

GREEN BOND

COMMENT LES ÉMETTEURS FRANÇAIS MESURENT-ILS LEUR CONTRIBUTION À LA TRANSITION ÉNERGETIQUE ?

Pôle Finance
Septembre 2018

Contact :
finance@carbone4.com

Sylvain Borie
sylvain.borie@carbone4.com

Célia Foulon
celia.foulon@carbone4.com

Florian Gallo
florian.gallo@carbone4.com

Clémence Lacharme
clemence.lacharme@carbone4.com

Les green bonds sont des émissions obligataires qui permettent de financer des projets contribuant à la transition écologique. **Considérés comme un produit de plus en plus attractif aussi bien pour les investisseurs que pour les émetteurs, ils représentent un marché en forte croissance** (\$11 milliards en 2013¹ et \$250 milliards prévus en 2018²).

Cependant, aucune entité officielle n'existe à ce jour pour approuver et vérifier la légitimité d'un green bond et les bénéfices environnementaux du projet qu'il finance.

La transparence et le reporting pour assurer le caractère réellement positif pour le climat des projets financés sont alors des composantes essentielles dans une démarche d'émission. Ils permettent aux émetteurs de préserver leur crédibilité vis-à-vis des investisseurs, et plus généralement celle du produit financier « green bond ».

Les émetteurs français ont-ils réussi ce challenge ? La place financière de Paris peut-elle s'appuyer sur des émetteurs de green bonds solides pour appuyer son statut de leader des places financières vertes ?

INTRODUCTION

La France compte à ce jour 25 émetteurs de green bonds (des entreprises, mais aussi des collectivités). De nombreux autres acteurs réfléchissent aujourd'hui à se lancer dans l'émission de leur premier green bond, mais beaucoup sont freinés par l'idée de réaliser le reporting associé.

Pour comprendre comment les émetteurs tentent de répondre aux attentes des investisseurs, **Carbone 4 a effectué un état des lieux des rapports d'impact réalisés par les émetteurs français.** Une analyse des différents indicateurs climat utilisés par les 25 émetteurs français depuis 2012 a été conduite afin d'identifier et de partager les bonnes pratiques de reporting actuelles.

Parmi les critères d'analyse, **Carbone 4 s'est intéressé à l'existence ou non d'un rapport d'impact indépendant pour les green bonds de chacun des émetteurs, mais également aux indicateurs de mesure de l'impact du green bond.** Lorsque des indicateurs d'impact climat étaient proposés, une analyse des méthodologies utilisées pour calculer ces indicateurs a été réalisée.

RAPPEL DES DIRECTIVES CONCERNANT LE REPORTING POUR UN GREEN BOND

Aujourd'hui, aucune réglementation au sens légal n'existe autour des green bonds et de l'émission d'un rapport d'impact. Les émissions sont tout de même encadrées par des associations comme la Climate Bond Initiative ou les Green Bond Principles.

Les Green Bond Principles³ par exemple, sont un ensemble de directives données pour guider les émetteurs de green bonds. Mais aucune entité n'a en charge la vérification de l'application correcte de ces recommandations.

Ces directives préconisent la rédaction d'un rapport d'impact, mis à jour annuellement jusqu'à l'allocation de la totalité des fonds.

Ce rapport doit présenter à minima :

- la liste des projets financés et une brève description de chaque projet
- les sommes qui sont allouées à chaque projet
- l'impact des différents projets

Dans le cas du financement de nombreux projets, il est conseillé de les regrouper par secteur (énergies renouvelables, efficacité énergétique, mobilité verte ...), pour faciliter la rédaction et la lecture du rapport.

En ce qui concerne l'impact environnemental des projets, les Green Bond Principles recommandent l'utilisation d'indicateurs qualitatifs, mais également quantitatifs avec dans ce cas, une explication claire de la méthode utilisée pour le calcul.

Parmi les indicateurs quantitatifs mentionnés, on retrouve :

- les capacités énergétiques installées,
- la quantité d'électricité générée,
- les émissions de gaz à effet de serre évitées,
- les nombres de bénéficiaires,
- la diminution de la consommation en eau,
- la diminution du nombre de véhicules sur les routes.

