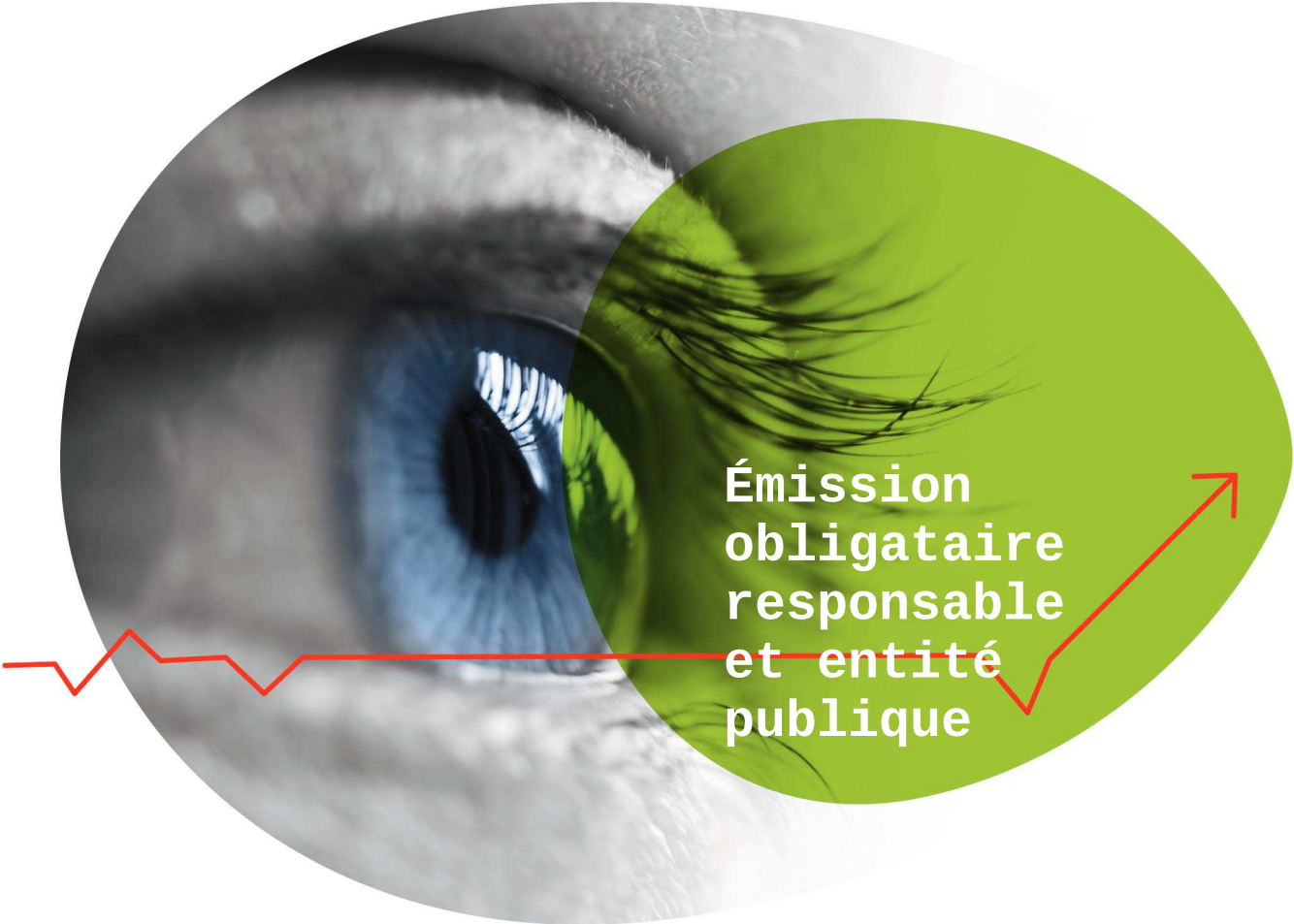


Analyse



Émission
obligataire
responsable
et entité
publique

Réseau

Financité

Ensemble, changeons la finance



FÉDÉRATION
WALLONIE-BRUXELLES

De par leur mission, les entités publiques doivent fréquemment financer des projets à valeur-ajoutée sociale et environnementale pour le bien de la collectivité. Il semble dès lors légitime qu'elles mettent l'emphasis sur cette spécificité quand elles se financent sur le marché pour attirer les investisseurs responsables. Or, ce n'est le cas que depuis 2006. Qu'est-ce qu'une émission obligataire responsable ? Quelles entités publiques pratiquent cette démarche ? Quelles garanties extra-financières existent pour les investisseurs ?

