

## *L'obligation verte: la théorie contre la réalité.<sup>1</sup>*

Ivar Ekeland  
CEREMADE, Université Paris-Dauphine  
[ekeland@ceremade.dauphine.fr](mailto:ekeland@ceremade.dauphine.fr)

Julien Lefournier  
[julien.lefournier@gmail.com](mailto:julien.lefournier@gmail.com)

Janvier 2021

- Résumé: « La finance « verte » a mis à l'honneur l'obligation verte pour financer des projets présentant un bénéfice environnemental. Comme internaliser une externalité négative revient à payer un surcoût (comme les coûts de dépollution d'une usine par exemple), l'utilité de l'obligation se fonde sur l'hypothèse que ce surcoût serait, au moins partiellement, transféré aux prêteurs obligataires - les acheteurs de l'obligation verte - mettant ainsi à contribution la finance pour le bien commun. Cette hypothèse n'est pas réaliste. Nous le montrons de manière simple en expliquant comment le fonctionnement du marché primaire obligataire s'y oppose dès lors que des investisseurs professionnels participent au placement des obligations vertes. Pour ces derniers, le fait que l'obligation verte ne se différencie pas contractuellement d'une obligation classique empêche de lui conférer la moindre valeur singulière. Cela entraîne à son tour nécessairement que le taux de rendement d'une obligation verte ne puisse pas être inférieur à celui d'une obligation classique (toutes choses égales par ailleurs). Finalement, l'obligation verte ne peut pas constituer une incitation à réaliser un projet vert. »
- Abstract: « « Green » finance has put forward green bonds to finance projects with environmental benefits. As internalizing a negative externality amounts to paying an additional cost (such as the costs of depollution for example), the usefulness of the bond is based on the assumption that this additional cost would be, at least partially, transferred to bondholders - the buyers of green bonds - thus making finance contribute to the common good. This assumption is unrealistic. We show this in a simple way by explaining how the mechanics of the primary bond market forbid it when professional investors participate in the placement of green bonds. For those (non green) investors, the fact that the green bond is not contractually different from a traditional bond prevents them from giving it any singular value. This in turn necessarily means that the rate of return on a green bond cannot be lower than that on a traditional bond (all other things being equal). Finally, the green bond cannot constitute an incentive to carry out a green project. »
- Mots-clés: obligation verte, green bond, greenwashing, investissement responsable, finance verte
- Classification JEL: F30, G12, G15

---

<sup>1</sup> Une première version de cet article a été mise en ligne sur le site de la chaire « Energie et prospérité » en mai 2019. Nous remercions la chaire pour l'avoir accueilli.

## 1. Introduction

En 2018, sur plus de 6000Md€ de nouvelles obligations émises sur le marché, environ 2% furent répertoriées comme vertes (pour un total équivalent à 167Mds\$). Très loin d'un seuil pertinent par rapport aux enjeux financiers de la transition mais suffisamment significatif pour en étudier la rationalité, et plus précisément la valeur.

En finance, plus que partout ailleurs, la valorisation d'un produit est déterminante. On s'attendrait à ce que l'obligation verte, à risque égal, coûte plus cher à son acheteur que l'obligation classique (i.e. définie comme non-verte), ce qui constituerait une incitation financière pour l'émetteur de ce titre à entreprendre le projet vert que cette obligation finance.

La pierre angulaire de la transition réside en effet dans la prise en compte d'externalités négatives (comme les coûts de pollution d'une usine). Les projets réellement verts encourent a priori des coûts supplémentaires pour éviter ces externalités négatives, surcoûts qui dégradent la rentabilité financière de l'entreprise. Il n'y a pas de « free lunch », si l'on veut un service supplémentaire (comme rendre l'air respirable), il doit bien être payé par quelqu'un - l'entreprise, les investisseurs, les consommateurs finaux ou bien l'Etat, c'est-à-dire les contribuables. C'est ce qu'assument par exemple les acheteurs de café équitable: pour permettre aux petits producteurs de vivre dignement de leur travail, il payent le kg de café environ 30% plus cher.

Prenons l'exemple d'un projet vert qui ne diffère d'un projet brun que par l'adjonction d'une technologie (coûteuse) de capture du carbone. Si le coût du financement est le même, le projet vert sera structurellement moins rentable pour l'entreprise que l'alternative brune, et elle ne le choisira pas. Si par contre le coût du financement est différent, si le projet vert peut être financé à un taux plus bas, un taux « vert », alors le projet vert pourrait devenir au moins aussi intéressant pour l'entreprise que le projet brun. Cela revient à dire que le surcoût du projet vert (par rapport à l'alternative brune) serait ici transféré aux prêteurs obligataires.

C'est le discours qui est tenu par certains défenseurs des obligations vertes. Il existerait des investisseurs qui seraient prêts à accepter des rendements moindres parce qu'ils souhaitent que leur argent serve à financer des projets verts et leur participation au marché obligataire modifierait l'équilibre du marché en faveur, donc, de la transition écologique.

Mais ce discours se heurte au paradigme général du risque-rendement qui domine les marchés financiers. En effet, pour les acteurs du marché, chaque actif financier se résume à un couple de risque-rendement. C'est vrai pour les actifs individuels (une action, une obligation) comme pour leurs formes agrégées en portefeuilles (fonds d'actions, fonds d'obligations, fonds mixtes, fonds de fonds, etc.). Dans ce dernier cas, le risque peut prendre en compte des corrélations entre les actifs individuels qui les composent. Bien entendu, une bonne partie de la vie et de la complexité des marchés financiers réside dans l'évaluation (partagée ou pas) (i) de ce risque et (ii) de ce taux d'échange (« trade-off ») entre risque et rendement.

Ce paradigme du couple risque-rendement s'appuie sur le concept d'absence d'opportunité d'arbitrage - une traduction financière du fameux « no free lunch ». Il s'agit d'une évidence s'agissant d'un arbitrage sans risque, qui reviendrait de fait à acheter un actif à un prix inférieur à celui auquel on pourrait le vendre au même instant, générant un profit certain. Nombre de produits de marchés ont des relations fonctionnelles qui se prêtent à ce type d'arbitrages (parité call/put, transitivité des taux de change, arbitrage spot/terme, etc.). Les marchés sont continuellement arbitrés sur cette base. Ce concept reste valide dans le cadre d'un « arbitrage risqué » au sens où toute espérance de rendement supplémentaire a pour contrepartie une prise de risque supplémentaire. Autrement dit, à risque donné, les investisseurs optent pour la plus forte rentabilité. A rendement donné, ils optent pour le moindre risque. C'est vrai des particuliers, comme des fonds de placement (« Other People's Money »), qui ne sont que les mandataires des premiers et qui doivent respecter leur responsabilité fiduciaire, comme des banques qui exigent une rentabilité de leurs prêts en fonction du risque associé à l'emprunteur. Cela paraît rudimentaire, mais c'est bien la pratique partagée par tous les acteurs des marchés financiers (de Monsieur Toutlemonde au hedge fund le plus sélectif): maximiser le rendement de l'épargne compte tenu d'un niveau de risque assumé. L'implémentation n'en diffère que par les préférences (horizon, tolérance au risque, voire effet de levier). Ce point de vue est absolument consensuel et orthodoxe<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Lire « rendement et risque, deux inséparables » sur le site de l'Autorité des Marchés Financiers.

