



CHAIRE ÉNERGIE & PROSPERITÉ

Financement et évaluations de la transition énergétique

Compte-rendu d'événements

Séminaire financement de la transition énergétique

Compte rendu de la séance 8

« Le reporting : frein ou accélérateur de croissance pour
les *green bonds* ? »

24 novembre 2017

La Chaire Energie et Prospérité

La chaire Energie et Prospérité a été créée en 2015 pour éclairer les décisions des acteurs publics et privés dans le pilotage de la transition énergétique. Les travaux de recherche conduits s'attachent aux impacts de la transition énergétique sur les économies (croissance, emploi, dette), sur les secteurs d'activité (transport, construction, production d'énergie, finance) et aux modes de financement associés. Hébergée par la Fondation du Risque, la chaire bénéficie du soutien de l'ADEME, d'Air Liquide, de l'Agence Française de Développement, de la Caisse des Dépôts, de Mirova, de Schneider Electric et de la SNCF.

Le séminaire Financement de la transition énergétique

Depuis fin 2016, la Chaire Energie et Prospérité organise un Séminaire consacré au financement de la transition énergétique. Cette initiative s'inscrit dans la continuité de l'accord de Paris, issu de la Cop21 et des initiatives législatives françaises récentes (art. 173 de la loi de transition énergétique), ayant placé la France à l'avant garde en termes de mobilisation du secteur financier pour le financement de la transition énergétique vers une économie bas carbone.

Le séminaire est organisé par Dominique Plihon (Université Paris 13, Sorbonne Paris Cité) et Sandra Rigot (Université Paris 13, Sorbonne Paris Cité).

Retrouvez toutes les présentations réalisées lors du séminaire et les comptes rendus (à partir de la session 8) sur le site de la Chaire Energie et Prospérité.

<http://bit.ly/2FKb3aF>

Le reporting : frein ou accélérateur de croissance pour les *green bonds* ?

Session du 24/01/2017 du séminaire Financement de la Transition Energétique

Le séminaire a été animé par Alain Quinet (Directeur Général Délégué, SNCF Réseau). Il s'est structuré autour de quatre interventions :

- Morgane Nicol (Chargée de mission, I4CE) a présenté un panorama général des enjeux des *green bonds* ;
- Mathilde Dufour (Co-head of Responsible Investment Research, Mirova) est intervenue sur le thème des attentes des investisseurs ;
- Alexandre Marty (Senior Investor Relations Manager EDF) est intervenu sur le thème « 4 ans de reporting *green bond* : évolutions et enseignements » ;
- Guillaume Hintzy (Directeur Financements et Trésorerie SNCF Réseau) est intervenu sur le thème « Offrir de la lisibilité aux investisseurs en élaborant une méthodologie de reporting adaptée aux infrastructures de transport ».

1. Panorama général des enjeux des *green bonds* - Morgane Nicol (I4CE)

Résumé de l'intervention : Le rôle du marché des obligations vertes est de faciliter l'identification des obligations qui financent les investissements « verts ». L'objectif de ce marché n'est pas directement d'améliorer les conditions de financement des projets bas-carbone. Ainsi, il est essentiel de s'assurer que les investissements « verts » ciblent les investissements alignés sur une trajectoire de transition énergétique. Pour garantir cette intégrité environnementale, le processus d'« étiquetage » devrait être plus supervisé. Mais il faut veiller à ce que les coûts de transaction liés à l'« étiquetage vert » restent faibles pour augmenter la part de « *green bonds* » émis.

Le marché des *green bonds*

Les « *green bonds* », ou « obligations vertes », sont des obligations dont les produits sont utilisés uniquement pour financer des projets bénéfiques pour l'environnement. Elles ont les mêmes caractéristiques financières que les obligations classiques. Mais elles comportent un engagement additionnel de l'émetteur : ce dernier doit financer le même volume de projets à bénéfice environnemental que le volume de *green bonds* qu'il a émis. Les obligations vertes contribuent majoritairement à financer des projets dans le secteur de l'énergie (énergies renouvelables et efficacité énergétique) et, plus marginalement, dans les secteurs des transports, de l'eau, des déchets, de la foresterie et de l'agriculture. Le cadre d'éligibilité des actifs pouvant être financés par ce biais est rendu public par l'émetteur avant l'émission des *green bonds*. Un cadre de reporting peut également être fixé et une structure externe peut procéder à une évaluation de ces deux cadres.

