

Un avenir plus vert pour la finance

Les obligations vertes sont riches d'enseignements pour la finance durable

Afsaneh Beschloss et Mina Mashayekhi

LES OBLIGATIONS VERTES ÉMISES par la Banque mondiale et la Banque européenne d'investissements il y a plus de dix ans ont ouvert la voie aux investissements, qui pourraient à terme atteindre des milliers de milliards de dollars, dans des projets dans le domaine climatique (énergies renouvelables, efficacité énergétique, protection et restauration des écosystèmes, etc.).

De par leur rôle central et fondamental, elles sont riches d'enseignements et servent de signes avant-coureurs pour la communauté mondiale, d'autant qu'il est encore plus urgent pour elle d'étendre la finance responsable à divers domaines (obligations structurées complexes adossées à des prêts, garanties de prêts et sûretés en monnaies locales, et créances de rang inférieur, etc.).

Le défi initial était bien plus redoutable que la mise au point d'un prototype obligataire lié à l'impact sur l'environnement. Il s'agissait de créer une nouvelle catégorie de titres qui serait crédible, reproductible et intéressante tant pour les investisseurs institutionnels que pour les organisations environnementales.

En cela, il ne fait aucun doute que les fondateurs du mouvement en faveur des obligations vertes ont atteint leur objectif. Dans son rapport de 2018, la Climate Bonds Initiative (CBI) (Initiative pour le financement par les obligations vertes) a indiqué qu'entre 2008 et 2018, des dizaines d'institutions et d'États avaient émis plus de 521 milliards de dollars en obligations vertes. Selon *Environment + Energy Leader*, rien qu'au premier semestre de 2019, les nouvelles émissions d'obligations vertes certifiées ont dépassé les 100 milliards de dollars au niveau mondial et, d'après les prévisions pour l'ensemble de l'année, elles atteindraient 250 milliards de dollars. D'après les estimations de la CBI, plus de 5 000 émissions d'obligations vertes seront arrivées sur le marché d'ici la fin de 2019. Il ne fait donc aucun doute que, pour divers acteurs du marché à l'échelle mondiale, le marché des obligations vertes est un marché robuste, durable et évolutif.

Kenneth Lay, directeur général de RockCreek, qui a dirigé, en qualité de trésorier de la Banque mondiale, l'équipe chargée de la mise au point des toutes premières obligations vertes, affirme que l'affectation du produit des obligations à certains projets en lien avec le climat et l'environnement avait radicalement changé les choses et que cela pouvait attirer de nouveaux investisseurs privilégiant les effets et inciter la Banque à se concentrer sur ces biens publics essentiels.

Il ajoute que ce potentiel est en train de se concrétiser, certes peut-être pas aussi vite que nous le souhaiterions tous, mais que les progrès enregistrés depuis dix ans ont été spectaculaires.

Un autre défi majeur, qui continuera de mettre à mal toutes les formes de financement durable, a été de veiller à

ce que l'impact environnemental des projets d'obligations vertes soit transparent, vérifiable, mesurable et conforme aux normes internationales.

Dès le début, la Banque mondiale a élaboré un modèle rigoureux et transparent lui permettant de vérifier la conformité de ses émissions d'obligations vertes. Plusieurs cadres et protocoles solides et influents ont vu le jour pour servir de guide aux investisseurs et émetteurs. Lancée en 2010, la CBI a publié la même année son programme de certification d'obligations climatiques (Climate Bonds Standard and Certification Scheme). La Loan Market Association note que l'International Capital Markets Association (ICMA), fondée en 1969 pour guider le marché émergent des euro-obligations, a progressivement étendu son champ d'application à un ensemble de principes applicables aux prêts verts en 2014. Ces deux cadres volontaires acquièrent de l'influence en réunissant des équipes de scientifiques et de dirigeants de haut niveau chargées d'élaborer et de promouvoir des normes rigoureuses et en obtenant l'approbation d'une masse critique d'émetteurs et d'investisseurs. Malgré l'existence de normes nationales concurrentes et l'absence de mécanismes de conformité solides pour l'émission d'obligations, l'ICMA et la CBI ont conçu la plupart des émissions d'obligations vertes en fonction d'indicateurs clairs et se sont assurés que les projets permettent de tirer parti de tous les avantages pertinents.

Il va de soi que le respect des normes telles que celles de l'ICMA et de la CBI doit être vérifié par des experts indépendants. Les incitations internes des propriétaires d'actifs sont insuffisantes. Des entreprises de premier plan comme CICERO et Sustainalytics ont analysé, dans le cadre d'exams externes, plus de 88 % des 5 000 obligations labellisées écologiques par la CBI. Ce label signifie qu'au moins 95 % de leur produit servent à financer des projets environnementaux et que les secteurs qui ne font pas l'objet de recherches approfondies ou qui sont controversés sont exclus. Ces examens, ainsi que la vérification préalable des émetteurs privilégiant le respect de l'environnement, ont permis de s'assurer que les actifs adossés aux obligations répondant aux exigences minimales de l'ICMA et de la CBI sont bien verts, de même que la majorité des fonds investis dans ces obligations.

Intervenants douteux

Cela n'a pas empêché des intervenants douteux d'entrer sur le marché. Qu'il s'agisse de projets d'extraction de « charbon propre » en Chine ou d'obligations vendues par la compagnie pétrolière espagnole Repsol, des émetteurs ont brouillé ou effacé la distinction entre projets durables et non durables. La levée de boucliers face à ces projets a suscité un débat

encore plus vif sur la nécessité de définir avec plus de précision les types d'investissements qui contribuent à la durabilité et dans quelle mesure ils y contribuent.