Introduction

Une émission obligataire, qu'elle soit responsable ou non, peut être classée par son type d'émetteur. Ainsi, deux grands groupes existent : celles qui sont émises par des entités privées, telles les banques, les entreprises ou encore les associations, et celles qui sont émises par des pouvoirs publics - en général supranationaux, tels les banques de développement ou infranationaux-, tels les États, les provinces, les communes ou les villes. Cette analyse s'intéresse à cette dernière catégorie, afin d'en décortiquer les pionniers et examiner les garanties possibles concernant les aspects extra-financiers pour les investisseurs.

Qu'est-ce qu'une émission obligataire responsable ?

Que recoupe le vocable « responsable » ? Certains y mettent des aspects environnementaux, d'autres sociaux, ou encore les deux aspects à la fois. Lorsque l'on parle de l'investissement responsable, on inclut aussi éventuellement des aspects de gouvernance ou d'éthique, qui ne sont, généralement, pas repris dans le champ lexical des émissions obligataires responsables.

A ce niveau, les termes obligations « environnementales », « vertes », « socialement responsables », ou encore « *Climate Bonds* » sont les plus utilisés. Ainsi, à première vue sémantique, l'aspect environnemental semble plus abordé que l'aspect social. Le thème environnemental se trouve être plus fédérateur. En effet, la lutte contre le changement climatique, par exemple, concerne tous les habitants de la planète et peut être combattu par des actions dans divers endroits. Les actions sociales, telles par exemple l'ouverture d'une école ou encore la construction d'un hôpital, sont souvent plus localisées.

Bien qu'il n'existe pas de définition légale de l'obligation socialement responsable, des experts¹ définissent le concept d'obligations vertes comme « des obligations émises par un gouvernement ou une compagnie pour financer un projet environnemental. L'émetteur garantit de repayer l'obligation sur une certaine durée de temps, plus un taux de rendement fixe ou variable ».

Par extension, les obligations socialement responsables pourraient être définies comme « des obligations émises par un gouvernement ou une compagnie pour financer des projets à valeur-ajoutée sociale et environnementale. » Il s'agit, dans ce cas, de tracer, ou pour utiliser le jargon du domaine, de « flécher », les projets qui pourraient être considérés comme environnementaux ou sociaux de l'émetteur.

Par ailleurs, Novethic, centre de recherche sur l'investissement responsable, définit une obligation responsable comme : « une dette émise sur le marché et destinée à financer des projets définis, générant un bénéfice environnemental (énergies renouvelables, efficacité énergétique, adaptation au changement climatique, ...) ou social (logement social, santé, éducation, ...) direct. Les émetteurs s'engagent à fournir un *reporting* sur l'allocation des fonds. »²

Dans les définitions avancées, il y a clairement l'idée de l'utilisation de l'argent à des fins responsables, soit selon l'expression anglophone « use of proceeds ». Toutefois, il existe également des cas où les émetteurs se soumettent également à des notations extra-financières par des agences de notation sociétales afin de pouvoir mettre en avant le côté responsable de leur émission.

2 Quelles entités pratiquent cette démarche dans le monde... et en Belgique ?

Secteur relativement récent, les premières émissions obligataires responsables remontent à 2006-07³. Comme mentionné ci-dessus, ce sont plus souvent des obligations à aspect environnemental qu'à aspect social. Le premier exemple recensé traite toutefois d'un aspect social : la santé et plus particulièrement la vaccination.