Depuis 2013, le marché des *green bonds* a décuplé. La *Climate Bonds Initiative* estime le volume de *green bonds* émis à 130 mds\$ en 2017. Mais les *green bonds* ne représentent encore que 0,3% du marché mondial obligataire, et les obligations climat 1,3%. La France est bien positionnée sur ce marché (3ème position derrière les USA et la Chine).

Quel peut être la contribution de ce marché au financement de la transition énergétique ?

Pour I4CE, l'objectif de ce marché est de financer la transition vers un système énergétique bas-carbone. Le financement de cette transition nécessite une redirection des investissements hautement carbonés vers des investissements faiblement carbonés. Deux raisons principales justifient cette redirection. La première est de contenir l'augmentation de la température moyenne terrestre. Dans cette perspective, l'article 2.1.c de l'accord de Paris fixe l'objectif d'aligner les flux financiers mondiaux sur une trajectoire compatible avec la transition bas-carbone. La seconde raison est le maintien de la stabilité du système financier, lui-même soumis au risque climatique.

Les *green bonds* ne sont pas voués à financer directement les petits projets individuels (ex : véhicules bas-carbone et rénovation des bâtiments). Mais, dans ce cas, les banques peuvent utiliser la titrisation : elles octroient des prêts verts qui sont titrisés et transformés en *green bonds*. Les *green bonds* sont ainsi adaptés à une grande partie des besoins de financement.

Néanmoins, les *green bonds* ne permettent pas de lever tous les obstacles au financement des projets bas-carbone. Souvent, en effet, ces derniers ne remplissent pas les conditions de rentabilité, ou de volume et de niveau de risque, nécessaires pour être financés par des *green bonds*. Par rapport à une obligation classique, émettre une obligation verte ne permet pas de modifier le profil de risque de l'émission émise, et ainsi ne permet pas d'améliorer significativement la rentabilité des projets bas-carbone.

Par contre, les *green bonds* sont utiles : (i) pour permettre aux investisseurs d'identifier, au sein du marché des obligations, celles qui contribuent à la transition bas-carbone, (ii) pour permettre aux émetteurs d'accélérer la mise en place d'une stratégie climat en suscitant la collaboration des directions développement durable et financière et (iii) d'ancrer cette stratégie dans l'organisation.

Assurer l'intégrité environnementale du marché

Il peut exister un fossé dans les attentes des différents acteurs sur la définition du vert ainsi qu'un manque de confiance dans l'information. Ainsi, il n'existe pas de définition unique de la composante « verte » d'une obligation verte. De même, il n'existe pas de procédure unique d'étiquetage d'une obligation comme « verte ». La revue externe du cadre d'éligibilité des actifs à un financement par un *green bonds* est recommandée par les *Green Bond Principles* – principal standard de marché - mais non obligatoire. Elle peut consister en l'émission d'une simple seconde opinion, la notation avant émission par une agence de notation, la certification avant émission (Climate Bonds Standard) ou la validation après émission par des cabinets d'audit. Une harmonisation du cadre de définition d'une obligation verte et du reporting lié permettrait d'assurer la crédibilité de ce marché et d'éviter le *greenwashing* mais est plus coûteuse et donc peut décourager l'émission de *green bonds*. Un autre problème concerne l'inexistence de supervision des prestataires de revues externes.

2. Les attentes des investisseurs - Mathilde Dufour (Mirova)

Résumé de l'intervention : Mirova, filiale de Natixis, est une société de gestion d'actifs dédiés à l'investissement responsable et très impliquée dans le marché des *green bonds*. Elle a notamment créé un fond dédié aux *green bonds* (€1.1 Md d'exposition aux *green bonds*), élaboré un processus spécifique d'analyse de la qualité environnementale des *green bonds* et participe activement au board des *Green Bond Principles*. L'intervention se focalise principalement sur la présentation du processus de sélection et de contrôle des *green bonds* mis en place par Mirova.

Définition retenue par Mirova et cadre d'analyse

Il n'y a pas de définition partagée des *green bonds*, mais le *Green Bonds Principles* les définit comme des obligations devant répondre à quatre exigences. Ces principes doivent permettre d'éviter des comportements de *greenwashing* de la part des émetteurs. En particulier, le bénéfice environnemental des projets peut être controversé. Mirova a repris ces quatre exigences pour élaborer un processus de sélection et de contrôle des *green bonds*.

