État



allemand a assuré aux investisseurs qu'il était possible à tout moment d'échanger les obligations vertes contre les obligations jumelles. Cette démarche a favorisé la forte demande des investisseurs (plus de 33 milliards d'euros selon Bloomberg malgré un rendement qui devrait être négatif lors de l'arrivée à échéance de l'obligation) pour cette première émission allemande ainsi qu'au fait que le coût de l'endettement soit moins cher pour l'Allemagne dans le cadre des obligations vertes par rapport aux obligations classiques.

Des États comme l'Indonésie, la Russie, l'Ukraine et l'Arabie Saoudite ont aussi émis des obligations vertes au cours de ces dernières années.

LES AUTRES CONTRIBUTEURS À L'ESSOR DU MARCHÉ DES OBLIGATIONS VERTES

La Banque européenne d'investissement (BEI) avait émis son premier green bond en 2007. Cette obligation verte visant à notamment à financer des mesures d'efficacité énergétique avait donné lieu à une souscription de 600 millions d'euros. Son rendement était indexé sur un indice mesurant les performances écologiques des grandes entreprises européennes. La Banque mondiale et l'AFD ont quant à elles émis leurs premières obligations vertes respectivement en 2008 et 2014.

D'importantes collectivités territoriales, comme la ville de Paris et les régions Île-de-France, Nord-Pas-de-Calais ou encore Provence-Alpes-Côte d'Azur ont aussi émis des green bonds afin de notamment financer des projets de rénovation thermique de bâtiments et des projets de transports en commun. Des établissements publics, comme la

Société du Grand Paris, ont également récemment réalisé des émissions d'obligations vertes.

LA COMMISSION EUROPÉENNE : L'ÉMISSION DE PLUS DE 200 MILLIARDS D'OBLIGATIONS VERTES ENTRE 2021 ET 2026

La Commission européenne compte émettre environ 225 milliards d'obligations vertes dans le cadre du plan de relance EU NextGen de 750 milliards d'euros. La Commission est habilitée à emprunter des fonds au nom de l'Union à partir de 2021 et jusqu'en 2026. En 2021, les émissions dans le cadre de ce plan devraient être proches de 100 milliards dollars dont environ un tiers sera dédié aux obligations vertes.

QUAND LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE) PREND LE PARTI DE LA TRANSITION

En septembre 2020, Christine Lagarde a expliqué que la BCE allait considérer plus largement le défi climatique dans la détermination de sa politique. Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE depuis janvier 2020, [a même affirmé en juillet 2020](#) que les banques centrales ont un rôle à jouer contre le dérèglement climatique, y compris dans le cadre de leur mandat traditionnel, car le réchauffement climatique présente de graves risques pour la stabilité des prix.

Dans le cadre de son opération de « quantitative easing » menée de 2014 à fin 2018, la BCE a déjà acheté un volume important d'obligations vertes. Selon une [étude réalisée par des économistes de la BCE et publiée en novembre 2018](#), la BCE détenait en



2018 près de 20 % des 31 milliards d'euros d'obligations vertes éligibles émises au programme d'achats par des sociétés européennes, ce qui équivalait à environ 4 % des obligations d'entreprises que la BCE possédait à ce moment-là. Concernant les obligations vertes d'État, la BCE détenait en 2018 24 % des obligations vertes alors émises par des États ou des instances supranationales. La Banque de France s'est également engagée à investir dans les obligations vertes.

La BCE achète aussi de telles obligations désormais ou accepte en garantie des « sustainability-linked bond » (SLB). Il s'agit d'obligations qui s'adressent à des acteurs qui n'ont par exemple pas assez d'investissements prévus pour émettre un green bond mais souhaitent s'engager à terme sur des objectifs précis de développement durable. Contrairement aux obligations vertes, les SLB ne se caractérisent pas par une utilisation contrainte des fonds et ne sont pas fléchés vers des projets verts identifiés. Les indicateurs suivis dans le cadre des SLB concernent la performance de l'émetteur par rapport à des données en matière de développement durable. Ce type d'obligations est assorti de coupons annuels. Le niveau des coupons de ces obligations peut être majoré en cas de non-atteinte d'objectifs en matière de développement durable. Enel, le producteur d'énergie italien, a été le premier émetteur de SLB en 2019. Ce type d'obligations vertes est éligible aux opérations de refinancement de la BCE depuis le mois de janvier 2021.

