



 **Guillaume Checric**
Analyste ESG
obligations
durables
OFI INVEST AM

GREEN BONDS

Green Bonds : au-delà de l'étiquette verte, comment analyser ce que l'on finance réellement ?

Énergies renouvelables, réseaux électriques, bâtiments à haute performance énergétique, transports propres, gestion durable de l'eau... Les besoins de financement liés à la transition environnementale sont considérables⁽¹⁾. Les obligations vertes (ou « Green Bonds ») permettent d'orienter les capitaux levés vers des projets contribuant à des objectifs environnementaux. Mais derrière l'appellation « verte », les projets réellement financés, les critères et seuils retenus et le niveau de transparence peuvent varier. Comment apprécier la contribution environnementale d'un Green Bond ? Quels éléments analyser avant d'investir ? Explications de Guillaume Checric, analyste ESG en charge des obligations durables chez Ofi Invest Asset Management.

À RETENIR

- Un Green Bond est une obligation dont les fonds sont intégralement fléchés vers des projets contribuant à des objectifs environnementaux.
- Son analyse porte à la fois sur l'émetteur et sur l'émission elle-même, notamment sur les projets financés.
- Les Green Bond Principles de l'International Capital Market Association (ICMA) constituent le principal référentiel de marché, tandis que le standard européen des obligations vertes apporte désormais un cadre réglementaire aux émissions qui adoptent cette appellation.
- La disponibilité des données, la transparence des émetteurs et les délais parfois très courts pour analyser une nouvelle émission restent des enjeux importants pour les investisseurs.

QU'EST-CE QUI DISTINGUE UNE OBLIGATION VERTE D'UNE OBLIGATION CLASSIQUE ?

La particularité d'un Green Bond tient à l'utilisation des fonds levés. Contrairement à une obligation classique, les sommes collectées sont fléchées vers des projets contribuant spécifiquement à des objectifs environnementaux.

Les Green Bonds appartiennent plus largement à la famille des obligations durables, aux côtés des Social bonds⁽²⁾, qui financent des projets à vocation sociale et des Sustainability Bonds⁽³⁾ qui combinent projets environnementaux et sociaux.

AU-DELÀ DE L'APPELLATION « VERTE »

Qualifier une obligation de « verte » ne suffit pas à garantir la qualité environnementale des projets financés. En effet, il s'agit d'abord d'un marché auto-déclaré (par l'émetteur). Celui-ci s'est historiquement développé autour d'initiatives volontaires, parmi lesquelles les Green Bond Principles de l'International Capital Market Association (ICMA) constituent aujourd'hui le principal référentiel.

Ces principes s'articulent autour de quatre piliers sur lesquels l'émetteur doit s'engager et être transparent : l'utilisation des fonds levés (quels projets pourront être financés et à quelles conditions ?), le processus de sélection et d'évaluation des projets, la gestion des fonds et le reporting. Ils définissent un cadre permettant aux émetteurs de structurer leurs émissions et aux investisseurs d'en apprécier les caractéristiques.

Avant l'émission, l'émetteur publie généralement un Green Bond Framework⁽⁴⁾, qui présente notamment les catégories de projets susceptibles d'être financées et les critères retenus pour les sélectionner. Ce document fait ensuite l'objet d'une revue par un tiers externe spécialiste de la durabilité, à travers ce qu'on appelle communément une Second Party Opinion (SPO⁽⁵⁾). Celle-ci permet d'apprécier l'alignement du Framework avec les standards de marché dont les Green Bond Principles, mais aussi de plus en plus la taxonomie européenne pour le marché européen.

Après l'émission, le suivi se poursuit. L'émetteur publie un reporting d'allocation, destiné à décrire l'utilisation effective des fonds et idéalement un reporting d'impact. Dans ce dernier, l'émetteur communique des indicateurs sur les produits de ces financements (par exemple la quantité d'électricité issue de sources renouvelables générée sur l'année grâce aux fonds) et les bénéfices environnementaux associés (par exemple la quantité d'émissions de CO₂ évitée grâce à cette production électrique).

Une vérification à posteriori par un auditeur de la gestion des fonds et du reporting constitue une bonne pratique largement adoptée en Europe, quoi que facultative (sauf dans le cadre d'un European Green Bond, EuGB⁽⁶⁾).

Cette transparence constitue l'une des particularités du Green Bond : l'investisseur dispose ainsi d'informations crédibles sur la destination des fonds, puis sur leur utilisation et les impacts associés.

DEUX NIVEAUX D'ANALYSE : L'ÉMETTEUR ET L'INSTRUMENT

L'analyse d'un Green Bond ne peut toutefois pas se limiter à la documentation fournie lors de son émission. Elle repose sur deux niveaux complémentaires : l'émetteur et l'instrument.

Le premier consiste à analyser l'émetteur au regard des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), mais également des éventuelles controverses auxquelles il ferait face. Une obligation verte émise par une entreprise ne peut ainsi être appréciée indépendamment des pratiques de cette dernière et ce, pour réduire notamment les risques de greenwashing⁽⁷⁾. Il est en effet attendu d'une émission verte qu'elle s'inscrive de manière cohérente dans une stratégie de durabilité plus globale de l'émetteur.