La suite de cet article développera cette introduction en montrant comment fonctionne le marché des obligations, avec une relation entre risque et rendement particulièrement simple, et comment ce fonctionnement empêche qu'une obligation émise sous l'étiquette verte soit autre chose qu'une obligation tout à fait ordinaire avec des mots autour.

## 2. Qu'est-ce qu'une obligation?

Une fonction structurante des marchés financiers est la mise en relation de l'offre et la demande de fonds. Ces marchés sont donc le lieu (virtuel) de la rencontre en l'offre et la demande de capitaux. La demande résulte des besoins de financements des entreprises et des Etats, l'offre résulte de la volonté des épargnants de placer leur épargne pour la faire fructifier. Pour permettre cet échange, ceux qui ont besoin de liquidités pour financer leurs projets et leurs opérations vendent (émettent) des titres à ceux qui apportent les fonds (les acheteurs des titres). On parle de désintermédiation car il s'agit de financements hors bilans bancaires.

Une obligation est l'un de ces titres, un actif financier simple, le plus ancien qui existe. C'est un titre de dette, une créance sur l'émetteur du titre. Elle est « émise » (= vendue) par un emprunteur (un « émetteur ») et placée (achetée) auprès d'investisseurs obligataires au moment de son émission (institutionnels essentiellement: fonds de pension, assurances, asset managers, hedge funds, banques, trésoreries d'entreprises; parfois particuliers en direct). Une obligation simple est caractérisée par un taux de coupon - le plus souvent un taux d'intérêt fixe qui définit la charge annuelle d'intérêts - et une date de maturité, c'est-à-dire l'échéance à laquelle le nominal de l'obligation devra être remboursé (le nominal est le montant emprunté).

Le marché dit primaire concerne un moment, celui du placement initial de la totalité d'une nouvelle obligation par un émetteur auprès d'un groupe d'investisseurs. Ce placement s'effectue via des banques de marché, simples intermédiaires qu'on appelle dans ce rôle « arrangeurs » ou « bookrunners » de l'opération concernée. Ces banques n'achètent pas les titres à l'emprunteur dans cette opération, elles ne les portent pas à l'actif de leur bilan, elles mettent simplement en relation l'offre de l'émetteur et la demande des investisseurs. La nouvelle obligation est en fait un paquet de titres, d'obligations, strictement identiques. L'opération de placement est rendue possible par l'utilisation de dénomination raisonnable - par exemple, 1000€. Ce qui veut dire que l'emprunteur qui émet 1 milliard d'euros, émet en réalité simultanément 1 million d'obligations de nominal 1000€ chacune. Dans le langage courant, on confond facilement l'obligation de l'emprunteur ABC (au sens du total du montant total de 1 milliard d'euros) avec sa composante unitaire (le titre de dénomination 1000€).

Le marché dit secondaire est le marché d'achat et de revente de quotités de cette obligation (maintenant) existante entre deux investisseurs - généralement à travers une opération de gré à gré, « Over-The-Counter », au contraire des échanges qui se font à travers une Bourse pour les actions cotées. Cette quotité sera au minimum d'une obligation unitaire (nominal de 1000€).

À l'achat d'un titre financier sont associés des droits. En particulier d'ordre financier. Le prix (aujourd'hui) de tout actif financier est la valeur actualisée de tous les revenus futurs auxquels sa détention donne droit, calculée avec un taux d'actualisation correspondant au rendement attendu du titre. La formule générale est la suivante:

$$P = \sum_t R_t / (1+i+s)^t \quad (\text{de } t=1 \text{ à } t=\infty)$$

où  $R_t$  est le revenu futur en  $t$ ;  $i$  est un taux d'intérêt « sans risque »;  $s$  est la prime de risque associée à l'actif. La séquence peut bien sûr se terminer avant l'infini, à l'année  $N$ , et le dernier flux  $R_N$  être donc soit un prix de revente, soit un prix de remboursement.

Pour une obligation, la formule (en pourcentage) est particulièrement simple puisque les  $R_t$  sont tous connus, égaux au taux de coupon fixe ( $C\%$ ), jusqu'à la maturité ( $N$ ), échéance à laquelle s'ajoute le remboursement du nominal (à  $100\%$ ). « A chaque instant », la formule qui est d'utilité pratique sur le marché obligataire (elle sert bien à calculer les prix), devient donc:

$$P(i,s) = \sum_p C / (1+i+s)^p + 100 / (1+i+s)^N \quad (\text{de } p=1 \text{ à } p=N)$$

L'investisseur obligataire est donc exposé à deux risques différents:

- un risque dit de crédit ou de défaut qui est propre à l'émetteur. Il est évalué par la prime « s » dans la formule. Il signifie que l'obligation est risquée au sens où l'emprunteur peut faire défaut: il peut cesser de payer les intérêts dus et/ou bien ne pas rembourser le nominal à l'échéance. Cette prime de crédit est généralement une fonction croissante de la maturité à risque émetteur donné (plus on prête loin dans le temps, plus l'incertitude est élevée, plus le risque de défaut de l'emprunteur augmente) et décroissante de la qualité de crédit à maturité donnée (plus le risque de défaut est élevé, plus la prime est élevée).
- un risque de taux lié à l'évolution du marché (ce taux est représenté par le « i »). L'obligation est par nature un produit de taux dont la valorisation dépend de l'évolution des taux d'intérêt du marché. Quand le taux monte, le prix d'une obligation existante baisse, et réciproquement (« i » se trouve aux dénominateurs dans la formule).

Ces risques peuvent d'ailleurs se gérer indépendamment à travers une gestion différenciée des composantes taux et crédit, par exemple via des dérivés de taux (asset-swaps).

Il conviendrait d'ajouter un risque dit de liquidité. C'est le risque portant sur la faisabilité de la revente du titre en cas de besoin. Il est à la fois lié à l'état général du marché et au titre spécifique. Il est impossible de le modéliser de manière satisfaisante. Quand les marchés s'effondrent, il n'y a plus d'acheteurs, il n'y a plus de liquidité.

La somme de la prime de crédit (« credit spread », le « s ») et du taux « sans risque » (le « i »), constitue bien sûr le taux de rendement de l'obligation. Le « i » est une référence communément partagée et parfaitement observable, selon le marché et la maturité considérés. Par exemple, sur le marché obligataire Euro, il s'agira d'un taux de swap à la maturité correspondant à celle de l'obligation (une référence utilisée dans un swap de taux, un contrat d'échange d'intérêts à taux variable basé sur l'Euribor contre un taux fixe). Le débat éventuel sur le prix de l'obligation ne porte donc que sur la prime de crédit, « i » étant une donnée de marché.

