

Les green Bonds

vues par leurs acheteurs

Septembre
2016

Une étude
novethic

La croissance rapide du marché des green bonds est due à leur succès auprès des investisseurs. Pour mieux connaître leurs attentes, le centre de recherche de Novethic a interrogé un panel représentatif d'une quinzaine d'entre eux. Ceux qui comptent parmi les plus engagés sur la finance verte et l'investissement responsable, détiennent ensemble 4300 Md€ d'actifs dont 2700 Md€ d'investissements obligataires dans lesquels on trouve 7,7 Md€ de green bonds.

40% d'entre eux sont des institutionnels (assureurs, fonds de pension, institutions publiques et banques) qui ont investi 2,4 Md€ en green bonds, les 5,4 Md€ restants sont dans les mains de sociétés de gestion.

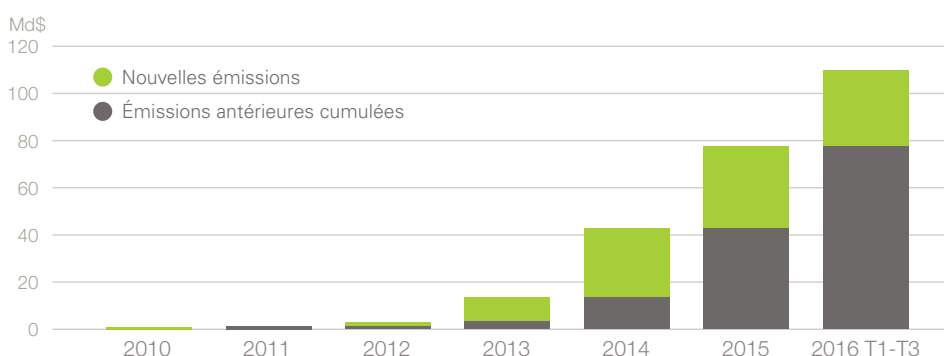
95% des obligations vertes détenues par le panel le sont via des fonds obligataires traditionnels et non des fonds dédiés aux green bonds. Ces derniers sont proposés aujourd'hui par sept sociétés de gestion qui ont collecté ainsi 400 M€ d'encours sur les douze derniers mois.

Une croissance de marché encore insuffisante

Les études convergent pour considérer que 2016 est une année de forte croissance, si bien qu'environ 120 Md\$ d'obligations vertes circulent sur le marché. Pour les investisseurs, il reste malgré tout trop restreint, pour plusieurs raisons :

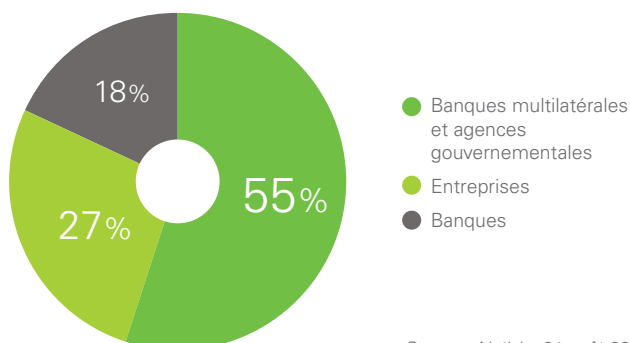
- les émissions chinoises, qui ont nourri près de la moitié du marché en 2016 sont majoritairement réservées aux investisseurs locaux ;
- les green bonds émis par des collectivités américaines ont une attractivité limitée pour les Européens car leur fiscalité n'est avantageuse que pour les investisseurs basés aux Etats-Unis ;
- certaines green bonds sont de taille trop réduite pour être accessibles aux grands fonds. Conséquence : les investisseurs du panel ont en fait accès à une offre de 100 Md\$ de green bonds, dont seulement une trentaine ont été émises depuis début 2016. De plus, sur les 70 Md\$ émis les années précédentes, beaucoup sont dans des portefeuilles qui tournent très peu et génèrent ainsi un manque de liquidité sur le marché secondaire.