Il est recommandé qu'une tierce partie se prononce sur le caractère vert ou non des projets financés avant l'émission du green bond.

Au-delà de la transparence générale du reporting, il est intéressant de noter ce premier niveau de transparence dans la description des projets financés. Investir dans des projets liés, par exemple aux énergies fossiles, semble contradictoire avec l'objectif d'un green bond, et pourtant il sera possible de calculer des indicateurs d'impacts environnementaux positifs (projet d'amélioration des rendements, d'efficacité énergétique, etc). Les Green Bond Principles définissent alors une liste des secteurs et projets « verts », a priori respectée par les 25 émetteurs français.

Toutes ces pratiques sont volontaires et n'ont pas de caractère obligatoire, y compris pour les émetteurs français. Il est donc pertinent de s'intéresser à ce qui a été fait en pratique par ces émetteurs.

1

ÉTAT DES LIEUX DU REPORTING DES ÉMETTEURS FRANÇAIS

LA MAJORITÉ DES ACTEURS PUBLIE UN RAPPORT D'IMPACT

Sur les 25 émetteurs français, 22 acteurs ont émis un green bond il y a plus d'un an*. Sur ces 22 rapports potentiellement publiés, Carbone 4 en a trouvé 16 disponibles publiquement. **6 émetteurs n'ont donc soit pas publié de rapport**, soit publié un rapport mais peu accessible.

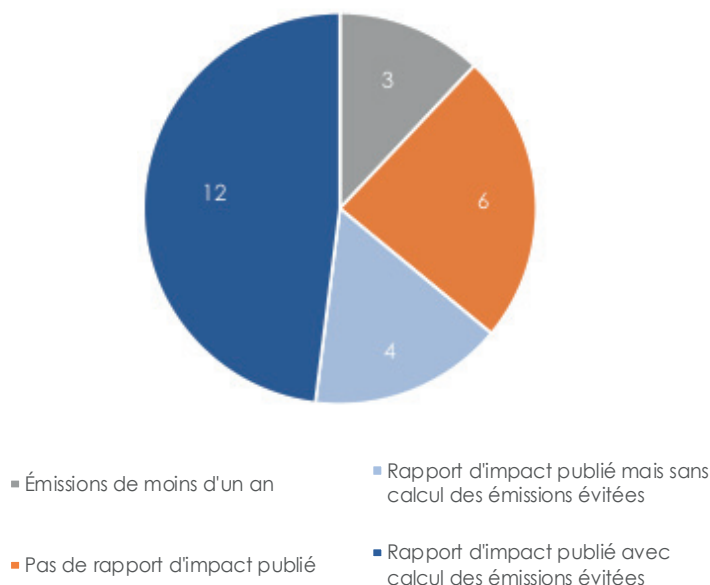
En considérant qu'ils n'ont effectivement pas publié de rapport, plusieurs raisons semblent l'expliquer :

Trois d'entre eux sont des pure players dans les activités vertes (énergies renouvelables et recyclage des déchets notamment). Le secteur d'activité de ces entreprises les implique de fait comme contribuant à la transition énergétique (bien que les secteurs d'activités verts soient en attente de la taxonomie de l'Union européenne).

Les pure players utilisent alors les green bonds comme une obligation classique et n'allouent pas obligatoirement les fonds à des projets spécifiques puisque toute l'activité de l'entreprise, et donc son développement, est bénéfique à l'environnement.

Cependant, **les pure players peuvent quand même faire preuve de transparence et fournir des indicateurs de performance environnementale** globale de l'entreprise dans leur rapport annuel. C'est par exemple le cas de Paprec qui donne dans son rapport développement durable annuel le total des émissions évitées par son activité, et leur répartition par type d'activité et par type de produit recyclé.

ÉTAT DES LIEUX DU REPORTING DES ÉMETTEURS DE GREEN BOND FRANÇAIS



* Pour les émissions de moins d'un an, il est normal de ne pas trouver de rapport d'impact, celui-ci devant être publié un an après l'émission du titre

Les 3 autres acteurs pour lesquels nous n'avons pas trouvé de rapport d'impact ont émis leur green bond avant 2014, alors que ce type d'émission était encore à ses débuts et que la rédaction d'un rapport d'impact était sans doute moins répandue qu'aujourd'hui. Qui plus est, il s'agit de 3 acteurs publics, ayant émis des green bonds pour des montants assez faibles par rapport aux émissions observées aujourd'hui.

