

TAUX

LES GREEN BONDS, UN LIEN DIRECT ENTRE FINANCEMENT ET PROJETS

Hervé Guez

Directeur Recherche Investissement Responsable

Mathilde Dufour

Responsable Adjointe
Recherche Investissement Responsable

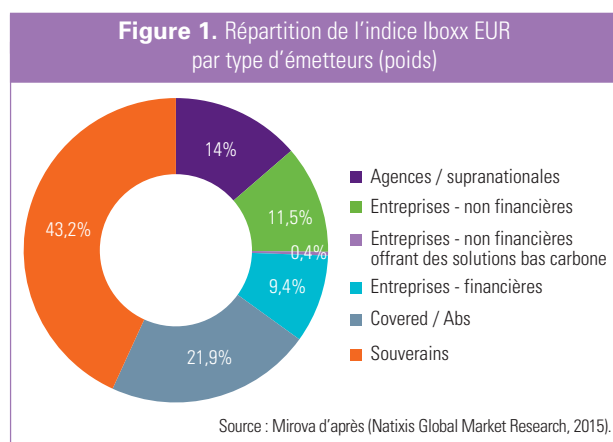


Contributeurs : Chris Wigley, Gérant de Portefeuille sénior
Marc Briand, Responsable Gestion taux

Novembre 2015

Investir dans les entreprises qui apportent des solutions significatives aux enjeux du changement climatique : peut-on appliquer la même logique au marché obligataire que celle mise en œuvre sur le marché actions ? En théorie oui : lorsqu'un émetteur vient sur le marché pour lever de la dette affectée au financement général de l'entreprise (« general corporate purpose »), la logique peut être la même que pour l'investisseur en actions. Néanmoins, en pratique, lorsqu'on regarde la décomposition du marché obligataire selon les enjeux de la transition énergétique en ciblant les entreprises offrant des solutions, l'univers d'investissement se révèle particulièrement limité.

En effet, si l'on prend l'exemple de l'indice Iboxx Europe, les émetteurs « entreprises » ne représentent que 20 % du marché dont environ la moitié est constituée de « financières ».



Or à ce jour, que ce soit au niveau des États, des agences et supranationales, des entreprises du secteur financier ou des

dettes sécurisées, force est de constater que le gisement des émetteurs s'inscrivant résolument dans la transition vers une économie bas carbone est quasiment inexistant. Et sur la part des entreprises non financières, les acteurs offrant des solutions bas carbone significatives à la fois en termes d'impact et de part de chiffre d'affaires constituent moins de 10 %, soit un univers investissable global représentant moins de 0,4 % de l'indice.

Difficile dans ces conditions de mettre en œuvre une stratégie obligataire convaincante à la fois sur son impact carbone et sur ses caractéristiques financières.

Les obligations environnementales (green bonds) se présentent comme une solution idéale à cette problématique d'investissement.

En effet, ces obligations servent à financer des projets ayant pour objectif de générer un impact positif sur l'environnement et/ou la société et portent aujourd'hui principalement sur des projets d'énergies renouvelables et d'efficacité énergétique.

En assurant un lien direct entre projets et financement, elles offrent la possibilité à tous les émetteurs obligataires - entreprises non financières mais aussi financières, supranationales, agences, véhicules de titrisations, voire demain des émetteurs souverains - de s'organiser pour rendre visibles et faire financer leurs activités bas carbone par les investisseurs obligataires.

Cette logique puissante et la mobilisation d'acteurs pionniers a permis à ce marché de connaître une croissance spectaculaire ces dernières années. Pour autant, comme tout marché naissant, celui-ci a besoin de se structurer autour de principes partagés afin de garantir sa crédibilité, gage indispensable d'une croissance soutenable.

1 | Marché des green bonds : une croissance soutenue et multiforme

Si les obligations environnementales ne représentent toujours qu'une part minime des émissions obligataires (moins de 1 % du marché obligataire), nous assistons depuis 2013 à une croissance exponentielle de ce marché. Ainsi à fin juin 2015, le total des émissions de l'année était déjà de près de 60 Mds USD, soit plus de 3 fois celles de l'année 2013 qui représentaient elles-mêmes le triple des émissions depuis « la naissance » de ce marché en 2006.