Marché des Green Bonds
(hors émissions chinoises domestiques et émissions dites ABS et collectivités américaines)



Source : Natixis, 31 août 2016

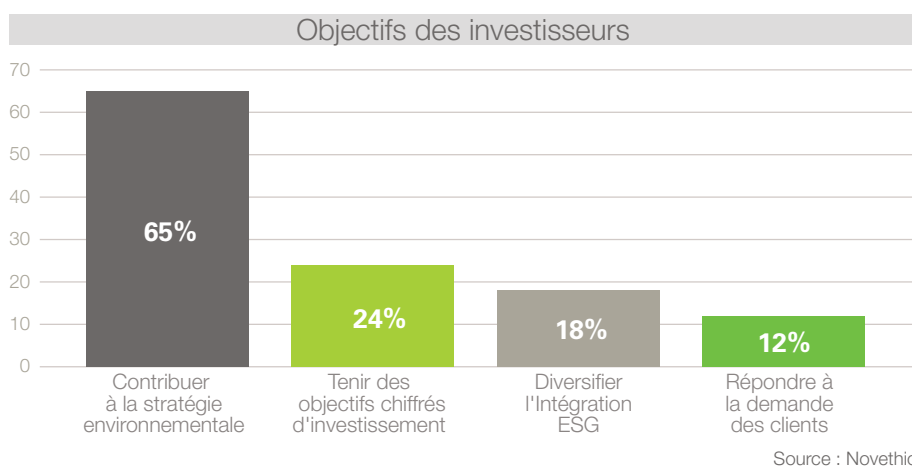
Répartition par type d'émetteurs



Source : Natixis, 31 août 2016

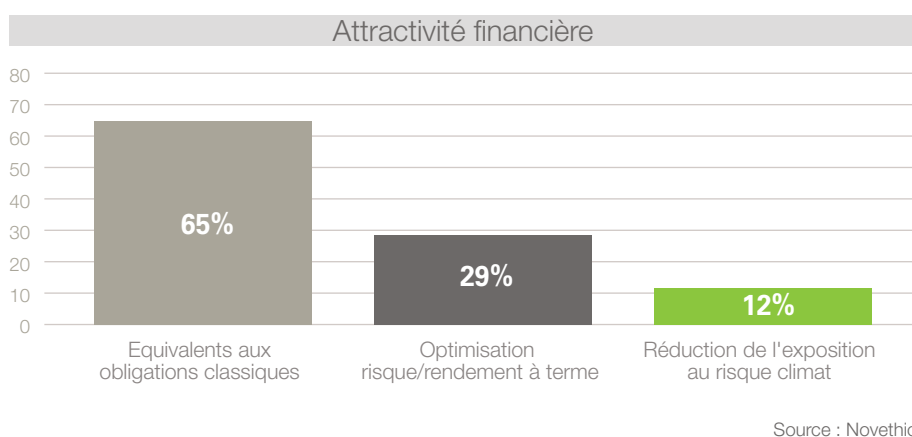
Les investisseurs rencontrent une autre difficulté. Environ la moitié des encours émane de banques multilatérales et d'agences gouvernementales qui offrent actuellement des rendements trop faibles au regard de leurs critères. Les entreprises industrielles ne représentent qu'environ 10 Md\$ d'émissions en 2016. Dans ce contexte, les investisseurs ont donc du mal à être exigeants sur les caractéristiques environnementales des green bonds. C'est pourquoi seuls les plus petits fonds, notamment ceux dédiés aux green bonds, peuvent opérer une réelle sélection. Les plus importants, qui ont établi des objectifs ambitieux d'allocation verte, se voient contraints d'acheter ce qui existe et reportent leurs exigences de qualité au développement de l'offre.

Un outil d'investissement au service des **stratégies bas carbone**



Les green bonds sont perçues par les investisseurs comme un moyen concret d'orienter leurs investissements vers des projets au service de leurs politiques environnementales. Ils peuvent ainsi crédibiliser des objectifs chiffrés d'investissement verts, certains vont jusqu'à quantifier les montants à investir en green bonds. Ils y voient de la traçabilité sur la destination des fonds levés. Pour les sociétés de gestion dédiées à l'investissement responsable, les green bonds constituent également un moyen efficace de convaincre de la pertinence de l'analyse environnementale dans la gestion de taux.