Le second niveau porte sur le Green Bond lui-même. Chez Ofi Invest Asset Management, l'analyse vise notamment à étudier les projets qui seront financés, notamment s'ils répondent à des critères environnementaux issus des principales classifications d'activités vertes reconnues et si certaines activités doivent au contraire être écartées.

⁽²⁾ Obligations sociales.

⁽³⁾ Obligations durables.

⁽⁴⁾ Un framework est un document de référence qui décrit les règles, principes et méthodes qu'une organisation s'engage à suivre.

⁽⁵⁾ Une Second Party Opinion (SPO) désigne un avis indépendant émis par un organisme externe spécialisé.

⁽⁶⁾ Un European Green Bond est l'équivalent d'un label européen de qualité pour les obligations vertes. Le label EuGB a été créé par le Règlement (UE) 2023/2631 afin d'apporter davantage de transparence.

⁽⁷⁾ Le greenwashing est une pratique de communication consistant à donner une image faussement écologique ou exagérément verte.

Cette étape est essentielle car derrière une même catégorie de projets peuvent se cacher des réalités très différentes. L'hydrogène, par exemple, peut contribuer à la décarbonation d'un processus industriel lorsqu'il est produit par électrolyse à partir d'électricité renouvelable, mais son intérêt environnemental diffère lorsqu'il est issu de sources fossiles. De même, certaines activités liées à la bioénergie ou au traitement des déchets par exemple nécessitent une analyse plus fine de leurs caractéristiques (dans le cas d'un site d'incinération : permet-il à minima une récupération suffisante d'énergie ?).

L'évaluation peut ainsi s'appuyer sur plusieurs cadres et référentiels définissant le périmètre des activités considérées « verte », parmi lesquels les Green Bond Principles de l'ICMA, mais aussi et surtout la taxonomie européenne⁽⁸⁾ ou encore les critères du label Greenfin⁽⁹⁾.

VERS UN ENCADREMENT RENFORCÉ

Le développement du marché s'accompagne progressivement d'un renforcement de son encadrement. Aux Green Bond Principles, qui reposent sur une démarche volontaire, s'ajoute désormais le **standard européen des obligations vertes**.

Applicable depuis 2025, ce cadre permet aux émetteurs qui respectent ses exigences d'utiliser l'appellation **European Green Bond**. Il impose notamment un alignement total des projets financés avec la taxonomie européenne ainsi que des exigences renforcées en matière de transparence et de vérification externe. Le fournisseur de revue externe est d'ailleurs lui-même supervisé par l'ESMA et pourrait subir des sanctions en cas de non-respect du Règlement EUGB⁽¹⁰⁾ ; c'est aussi en cela que réside l'apport majeur du format.

L'objectif est notamment de renforcer la crédibilité des émissions vertes et par conséquent la confiance des investisseurs. Les deux approches continuent toutefois de coexister : un émetteur, même européen, peut choisir de se conformer aux Green Bond Principles sans recourir au standard européen.

L'ANALYSE À L'ÉPREUVE DU TERRAIN

La disponibilité de l'information constitue un enjeu majeur. Par exemple, les fournisseurs de données externes peuvent ne pas encore avoir analysé une émission récente (c'est le cas de toutes les émissions primaires). De même, un certain nombre d'informations pertinentes pour la prise de décision d'investissement peuvent être manquantes des documents de référence (Frameworks) des émetteurs. Il peut s'agir de critères d'éligibilité flous ou trop larges ou d'une absence d'explications quant à la contribution environnementale positive d'un projet ou son impact positif escompté. Par exemple, mentionner le financement de projets hydroélectriques sans seuils ou critères (indication de taille/capacité ou d'empreinte carbone de l'actif) ne permet pas une évaluation optimale du projet.

Parmi les informations qui peuvent manquer à l'appel, l'alignement des projets à la taxonomie européenne est l'une des plus pertinentes.

Malgré la prise en compte croissante de la taxonomie européenne dans les Frameworks depuis 2024, les émetteurs se limitent encore majoritairement à une cartographie de leurs catégories de projets aux activités de la taxonomie (pour en déterminer l'éligibilité). Parfois, ils vont un peu plus loin avec une adoption des critères techniques de la contribution substantielle, c'est le cas de 29 % des catégories de projets selon Sustainable Fitch⁽¹¹⁾. Néanmoins, la transparence sur les principes de « Do No Significant Harm » (DNSH⁽¹²⁾) et de « Minimum Social Safeguards » (MSS⁽¹³⁾) reste rare et empêche donc de confirmer un alignement complet à la taxonomie européenne des projets (seules 11 % des catégories de projets affichent un alignement complet).

De même, certains fournisseurs de Second Party Opinions incluent désormais une analyse d'alignement taxonomique des projets dans leur évaluation, mais cela n'est pas systématique.

La simplification prochaine du DNSH prévue par les institutions européennes devrait inciter davantage les émetteurs à aligner leurs projets à la taxonomie européenne, en espérant que cela n'affaiblisse pas trop leurs engagements en matière de durabilité.