Celui-ci s'est par ailleurs renforcé au cours des dernières années par une diversité croissante d'émetteurs. En particulier, l'année 2014 a été marquée par l'arrivée en force des émetteurs corporates (entreprises). Alors que le marché était dominé par les organisations supranationales, banques de développement et agences, les émissions corporates représentent quasiment 50 % du volume global émis en 2014, et plus de 50 % du volume à fin juin 2015.

Figure 2. Émissions cumulées d'obligations soutenables supérieures à 200 millions USD - à fin juin 2015

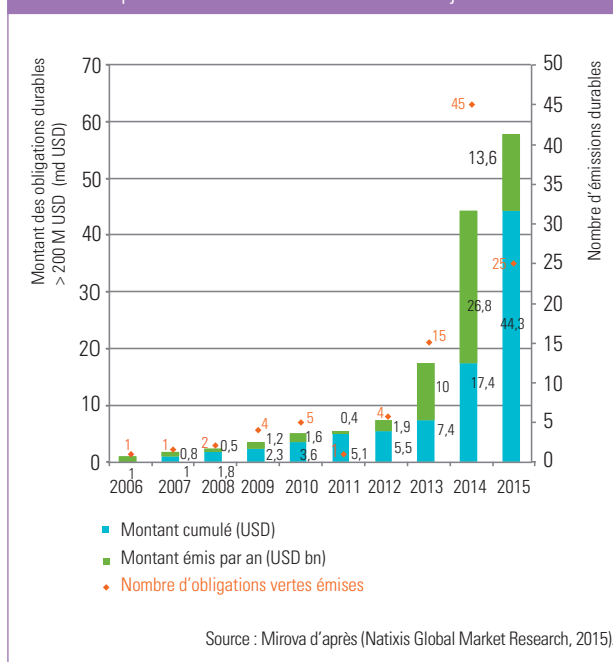
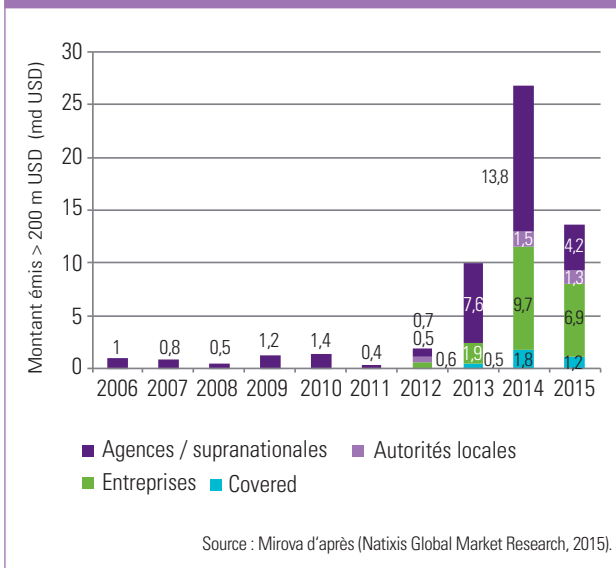


Figure 3. Répartition des obligations soutenables supérieures à 200 millions USD, par type d'émetteur - à fin juin 2015



Cette diversification pourrait encore se poursuivre afin de pérenniser ce marché avec i) davantage de corporates avec une plus grande diversité de notations (émetteurs BBB et HY), ii) davantage d'émetteurs nord-américains et asiatiques, iii) des émissions de la part de souverains et iv) une multiplication des émissions de la part des émetteurs déjà présents afin de créer de vraies courbes de taux.

— 3 —

A cette croissance des volumes s'ajoute une structuration progressive de tous les acteurs : création de structures dédiées d'origination, création de fonds 100 % green bonds et d'indices dédiés, création de services spécifiques d'assurance externe sur les projets, etc.

Malgré sa taille encore modeste, tous ces éléments confirment l'installation durable du marché des obligations environnementales comme nouvelle classe d'actifs au sein de la classe obligataire.

2 | Enjeux de (d'auto?) régulation

Si les obligations environnementales se présentent comme une solution efficace pour adresser la problématique climat, un cadre doit se structurer afin de garantir leur crédibilité.

Cette structuration a été amorcée avec la création des Green Bond Principles (GBP) en 2014. Instance pluripartite, les GBP visent à fournir des lignes directrices sur les éléments nécessaires à l'émission d'un green bond afin d'aider les émetteurs à formaliser leurs émissions d'obligations vertes et les investisseurs à évaluer les impacts environnementaux liés à ces obligations. Sans proposer une définition précise de l'impact environnemental recherché, les GBP aiguillent davantage sur la gouvernance d'une obligation verte à atteindre pour être conforme à la définition d'un green bond.