Les investisseurs qui adhèrent aux lignes directrices de l'ICMA ou de la CBI peuvent avoir l'assurance qu'ils financent des infrastructures à faibles émissions et contribuent à une réduction importante des émissions, peut-être à tort. Par exemple, pour éviter toute controverse, la certification selon les normes les plus élevées de la CBI esquivent des domaines ayant trait au climat et susceptibles d'attirer l'investissement comme l'énergie nucléaire et des questions comme les déplacements par avion, qui représentent 2 % de l'empreinte carbone mondiale des émissions, et ce pourcentage ne cesse d'augmenter. Qui plus est, une analyse méthodique, secteur par secteur, prend du temps. Ce n'est que récemment que les organismes compétents ont réfléchi à la possibilité d'élaborer des cadres à l'intention de secteurs comme le ciment et l'acier, qui, tout en contribuant ensemble aux émissions mondiales de dioxyde de carbone à hauteur de 15 % à 17 %, revêtent une importance primordiale pour la construction de l'infrastructure nécessaire pour passer du « brun au vert » et pour s'adapter au changement climatique, comme les stations de recharge des véhicules électriques et les digues de protection contre les inondations dans les zones de faible élévation.

Compte tenu de l'ampleur, de la complexité et de la diversité croissantes des obligations vertes, les investissements verts que l'on a vu apparaître dans la foulée représentent peut-être encore le défi le plus important pour la finance durable. Selon les estimations de la Global Sustainable Investment Alliance, 30,7 mille milliards de dollars d'actifs institutionnels dans le monde avaient été investis dans des produits durables, des produits axés sur l'environnement, la société et la gouvernance ou des produits verts sur six grands marchés, l'Australie, le Canada, les États-Unis, l'Europe, le Japon et la Nouvelle-Zélande, au début de 2018, soit une augmentation de 34 % depuis 2016. Les « obligations bleues », définies par la Banque mondiale, permettent de financer la restauration du littoral, la biodiversité des fonds marins, la pêche durable et la lutte contre la pollution. Les « obligations humanitaires » servent à obtenir des financements pour faire face aux pandémies et à la migration. Entre-temps, des émetteurs spécialisés tels que l'International Finance Facility for Immunisation (Facilité internationale de financement pour la vaccination) ont vu le jour. De nombreuses organisations qui suivent de près la finance verte suivent aussi l'ensemble plus large des obligations dites « à impact », un marché combiné d'une valeur estimée à 1,45 mille milliard de dollars en 2018.

Il se peut que la finance durable vive un âge d'or de l'innovation. Chaque année, de nouveaux titres et de nouvelles structures d'investissement voient le jour. La question est de savoir si cette créativité favorise un marché dans lequel les risques et les taux de rendement sont entièrement transparents, comparables et accessibles d'une manière qui peut être constamment monétisée. Le dilemme risque-rendement pour ceux qui investissent dans la finance verte est omniprésent et constitue une gageure. Les investisseurs

devraient-ils accepter un rendement des obligations vertes émises par une entreprise donnée qui soit inférieur à celui des émissions « brunes » de ladite entreprise ? Les émetteurs devraient-ils s'attendre à une baisse des coûts de financement, phénomène dénommé « greenium » ? Devraient-ils accepter des taux de rendement interne plus faibles sur des prises de participation dans des sociétés non cotées ou sur des investissements dans des infrastructures vertes ? La réaction initiale des agents fiduciaires a souvent été de répondre « non », mais cela est en train de changer. Des efforts considérables ont été faits pour mieux quantifier les risques et rendements à long terme liés au climat et aux objectifs de développement durables des Nations Unies par opposition à une rentabilité à court terme. Les progrès commencent à être perceptibles.

C'est sur le marché des obligations vertes que ce type d'analyse a le plus progressé. Cela est dû en partie à sa taille et à sa relative transparence. Certes, de nombreuses autres obligations sur le marché obligataire dans son ensemble n'ont pas

Il se peut que la finance durable vive un âge d'or de l'innovation.

la durée de vie et la taille nécessaires pour faire l'objet d'une étude approfondie, mais le marché des obligations vertes (bien qu'assez petit par rapport aux marchés mondiaux) offre des ensembles de données relativement riches à des fins d'analyse. Il n'en reste pas moins qu'une thèse convaincante commence à émerger des données des secteurs public et privé : à chaque fois, les obligations vertes obtiennent de meilleurs rendements que les obligations brunes en termes de prix, de liquidités et de résultats. Bien qu'il demeure difficile de parvenir à une conclusion définitive, il semble que les investisseurs puissent investir dans des obligations vertes sans nuire au rendement du portefeuille, et il existe à terme un potentiel de hausse, car les actifs résistants au climat s'avèrent moins risqués et offrent potentiellement de meilleurs rendements.

Les implications sont claires. Les investisseurs institutionnels doivent faire preuve de perspicacité en s'efforçant d'allouer des capitaux de plus en plus importants destinés à financer des projets verts. Les investisseurs et propriétaires d'actifs durables à long terme doivent tout mettre en œuvre pour qu'une analyse rigoureuse soit effectuée et que le seuil d'engagement institutionnel soit élevé. Pour ce faire, ils auront besoin de conseillers et de gestionnaires chevronnés, expérimentés et à l'esprit vif. **FD**

AFSANEH BESCHLOSS est la fondatrice et directrice générale de RockCreek, une société de gestion d'actifs implantée dans le monde entier. Par le passé, elle a occupé les fonctions de trésorière et de responsable des investissements à la Banque mondiale.

MINA MASHAYEKHI est conseillère principale chez RockCreek. Auparavant, elle a conduit des négociations de haut niveau sur le commerce et la durabilité à la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement.