

L'obligation verte: une obligation comme les autres

Ivar Ekeland - CEREMADE - Université de Dauphine

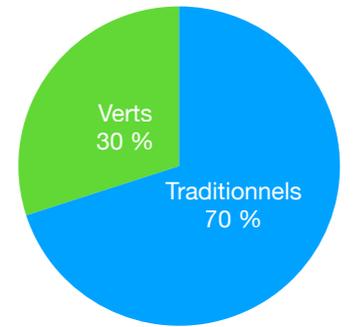
Julien Lefournier

Workshop AFD - Chaire E&P - 08/07/2020

Comment financer un projet vert?

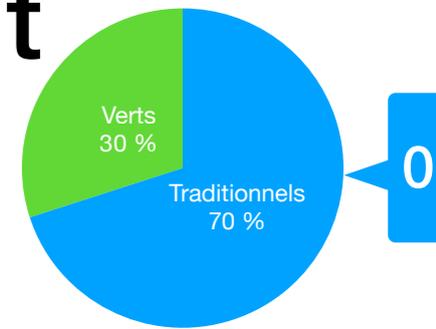
- Internaliser une externalité négative, c'est payer un coût (comme les coûts de pollution d'une usine). « No free lunch » - cf. commerce équitable.
- Exemple d'un projet vert qui ne diffère d'un projet brun que par l'adjonction d'une technologie (coûteuse) de capture du carbone.
- Obligation verte: ajustement par le coût du financement, transféré aux prêteurs obligataires? On s'attendrait à ce que l'obligation verte coûte moins cher à l'émetteur qu'une obligation classique (i.e. définie comme non-verte), c'est-à-dire qu'elle offre un taux « vert » inférieur au coût habituel du financement obligataire de l'émetteur, ce qui constituerait une incitation financière pour l'émetteur de ce titre à entreprendre le projet vert que cette obligation finance.
- Obligation verte => taux « vert »? « Greenium »?

Comment on détermine le prix d'une obligation



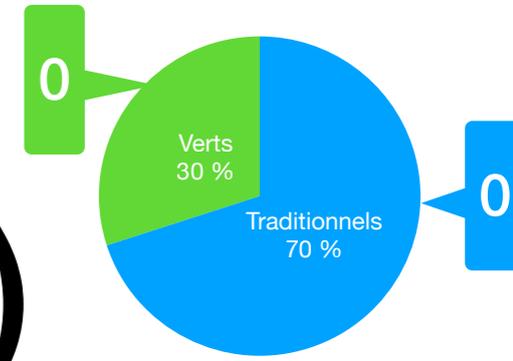
- Un seul marché primaire obligataire: une nouvelle **obligation verte** (le paquet d'obligations) est donc vendu à un **prix unique** à l'ensemble des participants à l'offre primaire, y compris donc des investisseurs obligataires traditionnels.
- 2019: Fonds dédiés aux OV (6Md€) < émissions d'OV (250Md€) < émissions (>6500Mds€)
- Le prix d'une obligation ne dépend que du taux d'intérêt et du risque: $P(i,s) = \sum_t C/(1+i+s)^t + 100/(1+i+s)^N$ (de $t=1$ à $t=N$), où $C\%$ est le taux de coupon fixe (l'intérêt) payé par l'entreprise ($C\%$), la série se termine à la maturité N , la date d'échéance de l'obligation, « i » est un taux d'intérêt « sans risque » (références parfaitement observables) et « s » la prime de risque associée à l'actif.
- Le risque est le risque de l'émetteur, et non du projet que l'obligation est censée financer: c'est la clause "pari passu". Le « s » ne dépend que de l'émetteur (sa capacité de remboursement), pas de l'utilisation des fonds.