De notre point de vue, pour assurer la crédibilité du marché, deux éléments se révèlent particulièrement critiques : l'appréciation et la mesure de la contribution environnementale des projets, ainsi que la question de l'allocation des fonds.

211 Mesurer les impacts

Analyser l'adéquation des projets aux objectifs de développement durable

Afin de s'assurer de la qualité ESG (environnementale, sociale et de gouvernance) globale des green bonds, Mirova a développé une grille d'évaluation dédiée pour ce type d'émissions. Celle-ci vise en particulier à définir si les projets sous-jacents remplissent les conditions suivantes :

- démontrer à la fois une amélioration des pratiques allant au-delà du *business as usual* et un impact significatif sur l'enjeu environnemental, et en particulier climat,
- ne pas avoir d'exposition négative sur un autre enjeu de développement durable (santé, développement, biodiversité, pollution, etc.).

Cette analyse est complétée par une revue des risques ESG liés aux projets tout au long de leur cycle de vie. Cette grille d'évaluation a vocation à s'enrichir avec la progression des connaissances et expertises sur les standards et meilleures pratiques par secteur. L'approfondissement continu des connaissances est d'ailleurs nécessaire pour asseoir la crédibilité de l'apport environnemental ou social de ce vecteur financier.

Mesurer les émissions de CO₂ évitées

L'analyse qualitative de l'impact environnemental et social des projets financés par les green bonds doit par ailleurs être complétée par une évaluation quantitative de la contribution à une économie bas carbone de ces projets, comprenant à la fois une mesure de leur empreinte carbone, mais également du « bénéfice carbone » induit.

Compte tenu de la criticité de l'enjeu climat, il nous paraît essentiel que cette méthodologie de mesure d'impact soit partagée par le plus grand nombre. De plus, la mesure carbone des projets devrait être certifiée par une instance externe. La mise en place d'un cahier des charges robuste et transparent constituera ainsi un gage de crédibilité fort. Il permettra également de faciliter l'accès à ce marché à des entreprises n'ayant pas les moyens de déployer des méthodologies en interne.

212 Lien entre projets et financement

Clarté du « use of proceeds »

D'un point de vue investisseur, la raison d'être de ce marché est de participer au financement de la transition écologique, d'apporter les capitaux nécessaires au développement de modèles bas carbone. Dès lors, il convient de s'assurer non seulement du caractère « vert » du sous-jacent financé mais encore de la nature de celui-ci.

La force de la logique des obligations soutenables est de pouvoir s'appuyer sur les projets précis d'investissements sous-jacents. Ainsi, tous les types d'entreprises peuvent participer à ce marché pour peu qu'elles aient des projets de transformation pertinents à présenter. La contrepartie de cette ouverture est la clarté du « use of proceeds » : il s'agit ici de financer des investissements garants de cette transformation. Or nous le savons bien, les marchés de capitaux se sont organisés en favorisant la fongibilité de tout instrument de dette.

Les obligations environnementales et sociales sortent de cette logique : il s'agit de relier financement et investissement. Dès lors, la logique de ce marché peut être schématisée ainsi : apporter de la dette verte ou sociale pour financer des actifs verts ou sociaux. **Le corollaire est qu'il ne peut donc y avoir sur le marché plus d'obligations environnementales ou sociales qu'il n'y a d'actifs verts ou sociaux au bilan des émetteurs.** Ces obligations ne peuvent donc financer des pertes opérationnelles, des rachats d'actions ou refinancer d'anciennes dettes fussent-elles des pertes, des actions ou des dettes d'entreprises vertes ou sociales.

Qualité du reporting spécifique

La bonne appréhension de ces éléments, que ce soit en matière de qualité environnementale ou sociale ou de traçabilité des projets, ne saurait enfin être effective sans un important degré de transparence et d'assurance de la part des émetteurs sur : i) des critères d'éligibilité des projets finançables clairs et vérifiables, ii) la traçabilité de l'utilisation des fonds, et iii) l'existence d'un reporting d'impact détaillant les projets réellement financés et les impacts obtenus.