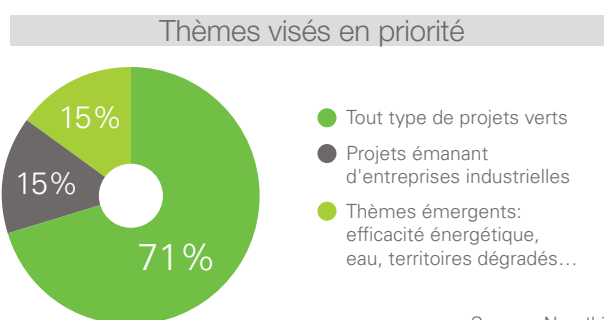
Les green bonds sont d'abord **des obligations**



Les investisseurs apprécient le fait que les green bonds offrent des caractéristiques financières équivalentes aux obligations traditionnelles. Certains espèrent qu'elles puissent à terme avoir des caractéristiques financières plus favorables. Ils considèrent aussi que cela peut contribuer à réduire l'exposition des portefeuilles au risque climat très élevé pour certains secteurs. D'autres, en revanche, s'inquiètent des effets pervers que la taille limitée du marché des obligations vertes pourraient avoir sur leur comportement à court terme.

L'élargissement du marché, une attente forte

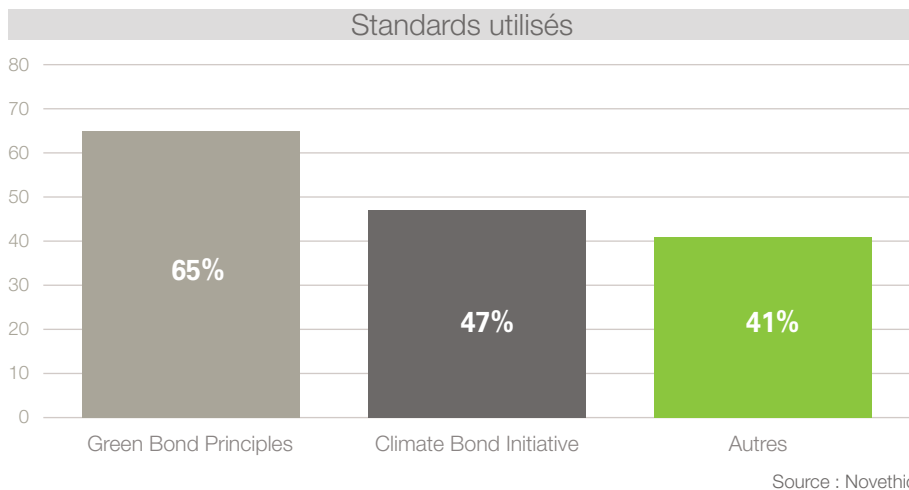
Du fait d'un marché jugé encore trop restreint, la majorité des investisseurs s'accommodent de l'ensemble des thèmes offerts actuellement sur le marché. Mais au-delà du besoin exprimé de voir davantage d'acteurs industriels sur le marché, certains investisseurs souhaiteraient pouvoir cibler des thèmes spécifiques et encore émergents tels que l'eau, la préservation des territoires ou la gestion des pollutions. Notons enfin que si la plupart des investisseurs se disent focalisés sur les obligations issues des pays de l'OCDE, un tiers s'intéresse aux émetteurs des pays émergents.



Les « pure players »

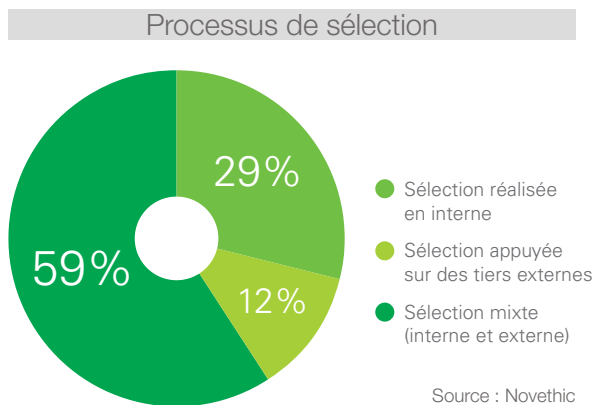
Les chiffres de la Climate Bonds Initiative (CBI) démontrent qu'au-delà du marché des green bonds, près de 600Md\$ d'obligations émanent de sociétés dont l'activité peut être qualifiée de verte, mais qui ne flèchent pas leurs émissions comme des green bonds. Elles ne se conforment donc pas aux exigences de transparence promues par les Green Bonds Principles. Cela montre qu'il faut plaider auprès des émetteurs portant des projets d'infrastructures bas carbone et autres services environnementaux pour qu'ils assurent un fléchage vert de leurs émissions obligatoires. Même si cela constitue un engagement et un effort supplémentaire de la part des émetteurs, cela contribuera grandement à accélérer une diversification de l'offre tant attendue par les investisseurs.