Les investisseurs traditionnels ne peuvent donner aucune valeur pécuniaire au caractère « vert » de l'obligation verte



- **Obligation verte:** « la seule différence notable par rapport aux obligations classiques tient dans les engagements pris par l'émetteur sur l'usage des fonds », selon l'AMF. Mais la valeur juridique de cet engagement est nulle. L'obligation verte n'offre contractuellement aucun droit supplémentaire à l'acheteur de l'obligation verte. **Ni financier** (rien qui puisse modifier le profil financier). **Ni d'aucune sorte en fait.**
- Les acheteurs de l'obligation verte sont strictement « pari passu » avec les détenteurs d'obligations classiques émises par le MÊME emprunteur. C'est-à-dire qu'ils ont exactement les mêmes droits (ils sont notamment solidaires en cas de défaut).
- Comparaison obligation verte vs. obligation classique, d'un même émetteur (OAT verte vs. OAT classique) et de mêmes exactes autres caractéristiques financières (même maturité, même coupon, même format juridique): les échéanciers de flux financiers sont strictement identiques, et tous les paramètres qui déterminent le taux d'actualisation également (le « s » et le « i » sont les mêmes). Donc $P_{\text{Vert}}(i,s) = P_{\text{Classique}}(i,s)$
- Pour un investisseur traditionnel, pour un émetteur donné, donc pour un risque crédit donné, une obligation verte sera valorisée exactement comme une obligation classique de mêmes autres caractéristiques financières (même risque, même rendement). **Prime verte = 0.**

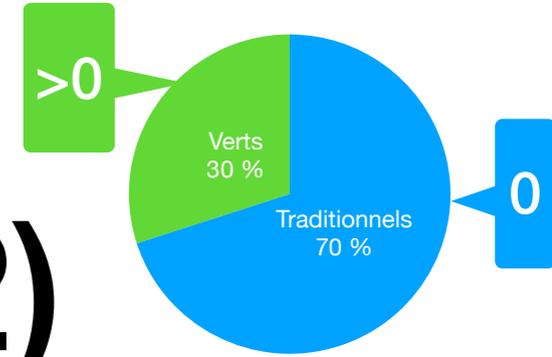
Le rôle d'une demande additionnelle « verte » (1)



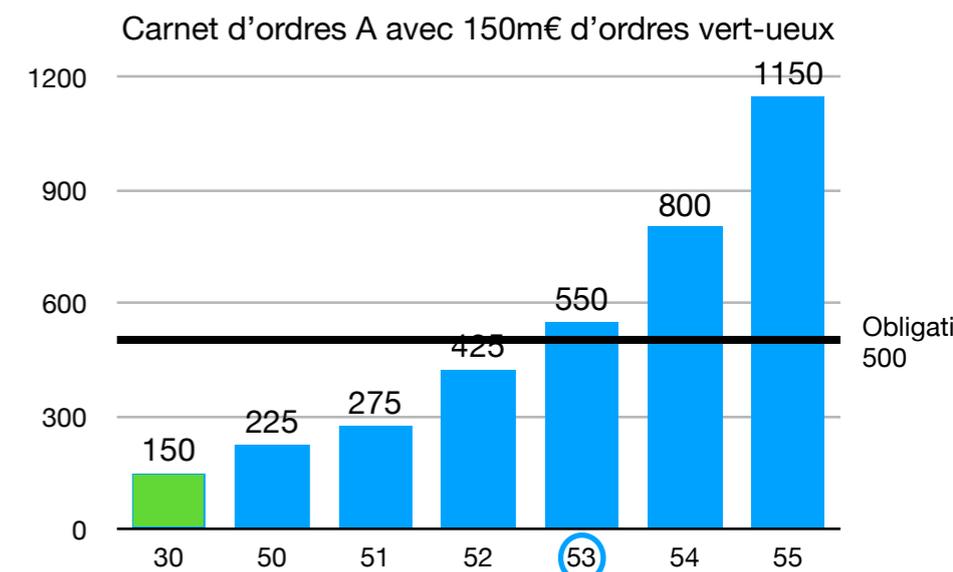
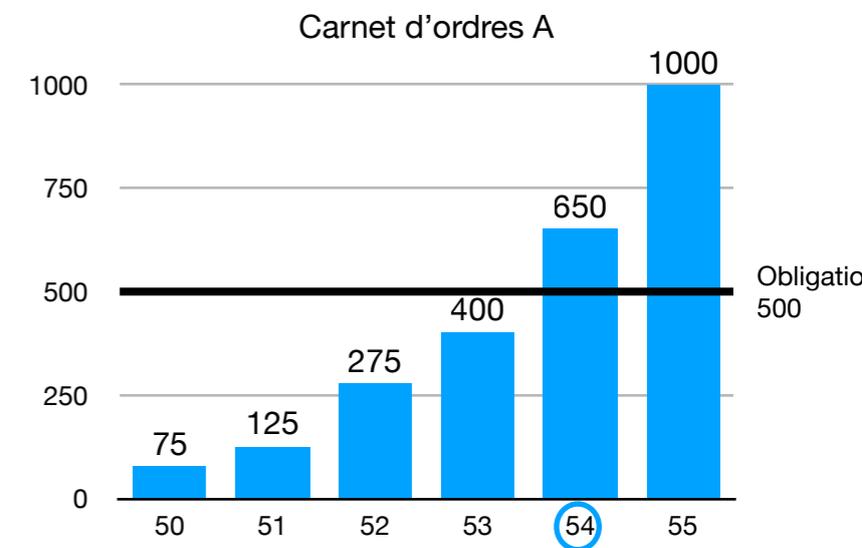
PGGM, le deuxième plus gros fond de pension néerlandais in RSF (juin 2019)