La Banque des règlements internationaux (BRI) a quant à elle lancé en 2019, dans le cadre de son activité de gestionnaire d'actifs, un

fonds d'obligations vertes pour les Banques centrales. Le but de ce fonds est de permettre une plus grande utilisation par les banques centrales des obligations vertes. Pour prétendre à l'inclusion dans ce fonds, les obligations doivent au moins avoir une note de crédit de « A- » et répondre aux exigences relatives aux obligations vertes fixées par l'association internationale des marchés de capitaux (ICMA).

TOUT CE QUI EST VERT N'EST PAS TOUJOURS VERT

Il n'existe pas pour le moment de normes internationales harmonisées pour les obligations vertes. Il n'y a pas non plus d'entité officielle indépendante contrôlant que l'obligation soit verte. Ces absences jouent en faveur du « greenwashing », qui consiste dans la présentation de façon volontairement erronée d'activités comme contribuant au financement de la transition énergétique. Selon une étude de la BRI publiée en septembre 2020, les obligations vertes ne sont d'ailleurs pas toujours émises par des entreprises ayant une faible intensité carbone.

Le marché des obligations vertes a, dans un premier temps, été surtout structuré par des acteurs privés. La publication en 2014 des Green Bond Principles (GBP), par l'International Capital Market Association (ICMA)², a donné une première assise à la structuration internationale des normes applicables aux obligations vertes en identifiant notamment des facteurs à prendre en compte lors de leur émission et en préconisant le contrôle par une institution indépendante du caractère écologique de l'obligation. Le label

² ONG qui regroupe plus de 600 membres dont des banques et des émetteurs d'obligation.



« Greenfin » (nommé jusqu'en 2019 label « Transition énergétique et écologique pour le climat ») créé en 2015 en France, s'applique d'ailleurs à des fonds intégrant des obligations de projets qui s'inscrivent dans le respect des « Green Bond Principles ». Ces règles de l'IMCA sont fortement reconnues ³, mais les émetteurs d'obligations vertes disposent de fortes marges de manœuvre pour le choix des projets financés par l'émission. La publication annuelle du reporting, qui permet à l'émetteur de donner à ses créanciers des informations a posteriori sur les projets financés par l'obligation, donne lieu à des documents très hétérogènes au niveau du contenu et de la présentation. Le processus de reporting doit donc être consolidé. Pour lutter contre les effets d'aubaine engendrés par les obligations vertes, il est souhaitable d'imposer que l'utilisation des fonds levés via des obligations vertes soit systématiquement détaillée dans le prospectus présenté aux investisseurs conformément au souhait de l'Autorité des marchés financiers.

VERS UN STANDARD EUROPÉEN POUR LES OBLIGATIONS VERTES ET UN SYSTÈME DE CLASSIFICATION DES ACTIVITÉS ÉCONOMIQUES VERTES

Une standardisation européenne des normes applicables aux obligations vertes est en phase finale de développement à Bruxelles. Elle vise à harmoniser les standards de reporting, tant au niveau des rapports

d'allocations que d'impacts, et à aligner les projets verts financés avec le [règlement sur la taxonomie européenne du 18 juin 2020](#). La standardisation européenne aura aussi pour objectif de rendre obligatoire le recours à des organismes certifiés pour s'assurer de l'alignement des obligations vertes avec le nouveau label « EU green bond standard » (EU-GBS). Ce système de vérification devrait être à terme supervisé par l'autorité européenne des marchés financiers (ESMA).

L'Union européenne travaille ainsi en parallèle sur l'enjeu de la taxonomie, ce qui constitue un pilier du plan d'action pour la finance durable de la Commission européenne. L'objectif est de caractériser ce qu'est un instrument financier vert et de définir la notion d'objectif écologiquement durable. La taxonomie doit permettre d'analyser 70 activités économiques représentant 93 % des émissions de gaz à effet de serre.

Le règlement sur la taxonomie des activités vertes a été adopté le 18 juin 2020 par le Parlement européen. Les actes délégués sur les critères de sélection et les secteurs de la taxonomie devraient être publiés en 2021. Les acteurs concernés devront commencer à se conformer à cette typologie européenne relative à la finance verte à partir de décembre 2021. La taxonomie européenne fixe six objectifs environnementaux⁴ et ambitionne de faire ressortir les activités apportant un bénéfice substantiel à l'un de ces

³ Les règlements d'une obligation verte « Climate Bonds Standards » de la Climate Bonds Initiative (CBI) reprennent d'ailleurs l'ensemble des recommandations de l'ICMA.