Cadre méthodologique



La particularité du marché des green bonds est d'avoir généré un standard de transparence dès son démarrage. Les Green Bond Principles (GBP) font aujourd'hui largement consensus auprès des investisseurs ainsi qu'auprès d'une part croissante des émetteurs. Deux investisseurs sur trois en font un pré-requis. Par ailleurs, la moitié du panel fait référence à la taxonomie proposée par la Climate Bonds Initiative (CBI), qui offre une grille précise des activités éligibles. D'autres préfèrent élaborer leur propre grille de lecture, à partir d'un objectif d'allocation verte ou d'alignement avec le scénario de limitation du réchauffement climatique à 2°C.

Des intermédiaires variés



Le marché des green bonds compte déjà de nombreux intermédiaires spécialisés qui s'ajoutent aux experts financiers. On peut les regrouper autour de trois métiers principaux :

- *Second opinion* : ils présentent un avis externe en amont de l'émission sur les dimensions environnementales, voire sociales et de gouvernance ;
- *Third party insurance* : Ils audient *a posteriori* l'allocation des fonds aux projets verts que fléchissent les green bonds lors de l'appel au marché ;
- Agences spécialisées dans l'évaluation de l'impact environnemental : elles accompagnent notamment émetteurs et investisseurs dans leur travail de reporting sur les dimensions environnementales.

Si les *Second opinion* sont déjà généralisées puisqu'elles concernent 73% des encours du marché, elles ne sont pas pour autant considérées par les investisseurs comme indispensables.

L'hétérogénéité des méthodologies y contribue mais elles présentent l'intérêt d'offrir une information détaillée et structurée. Dans la plupart des cas, les investisseurs réalisent aussi en interne leur propre analyse pour sélectionner les green bonds. Cela peut aller pour certains jusqu'à une analyse environnementale ou ESG poussée. L'audit ex-post qui existe pour un peu plus de la moitié du marché, semble plus utile aux investisseurs puisqu'il garantit la qualité de l'allocation des fonds aux projets verts. Tout cela est en évolution constante et l'entrée des grandes agences de notation financières, Moody's et S&P en tête, sur ce segment de marché devrait accélérer le mouvement.

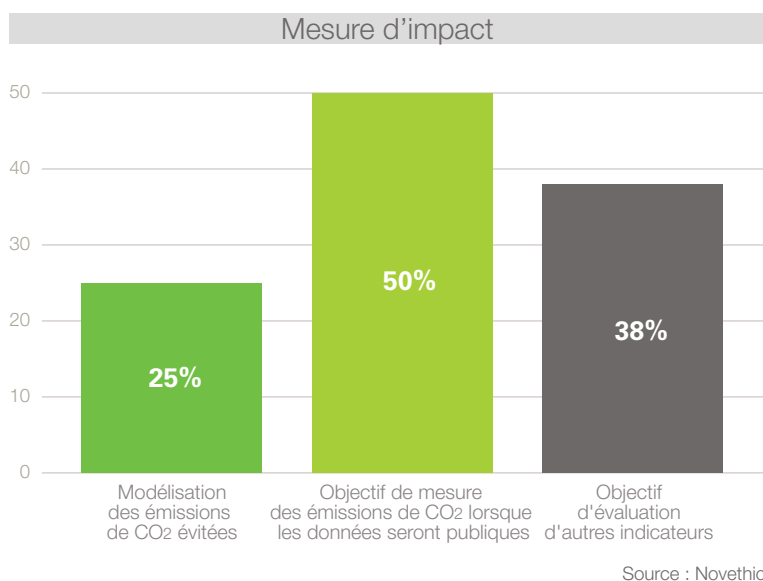
Le Label TEEC, un gage de qualité pour les fonds de green bonds

Le Label Transition Énergétique et Écologique pour le Climat (TEEC), lancé début 2016 par le gouvernement français, a une déclinaison spécifique pour les fonds de green bonds. Non seulement sa méthodologie s'appuie directement sur la taxonomie de la Climate Bonds Initiative (CBI) mais le label fait aussi la promotion du reporting d'impact environnemental à l'échelle des portefeuilles. Deux fonds de green bonds ont déjà reçu le Label TEEC, l'un de Mirova, l'autre d'Humanis.