- Narratif pro domo: la prime verte (qui n'existe pas dans les faits) passe donc par l'hypothèse d'une souscription « verte » additionnelle, celle d'investisseurs « verts », qui conduirait un à déplacement favorable du point d'équilibre offre-demande.
 - **Faille n°1:** la demande additionnelle doit s'exprimer à un niveau de prix supérieur pour qu'elle joue un rôle particulier. Une demande additionnelle « verte » à la valeur reconnue par les investisseurs traditionnels ne changera évidemment pas le prix de l'émission obligataire (simple réduction des allocations).
 - Le piège de la **responsabilité fiduciaire** résulte en une préférence pour la soutenabilité subordonnée de fait à la performance financière - une préférence vidée de toute substance.
 - En particulier, les investisseurs « verts » valorisent les obligations vertes comme les investisseurs traditionnels - pas de contrepartie tangible pour justifier autre chose).
- 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.

Le rôle d'une demande additionnelle « verte » (2)



- Hypothèse: des investisseurs qu'on appellera « vert-ueux » sortent du paradigme classique et seraient prêts, sans contrepartie tangible pour eux-mêmes, à payer une prime pour la promesse verte qui leur est faite. Pour un bénéfice moral par exemple. Hypothèse extrêmement forte, voire absurde (compte tenu du principe de responsabilité fiduciaire, alors que cela constituerait une véritable subvention, via la baisse de la charge d'intérêts, à tous les autres détenteurs du capital de l'emprunteur).
- **Faille n°2:** dans le processus de construction du « pricing » primaire, c'est le **dernier ordre collecté**, celui qui permet de compléter le placement à la taille recherchée, qui détermine le prix de l'émission.
- Cet ordre étant celui d'un investisseur traditionnel, un pur acheteur de crédit, le prix final s'établit toujours dans le paradigme risque-rendement classique. **Prime verte ~ 0.**



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. Preuve d'impossibilité: dès que participent à l'achat d'une obligation verte des investisseurs traditionnels, la prime verte ne peut valoir que zéro.
- Remarque: 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 débat sur la taxonomie (définir ce qu'est un actif vert) ne dit rien en lui-même sur l'utilité de l'obligation verte.
- Aucune « additionnalité » (consensuel)
- 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 diminution du coût de financement qui modifierait les comportements des émetteurs (entreprises ou Etats)
- Il s'agit d'un « verdissement » ex-post: une obligation verte n'a aucun impact possible sur le « verdissement » des projets. Le projet lui-même est vert ou il ne l'est pas. Ce n'est pas l'obligation qui peut rendre le projet vert, c'est le projet vert qui peut (dans les bons cas) rendre l'obligation verte. Le fameux « fléchage », mis en place (parce que le concept va contre la nature structurelle de l'obligataire), fonctionne en réalité à l'envers. Il n'y a pas de lien de causalité de l'obligation verte au projet vert, tant que son coût est le même que celui de n'importe quelle obligation pour l'émetteur (voire un peu plus cher compte tenu des frais de l'emballage « vert »).
- 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, et, seulement trois solutions: dégrader la rentabilité du « brun » (par exemple via une taxe carbone significative, un durcissement des normes d'émission, une interdiction à terme, etc.), 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 tel puisque le risque-rendement est inchangé. Les obligations vertes ne constituent pas une nouvelle classe d'actifs qui pourrait favoriser la transition.