Au regard de ce constat, il est intéressant de se poser la question de la difficulté pour les collectivités de rédiger un rapport d'impact annuel. D'autres collectivités comme la région Île-de-France ou la ville de Paris parviennent à produire des rapports de qualité, mais il semble difficile de comparer deux des plus importantes collectivités françaises avec les autres collectivités.

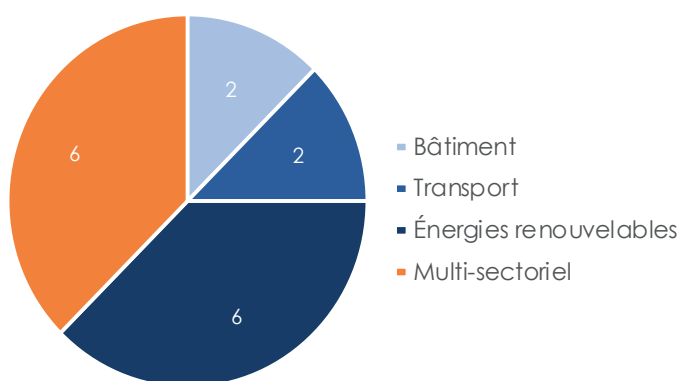
A moins d'être un *pure player* d'un secteur considéré comme vert, les émetteurs français publient un rapport d'impact suite à l'émission d'un green bond.

Même pour les *pure players*, l'absence de reporting doit entraîner une amélioration des indicateurs sur le reporting annuel, notamment pour ceux ne publiant pas de rapport d'impact dédié à l'émission du green bond.

Nous allons maintenant nous intéresser aux 16 rapports qui ont été publiés par des émetteurs français. Ils se présentent sous des formes variées avec une évolution notable dans le temps. Il s'agit bien souvent d'un rapport indépendant du rapport annuel, qui respecte les recommandations des Green Bond Principles.

Ces rapports concernent une grande diversité de secteurs. **On retrouve trois principaux secteurs :**

RÉPARTITION SECTORIELLE DES GREEN BONDS FRANÇAIS



- les énergies renouvelables (construction et rénovation de sources de production renouvelables),
- le transport,
- le bâtiment (construction, rénovation et efficacité énergétique des bâtiments).

Les green bonds multi-sectoriels financent ces 3 types de projets mais aussi des projets de décontamination, d'efficacité énergétique, de nettoyage et traitement de l'eau, d'accès à l'eau, de séquestration biologique, etc.

Tous les projets financés par les acteurs français semblent cohérents avec un objectif d'atténuation du changement climatique. Il est donc important de justifier de façon quantitative que ces derniers remplissent leur mission en réduisant les émissions de gaz à effet de serre.

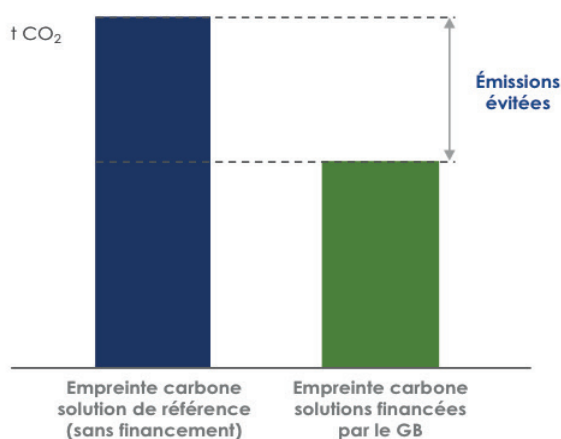
LES ÉMISSIONS ÉVITÉES, UN INDICATEUR CLIMATIQUE PRÉPONDÉRANT

De nombreux indicateurs d'impact sont utilisés et sont bien souvent spécifiques à certains secteurs, comme la capacité installée et la production annuelle pour les projets d'énergie renouvelable ou le nombre d'usagers pour les transports en commun. **Mais le volume d'émissions évitées est de loin l'indicateur climatique le plus répandu dans les rapports d'impact.**

LES ÉMISSIONS ÉVITÉES

Les émissions évitées sont un indicateur d'impact climatique, exprimé en tonnes de CO₂ équivalent. Il correspond à la différence entre les émissions induites par le projet étudié et celles induites par une situation fictive, appelée situation de référence, dans laquelle le projet n'aurait pas été réalisé.

PRINCIPE DE CALCUL DES ÉMISSIONS ÉVITÉES



La situation de référence conditionne totalement le résultat obtenu, c'est pourquoi elle doit être choisie de façon à être la plus crédible possible, et prendre en compte les évolutions dans le temps (facteurs d'émissions, amélioration de l'efficacité, etc.).

Les émissions évitées ont été calculées dans 12 des 16 rapports publiés, et le Ministère des Finances vient de rendre public le rapport d'impact du green Bond de l'OAT française qui utilise également cet indicateur. **Nous pouvons en conclure que calculer les émissions évitées liées à un green bond est aujourd'hui la norme et une preuve de sérieux et de transparence de la part des émetteurs.**

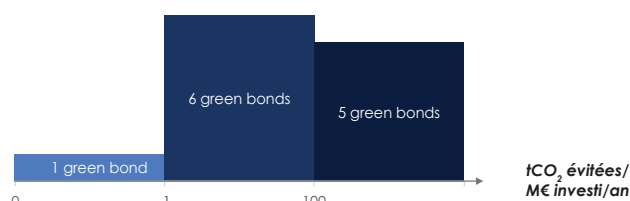
En effet, les émissions évitées sont un bon moyen de mesurer le bénéfice environnemental d'un projet. C'est également un indicateur commun, qui peut être calculé pour tous les types de projets et tous les secteurs.

DES INTENSITÉS D'ÉMISSIONS ÉVITÉES FORTEMENT VARIABLES

Cependant, **on remarque que le ratio d'émissions évitées par million d'euros investi par an diffère grandement d'un green bond à l'autre** (de moins d'une tonne de CO₂ évitée par million d'euro investi par an à un peu plus de 1 000 tonnes).

Aujourd'hui, la valeur absolue des émissions évitées n'est probablement pas un critère de choix pour la majorité des investisseurs : le marché des green bonds est en pleine croissance et les émissions sont la plupart du temps largement sursouscrites. L'impact positif d'un projet est suffisant pour attirer les investisseurs.

RÉPARTITION DU NOMBRE D'ÉMETTEURS PAR TRANCHES DE RATIO D'ÉMISSIONS ÉVITÉES PAR MILLION D'EURO INVESTI PAR AN



UN NIVEAU DE DESCRIPTION DE LA MÉTHODOLOGIE EMPLOYÉE VARIABLE

Comme conseillé par les Green Bond Principles, **on trouve dans la grande majorité des rapports calculant des émissions évitées une explication de la méthodologie utilisée**. Le niveau de détail varie tout de même d'un rapport à l'autre :

- Soit il s'agit simplement d'une note qui explique très brièvement les hypothèses clés.
- Soit il s'agit d'une présentation détaillée de la méthode (SNCF réseau, IDF), qui est même parfois expliquée dans un rapport à part.

Des méthodes de place existent déjà pour certains secteurs donnés et sont utilisées par les émetteurs.

C'est par exemple le cas de la méthode EIB⁴ qui est utilisée dans le secteur des énergies renouvelables ou de la méthode SNCF-Réseau, qui a été développée par la SNCF pour le secteur des transports et qui est aujourd'hui reprise par un autre émetteur. Cependant, tous les acteurs des énergies renouvelables et du transport n'utilisent pas ces méthodes de place. En général, quand c'est le cas, la méthode utilisée n'est pas ou peu détaillée et manque de transparence.

Pour le secteur du bâtiment, aucune méthode ne semble se démarquer aujourd'hui, et les acteurs utilisent leur propre méthodologie, pas forcément toujours bien détaillée.

Lorsque les méthodes ne sont pas bien expliquées, il peut se poser la question de la rigueur de la méthode utilisée. L'analyse poussée de méthodes pouvant apparaître incomplètes démontre aussi qu'elles ne sont pas corrélées à une augmentation du calcul des émissions évitées.

Ainsi, tant d'un point de vue de la transparence que de la performance du green bond, un accompagnement extérieur permettant de bien sélectionner ou définir la méthode de calcul peut s'avérer bénéfique.

Une harmonisation des méthodes en fonction des secteurs, ou la création de méthodes de place par secteur qui seraient utilisables par tous les émetteurs, permettrait de simplifier à la fois la lecture des rapports pour les investisseurs mais également leur rédaction. Les émetteurs n'auraient alors pas à surmonter la difficulté de créer de nouvelles méthodologies de calcul.

2

QUELLES QUALITÉS POUR UN GREEN BOND CLIMAT EXEMPLAIRE ?

UNE TRANSPARENCE IRRÉPROCHABLE

La question de la confiance des investisseurs est centrale pour le développement des green bonds comme un moyen de financement efficace dans la lutte contre le changement climatique. La crainte du green-washing (utilisation abusive ou malhonnête de l'argument environnemental dans la communication d'un acteur) peut freiner l'ardeur des investisseurs pour les green bonds.

Une transparence sur l'impact environnemental des investissements (notamment à l'égard au changement climatique) est donc nécessaire afin de valider le caractère « vert » des projets financés. Le rôle des émissions de gaz à effet de serre dans le changement climatique est désormais connu et accepté par tous. La capacité d'un projet à éviter ces émissions est donc un marqueur efficace de la plus-value apportée pour la lutte contre le changement climatique. Nous avons d'ailleurs vu plus haut que la quantification des émissions évitées est aujourd'hui l'indicateur principal de validation de l'impact positif des nouveaux projets.

De manière simple, une forte quantité d'émissions évitées témoigne d'une bonne performance climat du projet financé, ce qui contribue à construire et à maintenir la confiance des investisseurs dans la stratégie environnementale de l'entité émettrice. Le reporting de SNCF Réseau sur l'émission d'octobre 2016, incluant le détail de l'allocation des fonds, une description transparente de la méthode et les résultats de calcul des émissions évitées, a par exemple été salué par les investisseurs.

UNE QUANTIFICATION DE L'IMPACT POUR PROGRESSER

La demande des investisseurs pour les green bonds (et plus largement des produits financiers ayant un impact positif sur notre société) étant plus forte que l'offre, la mise en place d'une méthode de quantification des émissions évitées se révèle plus importante que la valeur elle-même obtenue. Cependant, l'offre de green bonds et de produits financiers dits « verts » se développe, et avec elle le choix offert aux investisseurs. **Il est ainsi probable que dans un futur proche, un indicateur comme les émissions évitées deviennent un critère majeur dans le processus de sélection de ces investisseurs.**

Travailler à améliorer la performance climat des investissements financés sera la prochaine étape de développement méthodologique de ces outils de financement. La mise en place d'une méthode de calcul des émissions évitées robuste et opposable contribue notamment à cette amélioration. Cette quantification doit permettre de distinguer des investissements à première vue similaires, mais qui présentent en réalité un impact significativement différent.

Par exemple, un investissement dans des projets d'énergies renouvelables dans des contextes différents (zones géographiques, type d'ENR) : selon le contenu carbone de l'énergie remplacée par les renouvelables, l'impact en termes d'émissions évitées sera différent. Dans le cas des émissions françaises, deux émetteurs utilisant la même méthode sur des projets a priori comparables rapportent des émissions évitées relatives à l'investissement très différentes. L'information générée sur les émissions

évitées sera utile pour juger de la performance des green bonds émis, mais également pour la sélection de projets qui amélioreront la performance des futurs green bonds, afin d'être prêt quand le marché sera plus compétitif.

La mise en place de cette méthode de calcul le plus tôt possible, dans un contexte favorable, est donc importante pour les obligations futures et le développement de la stratégie climat de l'émetteur.

L'IMPORTANCE DE LA MÉTHODE RETENUE

L'analyse du reporting des obligations vertes émises en France au cours de ces dernières années fait apparaître de larges différences, à la fois en termes de valeurs des émissions évitées, mais également sur la méthode de calcul utilisée. Certains rapports présentent des méthodologies incomplètes ou contestables, qui conduisent d'ailleurs souvent à des chiffres d'impact faibles. On ne saurait dès lors mettre en doute la bonne foi des émetteurs dans le choix de la méthode de calcul, mais ce choix et sa justification apparaissent ici comme des éléments indispensables à un reporting transparent et efficace.

