

Green Bonds : conditions pour la constitution d'une classe d'actifs

Brice Javeaux KPMG

Une obligation verte est comparable à une obligation classique mais les fonds levés sont fléchés vers des projets à connotation green, existants ou pas. Cela peut être un projet à venir comme pour EDF pour financer une centrale photovoltaïque ou bien une infrastructure existante à l'instar de SNCF Réseaux refinançant les voies des trains.

Il n'y a pas à l'émission de premium sur le prix, le prix restant indexé sur le risque final de l'émetteur selon le rating. Il peut cependant y avoir un spread sur le marché secondaire et la qualification green favorise la souscription. Ainsi l'émission RATP a été sursouscrite trois fois.

C'est l'émetteur qui décide des projets et des critères green et l'investisseur doit s'assurer qu'ils sont compatibles avec sa politique d'investissement.

Brice Javeaux distingue deux catégories de green Bonds : celles qui répondent aux standards internationaux et celles qui s'alignent sur des critères locaux. Ces critères répondent à un certain nombre d'indicateurs évalués ex ante (à l'émission) mais aussi ex post durant la vie de l'obligation (durée moyenne des Green Bonds 5 à 7 ans), pour assurer la crédibilité de l'émetteur à moyen terme.

Depuis l'existence du marché 300 Mds ont été émis ce qui représente 3% du marché mondial des obligations, avec une croissance rapide : Estimation de 400 Mds fin 2018 et hypothèse de 1 000 Mds avancés à horizon 2020.

Deux taxonomies émergent aujourd'hui : 1) Les Green Bonds Principles GBP qui s'assurent d'un fléchage correct sur les projets identifiés et d'un framework d'ingénierie du projet, d'un contrôle de gestion, d'une gouvernance correcte. Ainsi EDF a mis en place une trésorerie séparée en attente de décaissement des fonds alloués au projet vert. 2°) Les Climate Bonds Initiative CBI qui labellisent les green Bonds et identifient dans les secteurs d'activité ce qui relève du green. Par exemple un barrage est-il green ou pas ? L'impact énergétique est favorable mais sa construction peut générer un impact environnemental et social négatif.

La Chine est le premier marché par la taille et la France par le nombre avec notamment les émissions de l'AFT, AFD, BPCE, Région IDF. Ces émissions suscitent de l'intérêt et permettent aux émetteurs de diversifier leur base d'investisseurs. Elles peuvent permettre à des corporate et des midcaps de développer leur notoriété. Les Green Bonds sont utilisés dans trois secteurs : énergie, transports, infrastructures.

En conclusion, Brice Javeaux souligne les principales difficultés :

- 1) Critères de définitions, à quels projets faut-il les réserver, les critères de green peuvent évoluer dans le temps, impact du projet.
- 2) Coûts d'une third party opinion, des road show, de screen de tous les frameworks. On attend du marché et du régulateur que les Green Bonds se standardisent.

- 3) Intégrité du marché avec les risques de greenwashing, ce qui signifie bien identifier les projets et les suivre. Intérêt commun des émetteurs, des investisseurs et des intermédiaires d'un bon fonctionnement du marché.

Julien Laroche AMF

En préambule Julien Laroche rappelle les quatre grandes thématiques de son département

- l'instruction des prospectus (200 à 300 par an) qui occupent 50% de son activité ;
- le suivi de la communication financière des banques et assureurs côtés ;
- l'examen de la documentation commerciale des produits structurés.

Il rappelle que la France est à l'initiative sur le sujet de la finance durable et que c'est un pilier du plan stratégique de l'AMF. Il rappelle le rôle du régulateur : protection de l'épargnant, bon fonctionnement des marchés, compétitivité de la place de Paris.

L'AMF souhaite accompagner le marché des green Bonds. Caractéristiques : pas de définition juridique, clauses identiques à une obligation normale, pas de différence de prix, la seule différence résidant dans l'allocation des fonds avec un risque à appréhender.

L'AMF voit beaucoup de projets actuellement ce qui témoigne de l'intérêt du marché, et accorde son visa pour les offres publiques de titres et les admissions de titres sur un marché réglementé. Les émissions concernent surtout des obligations *vanilla* à taux fixes, avec quelques innovations en 2018 : Engie avec des TSDI vers, une banque avec des titres de créances structurés vert, Le Grand Paris Express avec un EMTN entièrement vert.

L'analyse SWOT fait ressortir comme principale menace le risque de *greenwashing*. En conséquence il est nécessaire que l'émetteur élabore un *green bond framework* pour le financement de projets verts, une Green Bond ne doit pas être une simple opération marketing. D'un autre côté un durcissement de la réglementation peut freiner le marché. La juxtaposition de différents standards pose un problème de clarté pour l'investisseur. Il faut donc trouver un juste milieu entre une réglementation très dure et les initiatives du marché.