Les attentes sont fortes en terme d'émissions par tous type d'acteurs, y compris des Etats comme la France. Les grandes institutions financières engagées sur le climat sont à la recherche d'investissements susceptibles de crédibiliser la part verte de leurs investissements et faciliter ainsi la réalisation du reporting qu'elles doivent mettre en place dans le cadre de l'article 173 de la loi sur la Transition Énergétique et Écologique.



Indicateurs d'impact environnemental

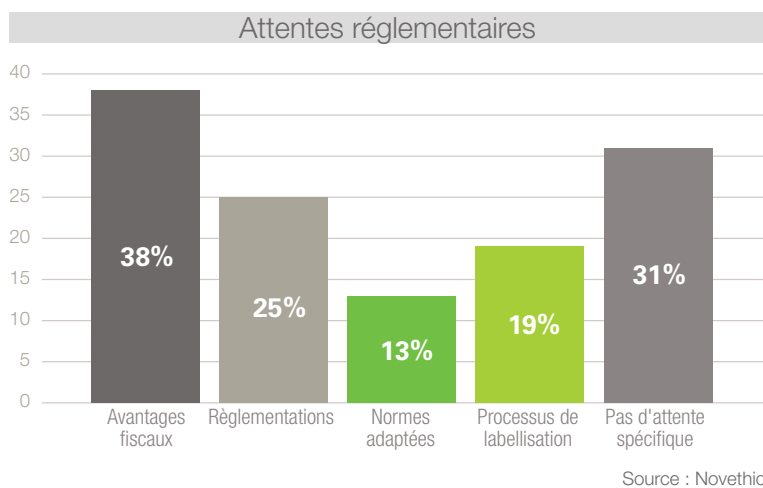


Les investisseurs souhaiteraient bénéficier d'indicateurs d'impact environnemental fiables mais ils savent qu'ils ne sont pas encore matures. En attendant, il existe trois types d'attentes :

- un quart du panel, parmi les plus engagés sur l'investissement responsable, travaillent déjà sur le sujet à l'échelle de leurs fonds. Ils focalisent leurs premiers travaux sur les volumes d'émissions de CO2 évitées. Si l'information existe, ils en font un critère de sélection, sinon ils utilisent des données modélisées en fonction de la nature des projets financés ;
- un investisseur sur deux fait de la mesure d'impact un objectif prioritaire et incontournable et attend ces données de la part des émetteurs et sur une base annuelle, le plus rapidement possible ;
- un investisseur sur cinq préfère attendre que les pratiques d'évaluation d'impact soient plus matures et le marché plus large pour en faire un outil de pilotage et de suivi des investissements en green bonds.

Globalement, la demande est forte. Les gérants de fonds dédiés aux green bonds en particulier, souhaitent pallier le manque d'informations associées à certaines émissions. Si presque tous s'accordent à mettre l'accent sur l'impact carbone, trois investisseurs sur cinq appellent d'autres axes d'analyse sur des thèmes connexes comme la production d'énergies renouvelables, l'eau, la biodiversité ou la pollution, ou plus sociaux comme la contribution à la création d'emplois décents. En l'absence de données quantitatives, les approches plus qualitatives sont privilégiées.

Perspectives de marché



La dynamique des green bonds crée des attentes fortes. Les investisseurs espèrent largement que les émetteurs se diversifient (52%) et que la qualité des émissions s'améliore (41%). Ils attendent des offres plus nombreuses en particulier sur l'efficacité énergétique et ont des attentes plus émergentes sur l'eau, la préservation des territoires, le marché chinois et d'autres zones.

La structuration du marché par les Green Bond Principles est un signal favorable pour les investisseurs, mais près de 4 sur 10 pensent que des incitations fiscales ou une contrainte réglementaire favoriseraient la multiplication des émissions Green Bonds. Ils sont aussi favorables à la stimulation du marché par des initiatives type labellisation, qui offrent plus de visibilité et de lisibilité aux green bonds.

Remerciements

Le centre de recherche de Novethic remercie l'ensemble des investisseurs qui ont pris le temps de répondre à ses questions : ABN AMRO IS, Actiam, Allianz GI, Amundi AM, AXA Group, AXA IM, BNP Cardif, BNP Paribas IP, Caisse des Dépôts, Candriam IG, Crédit Agricole SA, CNP Assurances, Humanis, Ircantec, Mirova, NN IP, Raiffeisen CM, ainsi que l'équipe de la Climate Bonds Initiative, le pôle Sustainable Banking de Crédit Agricole CIB et la recherche ISR de Natixis pour leurs éclairages experts et leurs données de marché.