- *Transparence de l'utilisation des fonds* : La documentation légale doit préciser que les fonds seront utilisés pour financer et/ou refinancer des projets aux bénéfices sociaux et/ou environnementaux.
- *Sélection et évaluation des projets pour garantir un bénéfice environnemental* : le projet s'inscrit-il dans une perspective de transition importante de l'émetteur ? Aura-t-il réellement un bénéfice environnemental net ? Est-il en conflit avec d'autres enjeux du développement durable ? Par exemple, les grands barrages hydroélectriques peuvent avoir des impacts sociaux et environnementaux problématiques ou un nouvel aéroport très efficace énergétiquement peut générer un coût environnemental net dans un contexte global de transition énergétique. La méthode d'évaluation tient compte des analyses du cycle de vie des projets. Les évaluations de risques et opportunités peuvent être confirmées par une "seconde opinion".
- *Transparence sur la gestion des fonds* : Un auditeur externe vérifie la traçabilité des fonds du projet. En général, ce point ne pose pas de problème.
- *Reporting régulier sur les impacts des projets financés*. L'émetteur doit fournir la liste des projets financés à ce jour, des mesures de l'impact de ces projets et les progrès des projets. La qualité de ce reporting varie beaucoup selon les émetteurs.

Mirova conseille les émetteurs tout au long de ces étapes par un dialogue régulier et en amont de l'émission (en particulier lors du roadshow avant émission).

Mesurer l'impact carbone des *green bonds*

Les *green bonds* permettent aux investisseurs de savoir quel type de projets seront financés, mais la mesure de l'impact carbone des *green bonds* est délicate car la qualité du reporting de la part des émetteurs est hétérogène. En partenariat avec Carbone 4, Mirova a développé une méthode permettant de mesurer les émissions induites par un *green bond*, en tenant compte du cycle de vie des projets financé par ce *green bond* (scopes 1, 2 et 3), et les émissions évitées par ce *green bond*. Les fonds *green bonds* permettent de s'inscrire dans une trajectoire de réduction des émissions respectant l'objectif d'élévation de la température globale de +1,5°C. Les grands indices boursiers mondiaux s'inscrivent dans une trajectoire de +4°C et les fonds thématiques environnementaux et ISR sont positionnés sur une trajectoire de +2°C.

3. Quatre ans de reporting *green bonds* : évolutions et enseignements - Alexandre Marty (EDF)

Le programme *green bonds* d'EDF

EDF a lancé le programme *green bonds* par une première émission en 2013, qui a été suivie par trois autres émissions depuis, pour représenter un total de 4,5 Mds €. Le programme est centré uniquement sur de nouveaux investissements, excluant ainsi les refinancements d'actifs existants. Les fonds ont été fléchés sur de nouveaux projets d'ENR pour les deux premières émissions, et les deux émissions suivantes également sur la modernisation du parc hydroélectrique en France. Pour EDF, les principaux avantages de ce programme sont : une diversification de la base d'investisseurs, ainsi que des investisseurs prêts à investir à plus long terme ou en volume plus important ; une mise en évidence des activités énergies renouvelables d'EDF, 1er producteur d'Europe ; enfin, de faire travailler ensemble la fonction financière, la fonction développement durable et les métiers, ce qui a créé des dynamiques très intéressantes au sein de l'entreprise.

Les différents niveaux de reporting

EDF a élaboré un processus de reporting interne à un rythme trimestriel et annuel. Le tableau de bord fourni donne les montants investis par les *green bonds*, la part qu'ils représentent dans le financement, la capacité et la production attendue des nouveaux projets, ainsi que les émissions de CO2 évitées espérées. Une revue externe a été réalisée par Vigeo afin d'avoir une seconde opinion avant chaque émission. Par ailleurs, la vérification ex post, réalisée par Deloitte, apparaît comme la clef de voûte du système, car elle permet à l'investisseur d'avoir la garantie que l'engagement a été rempli.

Les évolutions passées et à venir dans le reporting

Depuis 2013, plusieurs évolutions ont déjà eu lieu dans le reporting, principalement à la suite de demandes et d'échanges avec les investisseurs. Tout d'abord, les émissions de CO2 évitées ont été ajoutées, avec une analyse en cycle de vie du projet et des émissions du réseau. D'autres éléments ajoutés concernent l'impact net des projets, la part des *green bonds* des projets qui appartient bien à EDF, et la prise en compte de plusieurs émissions de *green bonds* pour un même projet. Enfin, le reporting a été intégré dans la communication financière périodique de l'entreprise.

D'autres évolutions pourraient avoir lieu à l'avenir. Se pose, en particulier, la question du reporting sur des investissements dans les infrastructures hydroélectriques, et de l'indicateur des émissions évitées dans le cas d'une rénovation d'infrastructure. Concernant les autres impacts des projets, il est assez difficile, à ce jour, de les évoquer de façon très standardisée. Enfin, le reporting mobilise une quantité importante de ressources pour EDF. Des questionnements émergent donc sur la pertinence d'un reporting trimestriel sur l'allocation des fonds (un rythme semestriel pourrait être suffisant), sur l'importance réelle de ce reporting pour les investisseurs, ou sur le bon niveau d'information à donner. Enfin, un exemple de comparaison de reporting sur un même projet montre que les émissions de CO2 évitées calculées par un autre émetteur sont 5 à 10 fois ce que calcule EDF. Cela illustre l'importance de trouver des méthodologies communes à l'avenir.

4. Offrir de la lisibilité aux investisseurs en élaborant une méthodologie de reporting adaptée aux infrastructures de transport - Guillaume Hintzy (SNCF Réseau)

Présentation de SNCF Réseau

SNCF Réseau est le gestionnaire et propriétaire de l'infrastructure ferroviaire en France. Il a pour missions de produire et vendre des sillons, d'organiser les circulations sur le réseau, et de réaliser la maintenance et le développement du réseau. Les investissements annuels nets de subventions de l'entreprise sont de l'ordre de 3 à 3,5 Mds €, dont environ la moitié est éligible à leur programme *green bonds*. SNCF Réseau s'est, en effet, engagée à certaines exigences : centrer le programme essentiellement sur la rénovation du réseau existant, et quelques projets de développement seulement ; ces rénovations représentent des montants significatifs et assurent une récurrence dans les investissements ; le critère de l'additionnalité, les *green bonds* financent des projets nouveaux (pas de refinancement) ; enfin, le programme bénéficie d'une double certification *Green Bond Principles* et *Climate Bond Initiative*, ce dernier étant plus restrictif. Le programme bénéficie ainsi aux investissements sur les lignes suffisamment circulées pour avoir un impact positif avéré sur le climat. Depuis octobre 2015, trois émissions de *green bonds* ont été réalisées pour un montant total de 2,6 Mds €.

Le reporting de SNCF Réseau

Le reporting de SNCF Réseau a impliqué les directions opérationnelle, financière et développement durable. Il insiste sur deux sujets principaux que sont la transparence et la standardisation. La transparence implique l'utilisation d'indicateurs conformes à l'engagement de reporting initial, et qui sont centrés sur l'impact carbone des projets. La correcte allocation des projets éligibles ainsi que la correcte application de la méthodologie sont certifiées par KMPG. Concernant la standardisation, une revue des méthodologies existantes a été réalisée sans qu'une méthodologie satisfaisante ne soit trouvée sur la rénovation d'infrastructures. En partenariat avec Carbone 4, SNCF Réseau a donc développé une méthode qui couvre l'intégralité du cycle de vie du projet, tient compte des hypothèses d'évolution du mix énergétique français et des autres modes de transport, et garantit qu'il n'y ait pas de double comptage des émissions évitées.

Retour d'expérience sur les *green bonds*

SNCF Réseau observe que l'émission de *green bonds* permet une meilleure attractivité sur le marché primaire, une diversification géographique des investisseurs qui sont des investisseurs de qualité, capables d'investir sur le temps long. Le marché des *green bonds* est aujourd'hui déséquilibré, avec beaucoup plus d'investisseurs que d'émetteurs, ce qui s'explique en partie par un coût interne important pour les émetteurs. Un défi pour développer le marché sera donc d'attirer de nouveaux émetteurs, notamment en assouplissant les règles d'allocation du capital relatives aux investissements dans des produits financiers verts.

5. DISCUSSION

Les échanges qui ont suivi les présentations ont permis d'identifier notamment les questionnements et les défis suivants pour le développement des *green bonds* :

- Le besoin de bases méthodologiques communes pour le reporting des *green bonds* et la quantification des émissions évitées par les projets, en particulier pour des projets de rénovation d'infrastructures. La question des organismes impliqués dans la construction et la diffusion de ces méthodologies reste ouverte ;
- L'intérêt pour le marché d'attirer de nouveaux émetteurs, dans un contexte où un déséquilibre existe actuellement sur le marché, avec des investisseurs plus nombreux que les émetteurs. Cela implique notamment de créer des incitations ou des bénéfices substantiels pour des projets verts à se faire financer en tant que *green bonds* ;
- Enfin, dans un contexte de taux d'intérêt bas, les *green bonds* à eux seuls n'ont pas un pouvoir de réorientation massif des investissements vers les projets bas-carbone. Il faut donc créer un environnement favorable au sein des entreprises émettrices débouchant sur une ré-orientation de leurs relations avec les marchés financiers.