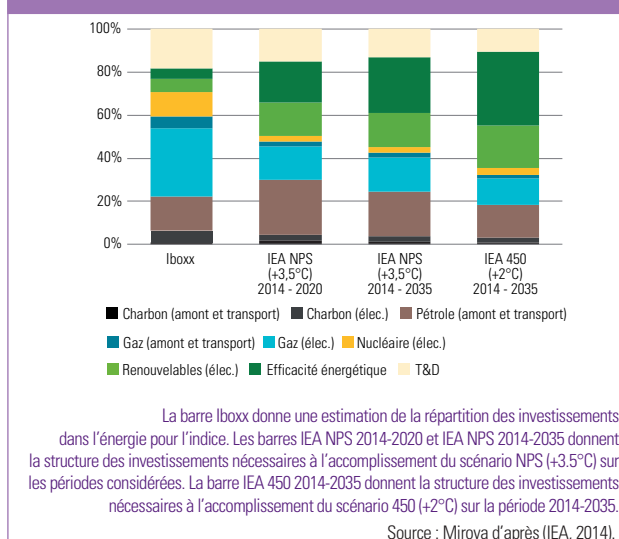
3 Vers des portefeuilles obligataires bas carbone

Les green bonds sont une façon idéale pour les investisseurs souhaitant piloter leur allocation de capital en fonction des enjeux climat.

Afin d'illustrer cette approche, nous avons cherché à quantifier les besoins d'allocation de capital vers la classe d'actif green bonds sur un indice Iboxx overall.

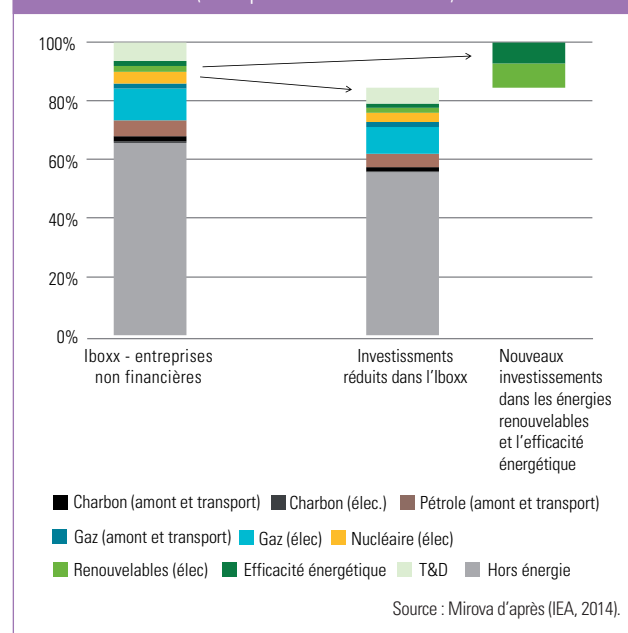
Sur la partie « émetteurs corporates – non financiers », nous avons analysé pour les secteurs exposés à la thématique énergétique les investissements des entreprises en matière d'énergie et les avons comparés aux besoins d'investissements pour atteindre les objectifs de lutte contre le changement climatique. Cet exercice nous a permis de donner une première approche du niveau d'adéquation des investissements avec les besoins en matière de transition énergétique dans des scénarios +3.5°C et +2°C à différents horizons de temps sur cette partie d'un indice.

Figure 4. Comparaison de la partie énergie de l'indice Iboxx avec différents scénarios d'investissements AIE