1 MACKENZIE C. et ASCUI F. Investor leadership on climate change: an analysis of the investment community's role on climate change, and snapshot of recent investor activity [en ligne]. Caring for climate Series, UNEP Finance Initiative et UNPRI, 2009, États-Unis, 21 pages. http://www.unglobalcompact.org/docs/issues_doc/Environment/Investor_Leadership_on_Climate_Change_Analysis.pdf (consulté le 3/12/2014)

2 BLANC D., COZIC A., DE BAROCHEZ A., Les obligations environnementales et sociales. Un instrument prometteur [en ligne]. Rapport de recherche. Paris : Novethic, 2013, 16 pages. http://www.novethic.fr/novethic/upload/etudes/Novethic_Etude_Obligations-vertes-et-sociales_2013.pdf (consulté le 3/12/2013)

3 SEB. Green Bonds. Slow start Fast growth. Suède, 2013.

Ainsi, l'International Finance Facility for Immunisation a émis des obligations responsables pour financer des campagnes de vaccination. Celles-ci auraient depuis permis de récolter plus de 4,5 milliards d'euros.

Autre exemple précurseur : la Banque mondiale et la Banque européenne de développement ont lancé à partir de 2007 des émissions obligataires dites vertes. Celles-ci ont pour but de financer des projets visant à réduire le changement climatique. Concrètement, les projets financés par ces obligations ont pour buts, entre autres, de promouvoir les énergies renouvelables ou l'efficacité énergétique. Ensemble, elles totaliseraient plus de 7 milliards d'euros depuis les premières émissions obligataires.

Côté entités publiques infranationales, c'est en 2008 que le Nord Pas de Calais décide d'élaborer une émission obligataire responsable et lève ainsi 50 millions d'euros. Les projets de cette émission obligataire responsable ne sont toutefois pas expressément fléchés, bien que des grandes lignes soient exprimées : « développement ferroviaire et fluvial mais aussi la reconquête des friches et la création d'une vaste trame verte régionale »⁴. En revanche, la région Nord Pas de Calais a mis en avant le fait qu'elle a obtenu une bonne note d'une agence de notation extra-financière « qui atteste que la démarche de développement durable est bel et bien au coeur de l'action de la collectivité. »⁵

En Belgique, c'est également le cas de la Fédération Wallonie-Bruxelles (FWB) qui, en 2011, a sollicité une notation extra-financière de l'agence de notation sociétale Vigeo. La FWB a voulu mettre en avant le côté responsable de ses investissements : « Investir en Fédération Wallonie-Bruxelles, c'est enfin soutenir le développement de l'éducation, de la culture, de la petite enfance, de la santé, du sport, ... dans une démarche socialement responsable. »⁶ La FWB récolte par cette émission 500 millions d'euros dans un contexte économique difficile.

Toujours en Belgique et la même année la Caisse d'investissement wallonne a émis des obligations selon sa mission soit pour mobiliser l'épargne des citoyens en vue d'un renforcement stratégique et significatif de l'économie durable en Wallonie. Le montant visé par cette émission était de 300 millions d'euros, mais le montant

4 DUCUING O., Le premier emprunt obligataire socialement responsable [en ligne]. Les Echos n°20325, 19/12/2008, http://www.lesechos.fr/19/12/2008/LesEchos/20325-23-ECH_le-premier-emprunt-obligataire-socialement-responsable.htm (consulté le 3/12/2013)

5 Op. Cit. DUCUING.

6 Fédération Wallonie-Bruxelles, Direction générale du Budget et des Finances. La gestion optimale des moyens financiers dans un environnement de service public [en ligne] avril 2013. http://www.budget-finances.cfwb.be/index.php?eiD=tx_nawsecuredl&u=0&file=fileadmin/sites/dgbf/upload/dgbf_super_editor/dgbf_editor/Service_general_des_Finances/service_de_la_dette/documents/DetteFolder_2012_FR_DEF.pdf&hash=a4474f17d5bc761a2bfc9e5fae74fc1958a4986 (consulté le 3/12/2013)

recueilli n'a pas été aussi élevé que souhaité et s'est soldé à 83 millions d'euros. Cette émission s'est faite sans notation extra-financière et sans réellement mettre l'accent sur le côté durable ou responsable de l'emprunt. Toutefois, dans les faits, l'argent récolté finance, directement⁷ ou indirectement⁸, des projets à valeur ajoutée environnementale et sociale.

En parallèle, le gouvernement américain met en place les « Quality energy Conservation Bonds » (QECB) et les « Clean Renewable Energy Bonds » (CREB). Ainsi, le QECB⁹ permet à des émetteurs publics (pouvoir public d'États, de tribus et de municipalités) rentrant dans les conditions précisées d'emprunter de l'argent à des taux avantageux pour financer des projets de conservation de l'énergie. Le QECB est une obligation taxable, ce qui veut dire que les investisseurs doivent payer des taxes fédérales sur l'intérêt reçu des QECB. Il est considéré comme un outil peu coûteux de financement public parce que le département du Trésor américain subventionne les coûts d'emprunt de l'émetteur.