⁽⁸⁾ *Taxonomie verte : mode d'emploi ! - Représentation en France*

⁽⁹⁾ *Label français relevant du Ministère de la Transition Ecologique et garantissant la qualité verte des fonds d'investissement.*

⁽¹⁰⁾ Le Règlement EuGB (European Green Bond Regulation ou règlement sur les obligations vertes européennes) est le Règlement (UE) 2023/2631 adopté le 22 novembre 2023 par l'Union européenne. Il crée un cadre réglementaire commun pour les émetteurs qui souhaitent utiliser le label « European Green Bond » (EuGB).

⁽¹¹⁾ Sur une base de 10 600 catégories de projets issues de plus de 3 000 Green Bonds dont la souche est supérieure à 250 millions d'euros à début septembre 2026.

⁽¹²⁾ Le principe DNSH signifie qu'une activité économique qui contribue à un objectif environnemental ne doit pas nuire de manière significative aux autres objectifs environnementaux de l'Union européenne.

⁽¹³⁾ Le principe MSS exige que les entreprises respectent un socle minimal de normes sociales et de droits humains lorsqu'elles exercent leurs activités.

Ces exemples mettent en exergue l'écart entre les Frameworks des émetteurs et les attentes des investisseurs, eux-mêmes soumis à des contraintes réglementaires (SFDR⁽¹⁴⁾, PAB-ESMA⁽¹⁵⁾) et exigences de labels (ISR, Greenfin), toutes deux nécessitant des données spécifiques.

En outre, les investisseurs souhaitent mesurer l'impact positif réel de leurs investissements. L'absence de standard pour le calcul de certains indicateurs d'impact (les estimations d'émissions de CO₂ évitées en tête) rend moins évident l'agrégation de ceux-ci à un niveau portefeuille par les investisseurs. Là encore, le rôle des fournisseurs de données peut s'avérer primordial pour combler l'écart.

Enfin, les différents référentiels et classifications d'activités vertes ne fournissent pas toujours une réponse binaire. Certaines activités nécessitent une appréciation plus qualitative et une interprétation des critères applicables. Le travail de l'analyste conserve donc une place importante pour confronter les informations disponibles et apprécier la réalité des projets financés, notamment en questionnant l'émetteur sur des pans précis de son framework ou de son reporting.

UN OUTIL AU SERVICE DU FINANCEMENT DE LA TRANSITION

Face aux besoins colossaux de financement liés à la transition environnementale, les Green Bonds constituent un outil permettant de mobiliser des capitaux vers des projets identifiés.

L'expertise d'Ofi Invest Asset Management en la matière répond également aux attentes d'investisseurs souhaitant intégrer des obligations vertes dans leurs portefeuilles pour contribuer à leur décarbonation. Chez Ofi Invest Asset Management, l'analyse des Green Bonds contribue ainsi plus largement à la stratégie ESG et de transition de la société de gestion et nourrit les discussions avec ses partenaires fournisseurs de données, brokers et émetteurs autour de sujets clés de la nécessaire transition écologique.

⁽¹⁴⁾ Le SFDR est le règlement européen (UE) 2019/2088 relatif à la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

⁽¹⁵⁾ PAB-ESMA : application des exclusions du Paris-Aligned Benchmark (indice financier européen conçu pour être aligné sur les objectifs de l'Accord de Paris et sur une trajectoire de réchauffement limitée à 1,5°C) dans les fonds souhaitant utiliser certaines dénominations ESG ou durables.

INFORMATION IMPORTANTE

Cette communication publicitaire est établie par Ofi Invest Asset Management, société de gestion de portefeuille (APE 6630Z) de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous l'agrément n° GP92012 - n° TVA intracommunautaire FR51384940342, Société Anonyme à Conseil d'Administration au capital de 71 957 490 euros, dont le siège social est situé au 127-129, quai du Président Roosevelt 92130 Issy-les-Moulineaux, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 384 940 342. Cette communication publicitaire contient des éléments d'information et des données chiffrées qu'Ofi Invest Asset Management considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information publiques, leur exactitude ne saurait être garantie. Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Ofi Invest Asset Management, faites au moment de la rédaction du document qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées. Cette communication publicitaire ne donne aucune assurance de l'adéquation des produits ou services présentés et gérés par Ofi Invest Asset Management à la situation financière, au profil de risque, à l'expérience ou aux objectifs de l'investisseur et ne constitue pas une recommandation, un conseil ou une offre d'acheter les produits financiers mentionnés. Ofi Invest Asset Management décline toute responsabilité quant à d'éventuels dommages ou pertes résultant de l'utilisation en tout ou partie des éléments y figurant. Avant d'investir dans un OPC, il est fortement conseillé à tout investisseur, de procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations fournies dans cette communication publicitaire, à l'analyse de sa situation personnelle ainsi qu'à l'analyse des avantages et des risques afin de déterminer le montant qu'il est raisonnable d'investir. Photos : Shutterstock.com/Ofi Invest. FA26/0918/M