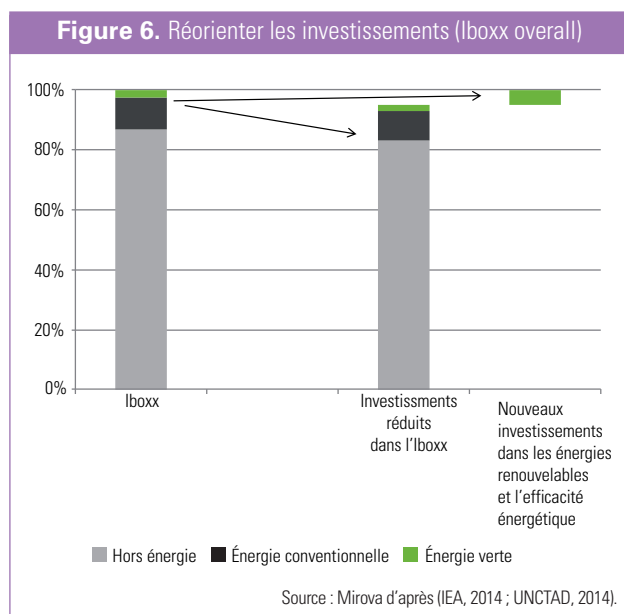
Le résultat de cet exercice est en ligne avec les messages portés par les organismes internationaux. Quel que soit le scénario considéré, il est aujourd'hui nécessaire de réorienter une partie des investissements vers des solutions d'efficacité énergétique et des investissements dans les énergies renouvelables. Dans un indice comme l'Iboxx – Corporates non financiers, l'énergie représente un peu moins de 34 % des investissements totaux. Rendre compatible cette partie de l'indice avec un scénario 2°C nécessiterait d'allouer ~16 % des capitaux vers des green bonds finançant des investissements dédiés à l'efficacité énergétique ou aux renouvelables.

Figure 5. Réorienter les investissements (entreprises non financières)



Pour le reste des émetteurs de l'indice – les souverains, agences et supranationaux, mais également les financières - il n'est pas possible de réaliser un exercice aussi fin. En effet, s'il est difficile d'obtenir de l'information sur les investissements des entreprises en matière d'énergie, il n'existe à l'heure actuelle aucune donnée suffisamment robuste concernant les émetteurs financiers.

À défaut, nous avons utilisé des données macroéconomiques pour déterminer les investissements en matière d'énergie de ces acteurs. Sur la base des travaux d'agences internationales (IEA, 2014 ; UNCTAD, 2014), nous avons estimé que les investissements pour l'énergie au sens large représentaient actuellement environ 10 % des investissements totaux (formation brute de capital fixe).



Sans se prononcer sur l'augmentation de la part des investissements énergétiques d'ici 2035, rendre compatible cet indice avec un scénario 2°C nécessiterait de réorienter ~5 % de l'indice vers des investissements dédiés à l'efficacité énergétique ou aux renouvelables via les green bonds.

— 5 —

Si le marché des green bonds reste encore restreint, sa croissance exponentielle pourrait permettre à un nombre croissant d'investisseurs de s'engager dans la transition bas carbone. Dès lors, la place financière (acteurs et régulateurs) est confrontée à la question suivante : comment créer une infrastructure de marché favorable au développement de cette nouvelle classe d'actif ? Il s'agit d'un enjeu de place sur lequel Mirova est investi et s'investira encore davantage.

Mentions légales

Ce document d'information à caractère non contractuel est destiné à des clients professionnels/non professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut pas être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, distribué ou publié, en totalité ou en partie, sans autorisation préalable et écrite de Mirova.

Ce document est produit à titre purement indicatif. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Mirova se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis.

Le contenu de ce document est issu de sources considérées comme fiables par Mirova. Néanmoins, Mirova ne saurait garantir la parfaite fiabilité, exhaustivité et exactitude des informations provenant notamment de sources extérieures et figurant dans ce document.

Les simulations/hypothèses sont réalisées/indiquées à titre d'exemple, elles ne constituent pas un engagement contractuel de la part de Mirova et ne sauraient engager sa responsabilité.

Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées et les simulations de performances passées ou futures ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un fonds ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Mirova présente à la date de ce document des scénarios et stratégies de gestion. Il est rappelé que la description de ces derniers ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Mirova, cette dernière se réservant la possibilité de faire évoluer les dits scénarios et stratégies notamment en fonction de l'évolution des marchés et en tenant compte de la réglementation en vigueur.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Mirova exclut des fonds qu'elle gère directement, toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Mirova. Responsible investing*

MIROVA

Mirova est une filiale de Natixis Asset Management
Société anonyme au capital de 7 461 327,50 euros
Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 394 648 216
Agrément AMF GP 02-014
21 quai d'Austerlitz - 75013 Paris

Mentions complémentaires

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y a aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. Aux pays francophones de l'UE, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. En Suisse, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

* Plus d'infos : www.mirova.com

Suivez-nous : [@Mirova_RI](https://twitter.com/Mirova_RI)

[in](#) Profil Mirova

NATIXIS GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Société Anonyme au capital de 156 344 050 euros
Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 453 952 681 00022
Siège social : 21 quai d'Austerlitz - 75013 Paris Cedex 13