Le QECB peut être utilisé pour financer divers types de projets, tels que :

- réduire la consommation d'énergie dans les bâtiments appartenant à l'État.
- mettre en œuvre des programmes communautaires verts (y compris des prêts, des subventions ou d'autres mécanismes de remboursement) comme par exemple remplacer l'éclairage des rues pour que celui-ci soit plus efficace sur le plan énergétique.
- développer des installations en milieu rural, impliquant en particulier la production d'électricité à partir de sources d'énergie renouvelables.
- soutenir des établissements de recherche liés à l'énergie et sa réduction.
- mettre en œuvre des transports publics et des installations connexes qui réduisent la consommation d'énergie et la pollution.
- lancer des campagnes d'éducation du public pour promouvoir l'efficacité énergétique.

Ainsi, le Congrès américain a autorisé une capacité maximum de 3,2 milliards de dollars d'émission de QECB, qui a été allouée aux États, aux gouvernements locaux et tribaux sur la base de leurs populations respectives. Cette enveloppe est estimée être utilisée à 20%, il resterait ainsi environ 2,5 milliards de dollars à allouer à ce type d'obligations en juillet 2012.

7 Notamment dans le secteur des énergies renouvelables.

8 Une partie des fonds a été placée à la Banque Triodos qui a pour mandat d'investir l'argent dans des petites et moyennes entreprises wallonnes non cotées et qui s'inscrivent dans le développement durable.

9 Les informations suivantes sont tirées du site du département américain de l'énergie : <http://www1.eere.energy.gov/wip/solutioncenter/qecb.html>

Le CREB, quant à lui, peut être émis par les services publics d'électricité, des coopératives électriques, des entités gouvernementales (telles les Etats, les villes, les comtés, les territoires, les gouvernements tribaux) ainsi que certains prêteurs pour financer des projets d'énergie renouvelable. Les projets qui sont admissibles à ces émissions obligataires sont des technologies d'énergie renouvelable (telles que le solaire, l'éolien, la biomasse, les déchets solides, l'hydro-électricité, ...). Le CREB est financièrement encouragé par le gouvernement car l'émetteur paie à l'investisseur un coupon imposable et reçoit ensuite un remboursement du Trésor américain. Ce paiement de coupon net revient au montant le moins élevé entre le taux d'imposition réel ou 70 % du taux de crédit d'impôt, établi quotidiennement par le Trésor américain. La capacité maximum de ces CREB est de 2,4 milliards de dollars selon les autorités américaines.¹⁰

En 2010, l'International Finance Corporation, institution de développement du groupe de la Banque Mondiale, lance des obligations vertes pour lutter contre le changement climatique. L'argent récolté est mis dans un compte désigné pour être investi dans des projets d'énergies renouvelables, d'efficacité énergétique et d'autres projets d'énergie intelligente. Cette première émission verte ayant été un succès, une série d'autres sont planifiées pour les années suivantes et représentent en tout près de 3 milliards d'euros.

L'année 2012 voit à nouveau plusieurs entités publiques mettre en marche des émissions obligataires responsables. Que ce soit les Green bonds du Commonwealth du Massachusetts ou les Green Apple Bonds de l'État de New York, les émissions obligataires vertes ont la cote : on note souvent une sursouscription de ces obligations responsables.

En Europe, la ville de Göteborg émet aussi des obligations vertes qui sont plusieurs fois sursouscrites et dont le montant final récolté est d'environ 57 millions d'euros. Pour bien définir et circonscrire l'aspect environnemental des projets qu'elle souhaite financer, la ville suédoise fait appel à un organisme indépendant.

En France, différentes entités publiques s'intéressent aussi à la question. Ainsi en 2012, la région Provence-Alpes-Côte d'Azur, la région Nord Pas de Calais à nouveau, celle des Pays de la Loire, entre autres, élaborent des émissions obligataires responsables. Mais c'est celle de la région Île-de-France qui est la plus médiatisée. Gagnante du prix « Bond of the Year » du magazine spécialisé Environmental Finance, cette émission obligataire responsable a récolté 350 millions d'euros pour des projets sociaux et environnementaux.

¹⁰ <http://www.irs.gov/pub/irs-drop/n-09-33.pdf>

Ainsi, pour les entités publiques, hors banques de développement, Novethic¹¹ estime à plus de 2 milliards d'euros l'ensemble des émissions obligataires responsables depuis 2008. Il n'est pas si simple de trouver des chiffres pour les émetteurs supranationaux. Une source¹² chiffre toutefois le montant récolté entre 2011 et fin mars 2013 à 4,239 milliards de dollars. La tendance à l'heure actuelle est clairement à la hausse pour ce marché. Cependant, qu'en est-il de la qualité de ces émissions obligataires responsables ? Nous verrons dans le prochain point ce qui existe concernant la qualité extra-financière de ces émissions responsables.

Quelles sont les garanties extra-financières pour les investisseurs ?

Pour jauger de la qualité financière d'une émission obligataire, classique ou responsable, une mesure est la notation financière attribuée à l'émetteur. Du côté extra-financier, il existe également ce type de notation, mais qui examine les aspects sociaux et environnementaux d'un émetteur. Tout comme pour la notation financière, les méthodes d'évaluation sont propres à chaque agence de notation. Ainsi la notation extra-financière sollicitée pourrait être un indicateur de la qualité des obligations responsables.

Un autre aspect, utilisé par exemple par Göteborg, est l'avis d'un expert indépendant spécialisé dans les projets à caractère environnemental. En effet, Cicero est un centre de recherche indépendant associé à l'université d'Oslo, expert dans les projets contre le changement climatique. Il fournit, sur demande, un avis sur les projets à financer dans le cadre d'une obligation verte.

Enfin, il est important de mettre en place des balises au démarrage d'une émission obligataire responsable, mais tout aussi significatif de continuer le suivi extra-financier dans le temps. Ceci peut se faire grâce à un *reporting* précis des projets financés assorti d'indicateurs démontrant les bénéfices environnementaux et sociaux. Encore une fois, l'aide d'un expert externe peut se révéler utile pour trouver les indicateurs les plus pertinents et établir des modalités de suivi efficaces.

Par ailleurs, un audit annuel est aussi un moyen en amont de rassurer les investisseurs quant aux aspects extra-financiers des projets financés par l'argent récolté. Celui-ci permet ainsi de vérifier que les projets à financer soient réellement mis en place et que l'argent récolté est effectivement utilisé à la fin promise.

11 Op. Cit. Note de bas de page 2.

12 NICHOLLS M. Painting the Bond Markets Green [en ligne] Newsletter YourSRI, juin 2013 <https://yoursri.com/responsible-investing/newsletter/Topic%20of%20the%20month%20June%202013> (consulté le 10/12/2013)

A l'heure actuelle, il n'existe pas de norme légale, ni d'initiative d'autorégulation sur les démarches à suivre pour être considérée comme une émission obligataire responsable. Le marché, florissant, aurait intérêt à mettre en place des principes pour mieux informer et rassurer les investisseurs, car des émetteurs opportunistes pourraient vouloir tenter des actions de *greenwashing* dans le domaine.

Conclusions

Il est clair que les émissions obligataires responsables pourraient, si elles sont utilisées à bon escient, constituer une manne d'argent importante pour des projets à forte valeur-ajoutée environnementale et sociale. Le marché des obligations responsables émises par les entités publiques est en croissance.

Bien que la plupart de ces émetteurs puisse être, par la nature de leur mission, considérés comme responsables, les investisseurs potentiels de ce type d'obligations pourraient devenir plus exigeants concernant la qualité extra-financière des obligations émises.

Des garanties extra-financières possibles existent telles que la notation extra-financière sollicitée, un deuxième avis indépendant, un *reporting* détaillé ou un audit sur la question. Toutefois, il serait bon de mieux encadrer les émissions obligataires dites « responsables » afin d'éviter l'entrée d'émetteurs peu sérieux sur les aspects environnementaux et sociaux, mettant ainsi à mal la crédibilité des émetteurs œuvrant réellement pour une transition vers un monde meilleur...

*Retrouvez toutes
nos analyses sur
www.financite.be*

*Annika Cayrol
Décembre 2013*