⁴ L'atténuation du changement climatique, l'adaptation au changement climatique,

l'utilisation durable et la protection des ressources hydrologiques et marines, la transition vers une économie circulaire, la prévention et le contrôle de la pollution, la protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes.



objectifs sans avoir d'effet négatif sur les autres objectifs environnementaux.

Ces mesures de standardisation des normes et de classification des

investissements verts auront des conséquences positives sur la transparence du marché européen des obligations vertes.

CONCLUSION

Le marché des obligations vertes demeure encore assez peu liquide et profond. Il reste peu important par rapport aux besoins de financement de la transition écologique. Dans son rapport de 2018, le GIEC estimait par exemple que les besoins en investissement additionnels liés au secteur énergétique sont estimés à 830 milliards de dollars en moyenne par an entre 2016 et 2050 pour limiter le réchauffement climatique à 1,5 °C.

Le volume annuel d'émission d'obligations vertes pourrait se situer en 2021 autour de 350 milliards de dollars. Les Sustainability-linked bonds devraient aussi connaître un important développement cette année.

La croissance de ces marchés a des conséquences positives, mais elle s'accompagne de risques de plus en plus forts de greenwashing, qui permet à des entités de se donner une image écologique trompeuse. Dans ce contexte, le mouvement de standardisation des normes européennes en matière d'obligations vertes et la taxonomie, qui sera a priori mise en place en 2021, est fondamental. Il est impératif que l'Union européenne évite de se faire imposer des normes américaines sur le sujet. L'émission d'obligations vertes par l'Union européenne à grande échelle est l'occasion pour les Européens d'asseoir leur domination dans ce domaine.



Retrouvez la lettre et toutes les informations concernant le Cercle sur notre site : www.cercledelepargne.fr

Sur le site, vous pouvez accéder à :

- L'actualité du Cercle
- Les bases de données économiques et juridiques
- Les simulateurs épargnent/retraite du Cercle

Le Cercle de l'Épargne, de la Retraite et de la Prévoyance est un centre d'études et d'information présidé par Jean-Pierre Thomas et animé par Philippe Crevel.

Le Cercle a pour objet la réalisation d'études et de propositions sur toutes les questions concernant l'épargne, la retraite et la prévoyance. Il entend contribuer au débat public sur ces sujets.

Pour mener à bien sa mission, le Cercle est doté d'un Conseil Scientifique auquel participent des experts reconnus en matière économique, sociale, démographique, juridique, financière et d'étude de l'opinion.

Le conseil scientifique du Cercle comprend **Robert Baconnier**, ancien directeur général des impôts et ancien Président de l'Association Nationale des Sociétés par Actions, **Jacques Barthélémy**, avocat-conseil en droit social et ancien Professeur associé à la faculté de droit de Montpellier, **Philippe Brossard**, chef économiste d'AG2R LA MONDIALE, **Marie-Claire Carrère-Gée**, présidente du Conseil d'Orientation pour l'Emploi (COE), **Jean-Marie Colombani**, ancien directeur du Monde et fondateur de Slate.fr, **Jean-Paul Fitoussi**, professeur des universités à l'IEP de Paris, **Jean-Pierre Gaillard**, journaliste et chroniqueur boursier, Philippe Georges, président du conseil d'administration de la Caisse autonome nationale de la Sécurité sociale dans les mines (CANSSM), **Christian Gollier**, directeur de la Fondation Jean-Jacques Laffont - Toulouse Sciences Économiques, membre du Laboratoire d'Économie des Ressources Naturelles (LERNA) et directeur de recherche à l'Institut d'Économie Industrielle (IDEI) à Toulouse, **Serge Guérin**, sociologue, Directeur du Master « Directeur des établissements de santé » à l'Insee Paris, **François Héran**, professeur au Collège de France, ancien directeur de l'INED, **Jérôme Jaffré**, directeur du CECOP, **Florence Legros**, directrice générale de l'ICN Business School ; **Jean-Marie Spaeth**, président honoraire de la CNAMTS et de l'EN3S et **Jean-Pierre Thomas**, ancien député et président de Thomas Vendôme Investment.

Comité de rédaction : Philippe Crevel, Sarah Le Gouez

Contact relations presse, gestion du Mensuel :

Sarah Le Gouez

0613907548

slegouez@cercledelepargne.fr



AG2R LA MONDIALE