Si la formule exprime bien que l'obligation confère à son acheteur un seul droit, celui de percevoir les coupons chaque année et d'être remboursé à la date de maturité, « in fine », elle ne rend pas compte explicitement d'une notion extrêmement importante pour les porteurs obligataires (les détenteurs d'obligations), qui est que ce droit est strictement le même pour tous les détenteurs (existants et à venir!) d'obligations émises par un emprunteur donné. Ils sont dits « pari passu » entre eux. C'est-à-dire que l'emprunteur s'engage à faire bénéficier ces investisseurs des mêmes garanties mais surtout, des mêmes avantages qu'il pourrait être amené à accorder dans l'avenir à d'autres investisseurs obligataires (de même rang - on évacue ici la subordination structurelle qui peut être contractualisée de manière transparente car elle ne concerne pas particulièrement la thématique de l'obligation verte). Cette disposition établit donc une solidarité, une égalité juridique entre les investisseurs obligataires d'une même entreprise débitrice. Elle évite notamment qu'en cas de difficultés financières entraînant l'engagement d'une procédure d'ordre, les prêteurs obligataires d'un même débiteur puissent chacun faire valoir des sûretés leur conférant des rangs différents. On comprend aisément tout l'intérêt pour le marché obligataire d'une telle construction, qui est cruciale en matière de droit obligataire.

D'ailleurs, cette « masse obligataire » a une existence juridique reconnue. Elle représente les détenteurs d'obligations à travers des représentants, qui ont compétence lorsqu'il s'agit de défendre les intérêts communs à l'ensemble des obligataires. Ces représentants de la masse ont, en principe, le pouvoir d'accomplir, au nom de celle-ci, tous les actes de gestion pour la défense des intérêts communs des détenteurs d'obligations. Ils ont accès aux assemblées générales des actionnaires en tant qu'observateurs sans droit de vote. La masse obligataire jouit de la personnalité morale.

Finalement, le risque de crédit d'une obligation ne dépend que de la capacité de l'emprunteur à rembourser sa dette, globalement. C'est cela que mesure la qualité de crédit de l'emprunteur, qualité de crédit que prétendent capturer les agences de notations. Une note (« credit rating ») qui mesure, à un instant donné, une probabilité de défaut (« Probability of Default ») multipliée par un taux de recouvrement hypothétique en cas de défaut (« Loss Given Default »: une évaluation de la perte encourue en cas de défaut de l'emprunteur - le porteur touchera finalement un certain pourcentage du nominal prêté). Il n'y a donc pas de traitement différencié des obligations (de même rang): elles portent le même risque. Autrement dit, « s » ne dépend que de l'émetteur (l'emprunteur et toutes ses obligations senior ont la même notation de crédit). N'importe quel prêteur obligataire se retrouvera solidaire en risque de n'importe quel autre - que les

obligations des uns aient servi à financer des projets verts et ceux des autres des projets quelconques ou même « bruns » ne changera rien à cette donnée structurante de l'obligataire.

La communication sur l'objet d'un emprunt est chose habituelle sur l'obligataire - cela paraît la moindre des choses de donner une information sur l'utilisation des fonds levés (le « Use of Proceeds ») aux investisseurs. Acquisition, refinancement, « general corporate purpose », etc. Cela se fait en général à travers une conférence téléphonique (« investor call ») rapide, si le montant recherché est modeste au regard des standards de marché. Son objet est d'ailleurs moins d'évoquer le projet financé lui-même (souvent déjà engagé car l'obligataire se place souvent dans une logique de refinancement, après un sas de financement bancaire), que de donner l'assurance aux acheteurs que l'information publique disponible reflète bien la situation de de l'émetteur - de fait il s'agit d'une mise à jour (souvent formelle) sur le crédit (« credit update »). Quand la taille de l'émission est considérable (par rapport à la norme de l'émetteur) et/ou que l'opération à financer est exceptionnelle et a dégradé la qualité de crédit de l'émetteur (par un accroissement de l'effet de levier par exemple), il est coutumier que l'emprunteur fasse des « roadshows » obligataires pour offrir une relecture plus complète des « fondamentaux » de son crédit.

Quoiqu'il en soit, quoiqu'il soit dit avant (et pour permettre) le lancement d'une nouvelle obligation, une émission donc, il faut reconnaître que les nouveaux fonds levés seront fongibles avec toutes les liquidités dont dispose l'émetteur. La solidarité entre les prêteurs obligataires existe donc dès la création de la nouvelle obligation - quelle que soit l'utilisation des nouveaux fonds levés. En résumé, on peut dire que, via le marché obligataire primaire, on finance structurellement un emprunteur, plutôt qu'un projet particulier.

### **3. Qu'est-ce qu'une obligation verte?**

Selon l'International Capital Market Association [2018] qui définit les « Green Bond Principles »: « une obligation verte est une obligation dont le produit de son émission est utilisé exclusivement pour financer ou refinancer, partiellement ou en totalité, des projets verts nouveaux et/ou en cours, et qui respecte les quatre principes-clés des Green Bond Principles ». Selon l'AMF [2018]: « la seule différence notable par rapport aux obligations classiques tient dans les engagements pris par l'émetteur sur l'usage des fonds ».

Comme vu plus haut, la communication sur l'objet d'un emprunt auprès des investisseurs sollicités est habituelle. Ce qui est différent ici, c'est que l'emprunteur indique que les fonds levés seront consacrés au financement de projets verts (au sens de présentant un « bénéfice environnemental »).

Les « Green Bond Principles » ne sont que des « lignes directrices d'application volontaire », ils ne formulent donc que des recommandations, sur 1. l'utilisation des fonds, 2. la sélection et l'évaluation des projets, 3. la gestion du produit de l'émission, et 4. le reporting. Les obligations vertes sont donc « auto-déclarées » comme telles par les émetteurs eux-mêmes. Il n'y a ni réglementation, ni même de régulation concernant cette appellation (non contrôlée donc).

Ensemble, les points 3 et 4 couvrent une exigence de traçabilité des fonds empruntés. Nous avons vu que, dans le cadre obligataire classique, les fonds levés sont fongibles avec toutes les liquidités de l'émetteur. Les points 3 et 4 tentent donc de réaliser une forme de « fléchage » entre les fonds levés et le(s) projet(s) vert(s) concerné(s).

Remarquons que c'est l'obligation qui est verte, pas son émetteur. Un gros pollueur peut donc émettre des obligations vertes (en accord avec les « Green Bond Principles ») - il suffit d'avoir un projet « compatible » - comme des obligations classiques (y compris pour financer des projets « bruns », le cas échéant).

L'obligation verte est donc une obligation classique plus une promesse verte. N'importe quel titre financier est une promesse. Une obligation en particulier est une promesse de paiements futurs par l'émetteur, mais une promesse qui oblige (obligatio) contractuellement celui qui l'a faite devant la loi (jusqu'à une potentielle mise en faillite en cas de constatation du défaut de paiement etc.). L'ICMA écrit bien que « la raison d'être d'une émission obligataire verte est l'utilisation des fonds levés pour financer des projets verts. Ces projets doivent être correctement décrits dans le prospectus accompagnant le titre », mais ne dit pas exactement où dans le prospectus. C'est pourtant un point crucial. En effet, il se trouve que si cet engagement figure dans la documentation commerciale, elle n'est qu'une simple déclaration d'intention. Il ne figure pas dans les engagements contractuels de l'émetteur. Il ne figure dans la documentation juridique

de l'obligation qu'au titre d'une simple information (exemple de l'obligation verte Unibail-Rodemco [2014]). Cet engagement a donc une valeur juridique nulle. D'ailleurs, si besoin était, la partie « facteurs de risques » de la documentation, qui liste l'ensemble des risques auxquels les acheteurs obligataires s'exposent, le précise à nouveau.

La promesse verte n'offre donc contractuellement aucun droit supplémentaire à l'acheteur de l'obligation verte. L'acheteur de l'obligation verte ne dispose d'aucun droit de regard particulier, pas plus sur le projet vert financé par l'obligation verte que sur la marche générale de l'entreprise. En effet, un porteur obligataire ne dispose pas de droit de vote, il n'a pas de voix à l'assemblée générale (des actionnaires!). Plus structurant encore, la promesse verte n'offre aucun droit financier supplémentaire. Si l'on constatait, ex-post, que l'engagement sur l'utilisation des fonds n'était pas respecté, ou que les engagements associés (points 3 et 4), sur la ségrégation des fonds ou le reporting, n'étaient pas respectés, l'acheteur ne bénéficierait d'aucun avantage particulier susceptible de modifier en sa faveur le « profil » financier (le risque-rendement) de son placement - ni dédommagement financier, ni option de remboursement anticipé: strictement rien qui puisse modifier la valorisation du titre financier qu'il détient.

#### **4. Le placement d'une obligation verte implique toujours des investisseurs traditionnels qui ne peuvent donner aucune valeur pécuniaire à la promesse verte**

Il n'y a qu'un seul marché primaire obligataire. Il n'y a pas un marché primaire pour les obligations vertes et les investisseurs « verts », et un marché primaire pour les obligations classiques et les investisseurs traditionnels. Cela veut dire que des investisseurs traditionnels participent aux émissions d'obligations vertes. Ce point est absolument consensuel, y compris chez les promoteurs de l'obligation verte, confirmé par les arrangeurs eux-mêmes qui analysent systématiquement le placement de chaque nouvelle émission. D'ailleurs les fonds dédiés aux obligations vertes restent dérisoires en montants par rapport à la taille même du marché des obligations vertes (6Md€ de fonds dédiés aux obligations vertes vs. environ 600Md€ d'encours émis à date). L'ensemble de l'émission (le paquet d'obligations) est donc vendu à un prix unique à l'ensemble des participants à l'offre primaire, y compris donc des investisseurs obligataires traditionnels - qui sont en fait majoritaire dans le placement. Ce point est crucial puisqu'il impliquera finalement que le prix de l'obligation verte est établi sur le marché justement par ces acheteurs traditionnels comme nous le montrerons.

Pour expliquer pourquoi les investisseurs traditionnels ne peuvent donner aucune valeur pécuniaire à la promesse verte, nous pouvons, sans limiter la portée de notre étude, nous restreindre aux émetteurs d'obligations vertes qui émettent également des obligations classiques (i.e. définies comme non-vertes). Ils constituent d'ailleurs la vaste majorité des émetteurs d'obligations vertes (ce sont les émetteurs fréquents du marché obligataire: certains Etats comme la France, les supranationaux, les grandes entreprises comme EDF, les grandes banques, etc.). Cela permettra la comparaison directe des prix entre obligation verte et obligation classique d'un emprunteur donné ABC, c'est-à-dire à risque de crédit constant (par exemple OAT verte vs. OAT classique), en évitant les biais de crédit résultant de la comparaison entre emprunteurs différents (obligation ABC verte vs. obligation DEF classique). Nous pouvons raisonner sur les prix car il n'y a aucun traitement fiscal différenciant obligations vertes et obligations classiques.

Les acheteurs traditionnels de l'obligation verte ABC se retrouvent donc « pari passu » avec les détenteurs d'obligations classiques émises par le MÊME emprunteur ABC. C'est-à-dire qu'ils ont exactement les mêmes droits (ils sont notamment solidaires en cas de défaut). Dès lors, si l'on comparait une obligation verte à une obligation classique « équivalente » de ce même émetteur, c'est-à-dire d'exactes mêmes autres caractéristiques financières (même maturité, même coupon, même format juridique), les échéanciers de flux financiers seraient strictement identiques, et tous les paramètres qui déterminent le taux d'actualisation également (le « s » et le « i » sont exactement les mêmes). La formule du « pricing » obligataire nous dit donc les prix de ces deux obligations doivent être strictement égaux. Dans le paradigme risque-rendement, pour un émetteur donné, donc à risque crédit donné, une obligation verte sera nécessairement valorisée par l'investisseur traditionnel exactement comme une obligation classique « équivalente ». Pour lui, le risque-rendement de l'obligation verte est nécessairement identique au risque-rendement de l'obligation classique. Sans aucune contrepartie tangible, le principe de responsabilité fiduciaire interdit que l'investisseur traditionnel paye la moindre prime verte.

Malgré ce point, le narratif de ceux qui soutiennent l'existence d'une prime verte passe par l'existence d'investisseurs « verts » qui joueraient un rôle favorable dans le « pricing » (la détermination du

prix) de l'obligation verte. Favorable veut dire ici que cette souscription « verte » additionnelle résulterait en une prime au bénéfice de l'émetteur évidemment. Cela veut dire que, par le poids des ces investisseurs « verts » bienveillants sur le marché primaire, le prix de l'obligation verte serait finalement plus élevé pour ses acheteurs (résultant en un taux plus faible pour l'émetteur) que si seuls les investisseurs traditionnels participaient. On vient de voir que, pour ces derniers, cette prime devrait normalement valoir zéro. Il s'agit ici ni plus ni moins que de recycler le totem de la théorie micro-économique classique où une sur-demande conduit à un déplacement favorable du point d'équilibre offre-demande. Mais ce narratif présente deux failles - chacune suffit séparément à réfuter la proposition.

## **5. Faille n°1: les investisseurs dits « verts » ont la même rationalité que les autres**

Si certains observateurs des marchés parlent d'une forte proportion d'investisseurs « verts » dans le placement des obligations vertes, ils n'étudient pas qui sont ces investisseurs « verts » supposés soutenir le marché des obligations vertes. Il s'agit en fait d'une pétition de principe. En réalité, personne ne sait ce qu'est un investisseur « vert » car il n'y a pas l'équivalent des « principes » pour encadrer cette appellation.

La forme est à nouveau celle d'une auto-déclaration (dans le meilleur des cas) mais l'observation réelle dans les carnets d'ordres des acheteurs d'une obligation verte (« book » primaire) sur le marché primaire n'est pas disponible. En effet, les « books » primaires, y compris l'allocation finale des émissions publiques, sont des données confidentielles, donc non disponibles (c'est-à-dire qu'on ne peut pas savoir quel investisseur a demandé quel montant de l'émission, et encore moins à quel prix).

Bien sûr, les investisseurs « verts » ne peuvent pas s'identifier à ceux qui achètent des obligations vertes, puisque nous avons rappelé qu'elles sont largement placées auprès d'investisseurs traditionnels. D'ailleurs, lorsque la Banque Mondiale a émis la première obligation verte en 2008, il n'y avait bien sûr pas d'investisseurs « verts »... Les acheteurs de cette obligation comme des suivantes étaient les acheteurs habituels du crédit de la Banque Mondiale. Faisant suite aux volumes émis, à la publicité donnée à l'obligation verte, il ne fait pas de doute qu'il y a eu une certaine spécialisation d'investisseurs traditionnels avec des objectifs particuliers ciblant les financements de projets verts, qu'ils soient actifs à travers des portefeuilles dédiés ou bien des entités dédiées. Mais ces fonds « verts » restent dérisoires en montants à l'échelle obligataire, leur total étant très inférieur à la taille même du marché des obligations vertes.

La remarque fondamentale ici est que, avant tout, ces investisseurs « verts » partagent la même rationalité, le même paradigme risque-rendement, que les autres. Non seulement, ils ne prétendent pas le contraire mais ils le revendiquent souvent explicitement. Nous ne pouvons pas l'établir ici nom par nom (lesquels d'ailleurs?). Nous demanderons aux lecteurs intéressés par ce point de bien vouloir lire (complètement) n'importe quelle description de fonds « vert » ou bien n'importe quelle enquête sur le sujet.

A titre d'illustration, nous en citerons ici deux, réalisées par le gérant d'actifs Schroders [2018, 2019]. Une étude de 2018 visait les investisseurs institutionnels: 650 ont été interrogés, dont 250 en Europe, représentant 24 000 milliards de dollars d'actifs sous gestion. Elle conclut que la soutenabilité ne joue qu'un rôle mineur dans le processus de décision des investisseurs mondiaux. Cet aspect de l'investissement est classé à la 9ème et avant-dernière place des critères de décision des investisseurs institutionnels. Voici le classement exact: 1. l'allocation stratégique des actifs, 2. le track record du gérant du fonds, 3. le rendement anticipé, 4. la tolérance pour le risque, 5. le comité d'investissements, 6. l'allocation tactique, 7. l'horizon de temps défini, 8. la performance passée, 9. le focus sur la durabilité de l'investissement, 10. les recommandations de consultants.

Une autre étude de 2019 visait cette fois les particuliers (25 000 interrogés): elle montre la même chose. « Préoccupés par la durabilité, les investisseurs continuent cependant de donner la priorité à la performance ». Le classement de facteurs est le suivant: 1. éviter de perdre de l'argent, 2. atteindre mon objectif de performance totale, 3. générer mon niveau de revenu attendu, 4. les frais sont raisonnables, 5. mon argent est investi dans des investissements durables, etc.

Cette cohérence est attendue puisque ce qui est vrai au niveau des particuliers doit l'être au niveau des institutionnels, ces derniers gérant l'argent des premiers (« Other People's Money »). Le principe de responsabilité fiduciaire est roi.

Pour rendre compte encore plus directement de cette réalité, nous voulons citer PGGM [2019], le deuxième plus gros fond de pension néerlandais:

- « la zone verte est la zone responsable. Les investisseurs de cette zone font de leur mieux pour contribuer à un monde plus durable, à condition que ce ne soit pas au détriment de la performance attendue par leurs bénéficiaires. Dans cette zone, l'idée est de contribuer au rendement sociétal aussi longtemps que cela n'affecte pas le rendement financier individuel. Dans cette zone, les investisseurs considèrent que contribuer au développement durable dans le cadre de leur mandat est l'une de leurs motivations intrinsèques ;
- la zone rouge : dans cette zone, la contribution au bien collectif se fait en sacrifiant une partie du bien individuel. Cela se traduirait par une réduction de la pension de retraite des bénéficiaires afin de contribuer à un monde durable. C'est la zone de la tragédie des biens communs et de la tragédie de l'horizon, pour reprendre l'expression de Mark Carney. Cette option ne relève pas du mandat des gestionnaires de fonds de pension. »

On ne peut pas être plus clair. On voit bien ici que la « nouvelle frontière » de la finance, c'est l'ancienne. D'accord pour contribuer au « rendement sociétal » (quoique cela veuille dire dans ce cas), mais tant que cela n'affecte pas le rendement financier. Les investisseurs professionnels le disent en fait tous explicitement. Cela n'empêchera pas la seconde étude de Schroders de circuler avec un slogan formidable: « 57% des gens considèrent des facteurs de soutenabilité dans la sélection de leurs investissements ». C'est vrai, mais les motivations financières les plus traditionnelles (l'arbitrage risque-rendement classique) passant toujours avant la durabilité, il s'agit donc d'une préférence pour la soutenabilité, toutes choses égales par ailleurs, subordonnée de fait à la performance financière. Une préférence qui ne veut plus dire grand chose, une préférence qui n'accepte pas de renoncer sans contrepartie à la moindre fraction de rentabilité - par exemple pour acheter une obligation verte au-dessus du prix dicté par l'actualisation de ses cash-flows.

La première faille, c'est donc qu'une telle demande additionnelle « verte », s'exprimant à un niveau de prix strictement identique à la valeur reconnue par les investisseurs traditionnels, ne changera évidemment pas le prix de l'émission obligataire.

Mais peut-être que certains investisseurs sortent-ils du paradigme risque-rendement universel? On pourrait penser (i) qu'une simple déclaration puisse avoir un impact sur le prix d'un actif financier (par exemple, celle d'un directeur général à l'assemblée générale des actionnaires peut influencer le cours de l'action de l'entreprise) et (ii) qu'il existerait des investisseurs prêts à payer une prime pour la simple promesse verte qui leur est faite - nous les appellerons dans la suite les investisseurs « vert-ueux ».

Remarquons que l'existence d'un investisseur « vert-ueux » est une hypothèse très forte. Concrètement, si le prix de marché d'une nouvelle obligation classique pour l'émetteur ABC était de 3% à 10 ans, cela voudrait dire qu'un investisseur « vert-ueux » serait prêt à acheter plus cher, par exemple à 2%, une obligation verte « équivalente » (d'exactes mêmes autres caractéristiques), bien que la promesse verte, on l'a vu, ne lui offre contractuellement aucun droit supplémentaire, et en particulier aucune contrepartie financière. Il faut donc imaginer qu'un investisseur « vert-ueux » soit prêt à payer plus cher pour le bénéfice moral engendré par le financement du projet vert concerné.

Compte tenu du principe de responsabilité fiduciaire (« Other People's Money »), l'engagement d'un investisseur « vert-ueux » nécessiterait d'être complètement décrit par les mandants à leur mandataire. Un travail de rédaction qui paraît impossible, surtout s'agissant de gestion collective: comment calibrer le montant des primes vertes? En fonction des primes de crédits, des taux de rendement, de l'émetteur, de la nuance de vert du projet? Il faut aussi comprendre qu'il s'agirait d'une véritable subvention accordée par ces investisseurs « vert-ueux » à l'émetteur, via le financement de son projet vert. En effet, le différentiel de taux (3% moins 2% dans notre exemple), améliorerait de fait sa rentabilité par la diminution de la charge d'intérêts sur la dette verte concernée, et cela pour le bénéfice final de tous les autres détenteurs du capital de l'emprunteur - tous les autres porteurs obligataires puis tous les actionnaires, puisque c'est bien l'ensemble des cash-flows, ici amélioré, qui permet d'abord le service de la dette de manière solidaire, puis la rétribution éventuelle des actionnaires (on rappelle les flux de l'entreprise: Cash Flow = Excédent Brut d'Exploitation - Intérêts - Impôt - Dividendes).

## **6. Faille n°2: les investisseurs « vert-eux » ne changerait pas la rationalité du « pricing » primaire**

Nous avons dit qu'une demande additionnelle à la valeur reconnue par le marché ne changera évidemment pas le prix de l'émission obligataire. En effet, si 50 investisseurs sont acheteurs à une prime de 54bps pour un total de 1 milliard d'euros, 10 investisseurs « verts » supplémentaires au même niveau pour un



total de 150mio€ ne changeront pas le résultat du processus de « pricing ». Les arrangeurs procéderont simplement à une réduction des allocations des investisseurs participant au placement (au prix donné, chacun aura un montant alloué réduit par rapport à sa demande).

Raisonnons maintenant par l'absurde à partir de l'hypothèse qu'une demande « vert-ueuse » se manifeste à prix plus élevé (donc à une prime de crédit plus faible) et voyons comment cela ne fonctionne pas pour changer le prix de l'émission.

Le marché primaire obligataire n'est pas un marché au sens où on l'entend le plus traditionnellement en économie, c'est-à-dire un mécanisme par lequel des acheteurs et des vendeurs interagissent pour déterminer le prix et la quantité d'un bien. Le processus de bookbuilding primaire ne conduit pas à un point d'équilibre qui peut décaler continuellement comme indiqué dans la représentation micro-économique classique de l'intersection d'une courbe de demande décroissante et d'une courbe d'offre croissante en fonction du prix. La quantité est ici quasi-fixée. La prime de crédit finale n'est même pas une moyenne des ordres des investisseurs. Le processus de « pricing » primaire est extrêmement cadré et permet de cristalliser la prime de crédit finale la meilleure possible, en relevant les ordres dans l'ordre croissant des primes (c'est-à-dire du prix le plus élevé au prix le moins élevé). Dans la réalité, l'ensemble de l'émission (le paquet d'obligations) qui est vendue à un prix unique à l'ensemble des participants à l'offre primaire se structure autour des poids lourds des investisseurs qui fournissent les « lead orders », structurants dans le placement car décisifs quant à la faisabilité de l'opération. Ils sont recherchés comme son ancrage. Les autres investisseurs suivent.

L'hypothèse de la participation d'investisseurs « vert-ueux » ne change donc quasiment rien car la demande nécessaire pour compléter le placement sera toujours au prix des acheteurs du pur crédit, ces acheteurs qui respectent leur responsabilité fiduciaire et qui ne donneront jamais de valeur financière à la promesse verte, ces investisseurs qui ne renonceront jamais à leur paradigme risque-rendement. On rappelle que ces mêmes acheteurs peuvent facilement acheter ce même crédit sous format classique sur le marché secondaire ou lors de la prochaine émission classique de l'emprunteur. Le prix est relativement transparent puisque les investisseurs disposent de références secondaires.

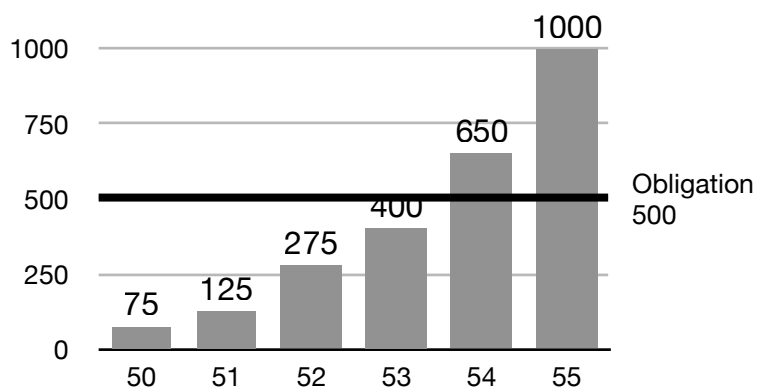
Pour illustrer le propos, considérons deux carnets d'ordres pour l'émission d'une obligation de 500mio€, dont la prime de crédit serait estimée par le marché (les investisseurs traditionnels et donc les arrangeurs aussi!) dans une fourchette de +50-55bps. Le second (B) est identique au premier (A) avec une demande supplémentaire « vert-ueuse » de 150mio€ à +30bps (ce niveau ne joue aucun rôle en lui-même), en dehors de la fourchette de prix (hors marché donc). Le prix auquel l'émission peut se réaliser correspond au prix du dernier ordre qui permet d'atteindre la taille totale recherchée de 500mio€. Cette demande « vert-ueuse » ne pourrait jouer qu'un rôle marginal dans le décalage du prix de l'émission entière. Dans notre exemple, les 150mio€ « vert-ueux » permettraient de « pricer » l'émission à +53bps au lieu de +54bps. Un point de base. Voilà l'ordre de grandeur correspondant à notre hypothèse. Hypothèse de travail à laquelle nous n'adhérons pas car nous ne connaissons pas d'investisseurs « vert-ueux », ni d'ordres « hors marché ». Mais le point important ici, c'est que l'ordre qui détermine le prix final respectera toujours la rationalité du risque-rendement pour le crédit concerné. Portant l'exemple à l'extrême, même avec une demande « vert-ueuse » de 499mio€ « hors marché », c'est toujours l'ordre manquant de 1mio€ qui fixerait le prix de l'intégralité de l'émission.

En conclusion, sauf à supposer un placement 100% « vert-ueux » - ce que personne ne soutient - le processus primaire limiterait l'impact des investisseurs « vert-ueux » théoriques au mieux à quelques points de base, quelques centièmes de pourcentage de taux.

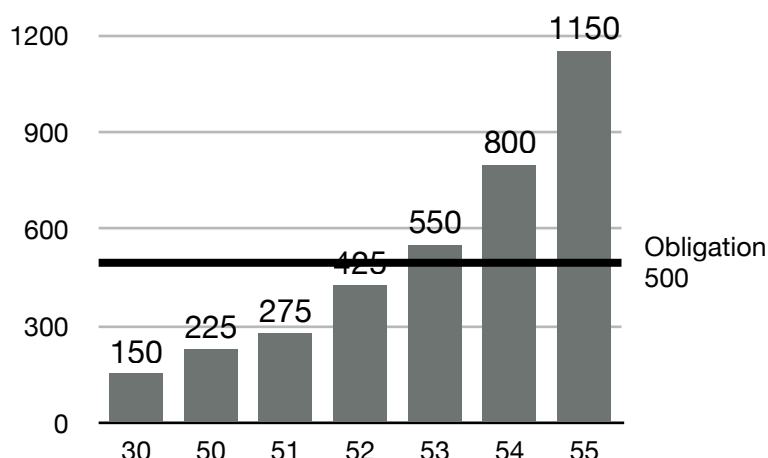
A noter qu'un tel ordre de grandeur n'est évidemment pas compatible avec la prise en compte des véritables coûts de transition. Qui penserait raisonnablement que l'exécutif d'une entreprise prenne une décision d'investissement basée sur 1 point de base? On n'imagine pas une entreprise décider d'investir (ou pas) dans un projet selon ce critère. Pour l'illustrer, prenons une entreprise financée à 80% par la dette (à 3%) et à 20% par les actions (avec une rentabilité exigée de 12%). Une mesure du coût de son capital est le Coût Moyen Pondéré du Capital égal à  $80\% \cdot 3\% + 20\% \cdot 12\% = 4.80\%$ . Réduire le coût de 100% de sa dette (pas seulement le financement d'un projet vert) de 2bps diminue le total à 4,78%. On comprend que cela ne crée aucune incitation particulière pour l'emprunteur à sélectionner un projet vert plutôt qu'un projet « brun », par le biais du financement associé. Le critère de rentabilité interne pour les projets considérés n'est pas modifié. L'entreprise en tant que « portefeuille de projets » n'est pas influencée. De plus, un tel ordre de grandeur n'est pas significatif au regard de la volatilité des primes de crédits et des taux. Le jour du lancement, l'émetteur assume un niveau d'incertitude qui va bien au-delà du point de base (sur le « i », le « s »).

D'ailleurs, personne n'a jamais entendu un directeur financier en roadshow obligataire conditionner la réalisation du projet vert concerné à la capacité de pouvoir lever des fonds « hors marché » (par exemple à 2% quand la valeur de marché de son crédit serait de 3%).

Carnet d'ordres A		
Prime	Montant Total	Ordres
50	75	75
51	125	50
52	275	150
53	400	125
54	650	250
55	1000	350



Carnet d'ordres B		
Prime	Montant Total	Ordres
30	150	150
50	225	75
51	275	50
52	425	150
53	550	125
54	800	250
55	1150	350



## 7. Toutes les observations de marché concordent avec l'absence de prime verte

Contrairement au marché primaire, où la réputation passait par un argument lié à la structure même de l'offre obligataire, sur le marché secondaire où les échanges se traitent de gré à gré entre un vendeur et un acheteur, la réputation ne peut être qu'empirique, reposant sur l'observations des rendements.

Précisément, les données disponibles montrent des niveaux de rendements similaires entre obligations vertes et classiques d'un même émetteur. Dans notre propre analyse, partant de zéro sur le marché primaire, trouver zéro sur le marché secondaire ne pose évidemment pas de problème. Pour les tenants d'une prime verte, il y a là une vraie difficulté - qui n'est pas surmontée - autant à théoriser qu'à observer la transmission de la prime (si elle avait été payée...) du marché primaire au marché secondaire. En effet, si la prime existait sur le marché primaire, soit elle s'évaporerait, soit elle se conserverait sur le marché secondaire. On observe ni l'un, ni l'autre. Le lecteur intéressé pourra consulter un Working Paper (EL [2019]) qui traite ce sujet.

Ajoutons que si une prime verte existait sur le marché secondaire:

- cette situation serait potentiellement arbitrageable - les arbitragistes vendraient l'obligation verte d'un emprunteur donné au rendement inférieur et achèteraient une obligation classique au rendement supérieur de ce même emprunteur;
- la liquidité des obligations vertes serait diminuée (les « non-vert-ueux » ne participent pas bien sûr, les « vert-ueux » devraient s'accorder sur le niveau des primes...). Le Trésor britannique qui se refuse à émettre des Gilts (l'OAT britannique) verts cite explicitement cet argument de liquidité pour s'abstenir (FT [2010]). Le Trésor français était, avant le forçage politique, sur la même ligne. Or, pour une liquidité amoindrie, les investisseurs exigent normalement une compensation, un rendement plus élevé, pas l'inverse...

Puisque nous mentionnons le désaccord entre les Trésors français et britannique qui ont pourtant la même fonction, le même rôle, optimiser le financement de leur Etat sur les marchés, il nous faut dire ici que

l'absence de prime verte explique tout ce qui constituerait des aberrations de marché dans l'hypothèse contraire, tant du côté de l'offre que du côté de la demande. En effet, si une prime verte existait, comment expliquer que nombre d'émetteurs qui pourraient légitimement en profiter n'en tirent pas parti? Par exemple les « pure players verts » (les émetteurs dont l'intégralité des activités concourent à la transition) ou tout simplement ceux qui lancent des projets verts. Comment expliquer que la Banque Centrale Européenne se trouve être un acheteur significatif d'obligations vertes dans le cadre de ses programmes de rachats massifs d'obligations (« Quantitative Easing »)? Si ces obligations devaient incorporer une prime verte (une subvention de fait), cela serait en totale contradiction avec le principe clé de neutralité de marché qu'elle revendique. Ce principe implique en effet que la BCE ne peut pas créer de distorsion des prix de marché dans le cadre de sa politique monétaire en favorisant par exemple tel ou tel secteur d'activités (se substituant de fait au politique). Au contraire, son mode de gestion garantit que ses opérations soient facilement absorbées aux prix déterminés par le marché (« The implementation of the Asset Purchase Program is guided by the principle of market neutrality and does not positively or negatively discriminate on the basis of environmental or any other criteria », ECB [2018]).

Pour finir, comme nous l'avons remarqué dans le cas de la Banque Mondiale, insistons sur le fait que les fonds « verts » n'ont jamais été nécessaires au placement des obligations vertes puisqu'elles sont achetées par les investisseurs en tant qu'obligations classiques. Il n'y a donc aucune raison que l'offre d'obligations vertes soit corrélée à la croissance des fonds « verts » - c'est d'ailleurs bien ce que l'on observe.

## 8. Conclusion

La promesse verte n'a pas d'impact sur le profil financier de l'obligation verte, elle n'offre contractuellement aucun avantage à son détenteur. De ce fait, les investisseurs traditionnels (les acheteurs de crédit professionnels) ne peuvent lui donner aucune valeur pécuniaire. De ce fait, nous avons obtenu un peu mieux qu'une preuve d'impossibilité:

- dès que participent à l'achat d'une obligation verte des investisseurs traditionnels (i.e. non « vert-ueux »), la prime verte ne peut valoir que zéro;
- la valeur de la promesse verte sera toujours nulle sur le marché secondaire du point de vue des acheteurs de crédit professionnels (et probablement donc plus généralement);
- la nullité de la valeur de la promesse verte ne dépend absolument pas de la qualité du projet (et de l'engagement) vert de l'emprunteur.

Le premier point implique que les investisseurs « vert-ueux » (s'ils existaient) devraient disposer de leur propre marché primaire pour jouer un rôle effectif. Le prix de la promesse verte sur le marché primaire ne peut pas être différent de zéro tant que le placement de l'obligation verte implique des investisseurs traditionnels (dont l'existence, à eux, n'est pas théorique). Il ne peut pas y avoir deux rationalités (l'une « vert-ueuse », l'autre traditionnelle), deux prix. Il n'y a qu'un marché primaire, qu'un prix pour l'obligation verte sur ce marché, valable pour l'ensemble de ses acheteurs. Pour les investisseurs traditionnels qui sont majoritaires dans le placement (mais il en suffirait d'un seul), le prix de la promesse verte est forcément nul, donc il est nul pour tous.

Le dernier point implique que le débat sur la taxonomie est une diversion majeure par rapport à la réalité de base de l'obligation verte. L'attention de nombreuses parties (les « autorités », le groupe d'experts de la Commission Européenne sur la Finance Durable, les banques, la presse, et même certaines ONG activistes qui dénoncent des risques de « greenwashing ») se focalise sur ladite taxonomie, la nuance de vert, un risque de greenwashing finalement de second ordre par rapport à la question centrale qui est celle de l'utilité de l'obligation verte: sans différentiel de prix, quelle est son utilité?

Ajoutons maintenant que l'obligation verte n'apporte aucune « additionnalité ». L'additionnalité signifierait que les obligations vertes ne se substitueraient pas aux obligations classiques qu'un emprunteur pourrait émettre, mais s'ajouteraient à celles-là, en tant que potentiel outil de financement. Ce n'est pas le cas et tous les acteurs admettent ce point purement et simplement (Paris Europlace [2016]), « *le développement des green bonds ne semble pas, en tant que tel, stimuler un accroissement net des investissements verts pour des émetteurs qui n'auraient pas aussi facilement accès au capital par ailleurs* ». L'argument du financement pour lui-même ne figure même pas dans l'argumentaire de vente des arrangeurs. L'obligation verte ne contribue pas particulièrement aux financements des projets verts, c'est-à-dire au delà de ce qu'offre normalement le marché obligataire classique.

Donc, à prix égal, l'obligation verte n'apporte rien: l'obligation verte n'offre à l'émetteur aucun avantage comparatif par rapport à l'obligation classique. Elle ne crée pas de « signal-prix », à travers une réduction du coût de financement qui modifierait les comportements des émetteurs (entreprises ou Etats). Pour un émetteur donné, elle ne modifie ni le risque, ni le rendement obligataire. Elle est seulement une obligation classique avec (dans les bons cas) un fléchage non-contractuel vers un projet vert. Elle n'offre d'ailleurs pas plus de solution pour les investisseurs qui souhaiteraient activement contribuer au financement de la transition (« vert-ueux » ou autres). Il s'agit d'un verdissement ex-post: les émetteurs financent leurs projets (verts) à leurs conditions normales de financement, projets qu'ils lanceraient indépendamment de l'existence du marché des obligations vertes; les investisseurs achètent normalement les obligations (un mix de crédit et de taux) qu'ils achèteraient par ailleurs. Aucune modification du paradigme financier, aucune redirection de l'épargne. Il s'agit d'un jeu à somme nulle, concernant au plus c. 1-3% du marché des nouvelles émissions. L'équilibre du marché est inchangé. Reste associée à l'obligation verte l'opportunité d'une communication « verte » consensuelle qui intéresse l'ensemble des « parties prenantes »: l'offre, la demande et les intermédiaires.

Le marché obligataire classique est en réalité une impasse compte tenu du « pari passu » et de la simplicité nécessaire à ce qui est un marché de masses énormes. Si une obligation réalisait vraiment quelque chose, à travers une modification du profil financier du titre (par exemple via un taux de coupon indexé à la réalisation de tel ou tel objectif « vert »), il en résulterait au mieux un micro-marché (il n'y aura pas ou pas beaucoup d'acheteurs, et pas ou plus beaucoup d'émetteurs).

Des sources d'obligations vertes crédibles, sans concurrence d'équivalents classiques, pourraient être les financements de projets où l'émetteur est la structure projet elle-même, avec cantonnement des actifs et des revenus, sans recours sur les sponsors, mais ils sont peu adaptés à l'univers obligataire (les investisseurs n'aiment pas les maturités trop longues et le risque de construction) et il faut encore que le projet soit vert. Les « pure players » pourraient en constituer une autre piste. 100% de leurs dettes pourraient être considérés comme vertes. Mais les investisseurs « vert-ueux » n'existent toujours pas! Cela explique pourquoi la vaste majorité de ces émetteurs n'émettent pas d'obligations vertes. Il n'y a aucun bénéfice à le faire.

A ces émetteurs d'obligations vertes qui constatent que « ça ne marche », observant que leurs rendements ne sont pas différents de ceux de leurs émissions d'obligations classiques, nous avons voulu expliquer ce que l'obligation ne fait pas, et surtout, ce qu'elle ne peut pas faire.

Pour changer réellement l'allocation des liquidités en faveur de la transition dans le paradigme du risque-rendement, il y a une condition: déterminer ce qu'est un actif véritablement « vert » (de ce point de vue là, la taxonomie est utile), et seulement trois solutions: dégrader la rentabilité du « brun » (par exemple via une taxe carbone significative), augmenter la rentabilité du « vert » (par exemple via des subventions, une fiscalité favorable) ou réduire le risque du « vert » (par exemple via des garanties d'Etat). L'obligation verte ne fait rien de cela. Elle n'est pas un outil particulièrement favorable à la transition, elle est simplement le support d'une communication verte.

Quand vous lisez, « plus de X tonnes de CO2 évitées en 2018 grâce à l'obligation verte de Y », vous devriez lire ou comprendre « plus de X tonnes de CO2 évitées en 2018 grâce à l'obligation de Y ». En réalité, l'adjectif « vert » n'ajoute rien.

## **Références**

Autorité des Marchés Financiers, [2018], « Conférence EIFR du 13 septembre 2018 »  
<http://www.eifr.eu/uploads/eventdocs/5b9a5e31bec5a.pdf>

ECB [2018], « Purchases of green bonds under the Eurosystem's asset purchase programme », ECB Economic Bulletin, Issue 7/2018  
[https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2018/html/ecb.ebbox201807\\_01.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2018/html/ecb.ebbox201807_01.en.html)

Ekeland I. et Lefournier J. [2019], « L'obligation verte: homéopathie ou incantation », Working Paper  
[http://www.chair-energy-prosperity.org/wp-content/uploads/2019/06/publication2019\\_obligation-verte\\_ekeland-fourmier.pdf](http://www.chair-energy-prosperity.org/wp-content/uploads/2019/06/publication2019_obligation-verte_ekeland-fourmier.pdf)

Financial Times [2020], « UK bond chief Steeman expresses doubts on green gilts », 20 janvier 2020  
<https://www.ft.com/content/b0b31764-3932-11ea-a6d3-9a26f8c3cba4>

International Capital Market Association [2018]  
[https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/French-GBP\\_2018-06.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/French-GBP_2018-06.pdf)

Paris Europlace [2016], « Initiative finance verte et durable de la Place de Paris », p. 21  
[https://www.paris-europlace.com/sites/default/files/public/rapport\\_parisgreensustainablefi\\_2016\\_2.pdf](https://www.paris-europlace.com/sites/default/files/public/rapport_parisgreensustainablefi_2016_2.pdf)

Unibail-Rodamco [2014], Pricing Supplement de l'obligation verte  
<https://www.urw.com/-/media/Corporate~o~Sites/Unibail-Rodamco-Corporate/Files/Homepage/INVESTORS/Financing-Activity/Bond-Issues/EMTN-Senior-Bonds/XS1038708522-750Mn-10y-EUR-Senior-Unsecured-Green-Note-Final-Termsheet.ashx>

PGGM [2019], « Verdir le système financier - La nouvelle frontière », « le point de vue d'un gestionnaire de fonds de pension sur l'accélération de la finance durable », Revue de la Stabilité Financière, juin 2019, p. 75-81,  
[https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/revue\\_de\\_la\\_stabilite\\_financiere\\_23.pdf](https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/revue_de_la_stabilite_financiere_23.pdf)

Schroders

- Enquête institutionnelle [2018]

[https://www.schroders.com/en/sysglobalassets/schroders\\_institutional\\_investor\\_study\\_sustainability\\_report\\_2018.pdf](https://www.schroders.com/en/sysglobalassets/schroders_institutional_investor_study_sustainability_report_2018.pdf)

- Enquête particuliers [2019]

[https://www.schroders.com/fr/sysglobalassets/global-shared-blocks/gis-2019/theme-2-infographic/local-static-infographics/sgis\\_t2\\_esg\\_fr\\_rapport\\_complet.pdf](https://www.schroders.com/fr/sysglobalassets/global-shared-blocks/gis-2019/theme-2-infographic/local-static-infographics/sgis_t2_esg_fr_rapport_complet.pdf)