Des méthodes de calcul différentes sur le fond et dans leur complexité sont souvent utilisées selon le secteur d'investissement. Dans le cadre du financement de projets très variés par un green bond, différentes méthodologies peuvent être appliquées et il peut être difficile de se retrouver dans l'offre de solutions. Certaines méthodes sont répandues dans certains secteurs tandis que d'autres secteurs, comme la construction immobilière, font apparaître des méthodes plus variées. Il importe de sélectionner une méthode de calcul adaptée au type de projet financé et qui rend compte le plus fidèlement possible de l'impact du financement par le green bond, témoignant ainsi d'une volonté de transparence et d'amélioration continue. Pour certains acteurs, il a été préférable de développer une nouvelle méthodologie afin de mieux prendre en compte les spécificités des projets financés (la rénovation des voies ferrées pour le cas de SNCF Réseau).

Cet éventail de solutions et de méthodes proposées peut cependant constituer un obstacle intimidant pour l'émetteur, surtout pour une première émission. Certains acteurs comme SNCF Réseau se sont fait accompagner pour élaborer une méthodologie de référence permettant d'évaluer l'impact carbone des investissements d'infrastructures ferroviaires. Un guide méthodologique argumenté a ainsi été publié en vue de créer un standard de calcul pour les projets d'infrastructures de transport. Ce travail a conduit à l'obtention du Green Bond Award 2018 par SNCF Réseau et a permis de renforcer l'image de cet acteur auprès d'investisseurs potentiels.

Sources :

- (1) Bloomberg New Energy Finance
- (2) <https://www.climatebonds.net/>
- (3) <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>
- (4) http://www.eib.org/attachments/strategies/eib_project_carbon_footprint_methodologies_en.pdf

EN RÉSUMÉ ...

L'implication des émetteurs français sur le marché des green bonds se poursuit, accompagnée d'une progression sur la disponibilité et la qualité des rapports d'impact. Il est également à noter que dans leur grande majorité, ces obligations n'ont soulevé aucune controverse sur l'allocation des fonds levés, ce qui contribue également à maintenir la confiance des investisseurs dans le marché français.

Il apparaît toutefois que certaines entreprises, *pure players* dans le domaine de la transition énergétique (énergies renouvelables, recyclage) utilisent les green bonds pour financer le développement de leur activité et non pas des projets ciblés. Dans ce cas, il peut être nécessaire de détailler plus avant l'utilisation des fonds liés aux green bonds dans le rapport annuel d'activité.

Le montant des émissions évitées est devenu un indicateur incontournable de la performance climat des obligations. Il est toutefois primordial de choisir une méthode de calcul validée et adaptée à ses projets et d'explicitier clairement cette méthode dans le rapport de performance. Cependant l'obligation de reporting ne doit pas être un frein pour l'émetteur désireux de se lancer dans l'émission d'un green bond. Il est important de garder à l'esprit qu'un reporting clair et transparent est bénéfique pour l'émetteur, lui permettant d'améliorer sa performance climat et de renforcer la confiance des investisseurs. Un accompagnement par un expert du secteur sera utile, notamment pour une première émission.

Enfin, **il est important de souligner que si les émissions évitées sont un indicateur prépondérant de la performance d'un green bond, d'autres indicateurs peuvent coexister et apporter des informations utiles sur l'impact environnemental des investissements**, par exemple en termes de protection de la biodiversité, de préservation de la ressource en eau ou de l'adaptation au changement climatique.



Carbone 4 est une société de conseil experte sur le sujet de la comptabilité carbone. Avec plus de 300 Bilans Carbone de grands groupes à son actif, Carbone 4 accompagne des entreprises de tous les secteurs dans le cadre de leur démarche de développement durable. Découvrez l'ensemble de nos services (accompagnement pour le reporting carbone volontaire et réglementaire, mise en place de plans d'actions, formation d'objectifs de réduction des émissions compatibles avec l'initiative SBT...) sur notre site www.carbone4.com.