La confiance des acteurs est un élément déterminant du succès de ce marché et l'AMF énonce ses points de vigilance : information des investisseurs, transparence (de l'utilisation des fonds) post émission, crédibilité des projets verts financés, cohérence d'ensemble de l'émetteur (dans sa communication, sa stratégie)

Caroline Duruel AMF

Caroline Duruel rappelle qu'il n'existe pas de cadre réglementaire ni en France ni en Europe, bien qu'il y ait un encadrement des Green Bonds à travers des standards émanant des acteurs privés. Le standard prépondérant sont les Green Bonds Principles de l'ICMA qui émettent des recommandations autour de quatre axes : utilisation des fonds, évaluation et sélection des projets, gestion du produit de l'émission (allocation effective des fonds), reporting (ad hoc jusqu'à l'allocation effective des fonds).

Le projet financé doit être vert et il est admis qu'un émetteur *brown* peut émettre des Green Bonds si le projet répond à ces conditions L'ICMA a développé deux nouveaux standards similaires mais distincts : Les Social Bond Principles et les Green Loan Principles.

Les Green Bonds doivent recourir à une revue externe pour bénéficier d'une crédibilité à moyen terme La seconde opinion d'un consultant externe qui atteste de la conformité de l'opération aux Green Bonds Principles a cependant un coût.

Le deuxième standard est le label (certificat) de la Climate Bond Initiative, avec une taxonomie des actifs et projet éligibles

Les deux principes sont complémentaires et ont inspirés le label TEEC de l'Etat français.

En l'absence de réglementation, L'AMF a émis des recommandations et bonnes pratiques du marché des Green Bonds. Elle fait un focus sur quelques pratiques discutables : incohérences au sein du prospectus, manque de préparation (framework), incohérences entre les différents supports d'information, produit indiqué comme vert auprès des investisseurs retail alors qu'il simplement indexé sur un indice ESG (marketing trompeur).

Après la publication du rapport du HLEG en janvier 2018, la Commission Européenne travaille sur l'établissement d'une classification unifiée des activités et actifs durables (taxonomie), qui devrait intervenir en T3 2019, étape vers un cadre réglementaire spécifique ?

Johann Plé AXA IM

Johann Plé gère le fonds obligataire AXA WF Planet Bonds et a développé une grille d'analyses avec quatre piliers, qui lui donne des indicateurs de *go / no go* d'investissements : qualité ESG de l'émetteur, typologie de projets (pas d'énergie fossile, pas de grands barrages), gestion des fonds, reporting d'impact.

On trouve beaucoup de refinancements de projets sur le marché des Green Bonds, le risque émetteur est seul pris en considération pour le prix (pas de « *greenmium* »), le green influe plus sur la liquidité que sur le prix. La performance des deux univers green et conventionnel est similaire., mais le benchmark retenu par AXA IM est l'univers green.

En 2015, le marché était évalué à 30 Mds €, aujourd'hui à 200 Mds € (sans la Chine qui émet en devises locales). Il y a de plus en plus d'émissions de corporate, de financiers. 60% des émissions sont libellés en euros et prépondérance des dettes quasi-souveraines. 90% des projets sont concentrés sur trois secteurs : énergies renouvelables, infrastructures/ bâtiments / transports. Le critère retenu sont les tonnes de CO² évités.

Besoins des investisseurs : une réglementation plus cadrée autour de l'émission et une rationalité des méthodes utilisées. Aujourd'hui il existe une profondeur du marché des green bonds, ce qui n'était pas le cas en 2015 lors du lancement du fonds, qui permet d'avoir une classe d'actifs à part entière.

Tanguy Claquin CA-CIB

Tanguy Claquin est au sein de CA-CIB conseil de transactions et l'un des quatre fondateurs des Green Bonds Principles. Il est membre du groupe d'experts de la commission européenne qui fait suite au HLEG. Il y a sur ce sujet des enjeux règlementaires (la Chine a déjà une réglementation) sur des projets dédiés à la lutte contre le réchauffement climatique, dans les secteurs transports / immobiliers/ énergie.

Le groupe d'experts travaille sur quatre thèmes : indices carbone, l'information des émetteurs (disclosure), les Green Bonds labels, la taxonomie.

Principaux enjeux : distinguer le climat de ce qui est sustainable, considérer comme green le projet ou bien l'émetteur, distinguer projets *opex* (exemple rénovation de voies par SNCF Réseau) vs *capex*. Carbone : difficulté d'objectiviser les économies carbonées (CO2 évités). Nécessité pour le marché d'avoir une taille critique suffisante et donc nécessité d'élargir les actifs éligibles au green, mais il faut trouver un équilibre entre l'intégrité et une taille critique à atteindre, avec des risques de greenwashing et donc de réputation. Standards : seulement les standards CBI aujourd'hui (ONG basée à Londres) et une seconde opinion donnée par des organismes comme Vigeo, avec une approche sur les dires d'experts. Difficulté sur ce sujet pour les Etats européens de se mettre d'accord sur une taxonomie.

Il faut qu'une part du marché soit *brown* pour que les investisseurs fassent des choix en faveur de projets *green*, et que les fonds financent plus de nouveaux projets. La France est leader et les banques françaises ont 25% du marché mondial des Green Bonds. La France est une place incontournable lors des roadshow des émetteurs.