

3

Obligations durables : État du marché et considérations intéressant l'action publique

Fin 2023, l'encours des obligations durables émises par les entreprises et dans le secteur public atteignait respectivement 2 300 milliards USD et 2 000 milliards USD. Dans les deux cas, les obligations vertes dominent. En revanche, les obligations liées à la durabilité pèsent moins lourd dans le secteur public, où le montant des émissions s'est limité à 9 milliards USD en 2023. Par ailleurs, les obligations durables constituent une source de financement de faible importance pour les administrations centrales : elles ont seulement représenté 0,4 % des obligations souveraines émises en 2023.

Il n'est pas établi de manière statistiquement significative que les sociétés qui émettent des obligations durables perçoivent systématiquement une prime à ce titre. C'est le signe qu'il faudrait peut-être faire évoluer les pratiques de marché et la réglementation pour pouvoir concrétiser le potentiel des obligations durables. À titre d'exemple, on constate que les contrats autorisent généralement les émetteurs d'obligations durables à affecter le produit au refinancement des projets existants et non à de nouveaux investissements. Dans le même temps, la part des obligations durables vérifiées par des évaluateurs indépendants est passée de moins de la moitié en 2019 à près des trois quarts en 2023.

3.1. Introduction

L'objet de ce chapitre est d'exposer les grandes caractéristiques et tendances des marchés des obligations durables. Les obligations durables sont définies dans la présente introduction, et les conclusions principales du chapitre résumées dans l'encadré qui suit. La deuxième section traite des tendances observées en matière d'émission d'obligations durables, de la valeur de l'encours, de la base des investisseurs concernés, des actifs gérés par les fonds de placement durable et de l'utilisation des normes et taxonomies. La troisième section porte sur les problématiques qui intéressent au premier chef les responsables de l'action publique, à savoir : les motivations principales des plus gros souscripteurs d'obligations durables ; la question de l'existence éventuelle d'une prime ; ainsi que le développement et la liquidité des marchés des obligations durables. La dernière section aborde différentes questions de fond sur la base des données et analyses présentées dans les sections précédentes.

Les obligations durables se classent en deux grandes catégories (ICMA, 2022^[1]). Les obligations avec engagement d'affectation du produit sont des obligations dont le produit doit servir à financer ou refinancer, en totalité ou en partie, des projets éligibles, nouveaux ou existants, à vocation verte, sociale ou durable. Lorsqu'elles sont émises par des établissements financiers, les fonds sont généralement investis dans le financement ou le refinancement des prêts octroyés au développement de projets éligibles. Les « obligations liées à la durabilité » sont des obligations dont les coûts de financement de l'émission ou d'autres caractéristiques (par exemple, l'échéance) varient selon que leur émetteur atteint ou non des objectifs de performance précis en matière de durabilité, dans un laps de temps donné, mais dont le produit n'est pas nécessairement investi dans des projets censés avoir des effets favorables dans le domaine environnemental ou social.

Les « obligations avec engagement d'affectation du produit » regroupent les obligations vertes, sociales et durables (obligations GSS). Comme leur nom l'indique, le produit des *obligations vertes* doit servir à financer des projets censés avoir des effets bénéfiques pour l'environnement, par exemple des projets concernant les énergies renouvelables, les transports propres, la préservation de la biodiversité et la gestion des eaux usées (ICMA, 2021^[2]). Selon cette classification, les « obligations bleues » et les « obligations climatiques » sont des obligations vertes dans la mesure où elles touchent à des questions environnementales, respectivement liées aux mers et océans et au changement climatique. Les fonds levés par l'émission d'*obligations sociales* doivent être investis dans des projets dont l'objet est de régler ou d'atténuer un problème social particulier ou bien d'atteindre des résultats sociaux positifs (par exemple, accessibilité financière des logements, sécurité alimentaire et émancipation des minorités (ICMA, 2023^[3])). Les *obligations durables* sont des obligations dont le produit doit servir à financer un ensemble de projets verts et sociaux éligibles.

Les sections suivantes de ce chapitre sont consacrées à l'analyse des principales caractéristiques des deux catégories d'obligations durables, et de leurs conséquences sur les entreprises, les investisseurs et les entités constitutives du secteur officiel (ces dernières réunissent les administrations centrales et locales, leurs organismes et les institutions multilatérales). D'emblée, il convient de préciser une caractéristique fondamentale des obligations durables : si les droits et risques qui en découlent pour les porteurs sont les mêmes que pour toute autre obligation classique, elles s'accompagnent en revanche d'une prise d'engagement de la part de l'émetteur. Ainsi, dans le cas des obligations GSS, l'émetteur s'engage généralement à monter des projets durables éligibles ou à prévoir d'investir dans de tels projets, pour une valeur égale ou supérieure à celle de son encours obligataire. Dans le cas des obligations liées à la durabilité, il s'engage à atteindre des objectifs de performance en matière de durabilité, comme réduire ses émissions de gaz à effet de serre (GES). Quel est le poids de ces engagements dans les décisions de placement des entreprises et du secteur public ? Les investisseurs accordent-ils une importance à ces engagements ? Ce sont deux questions qui occupent une place centrale dans ce chapitre.

Principales conclusions

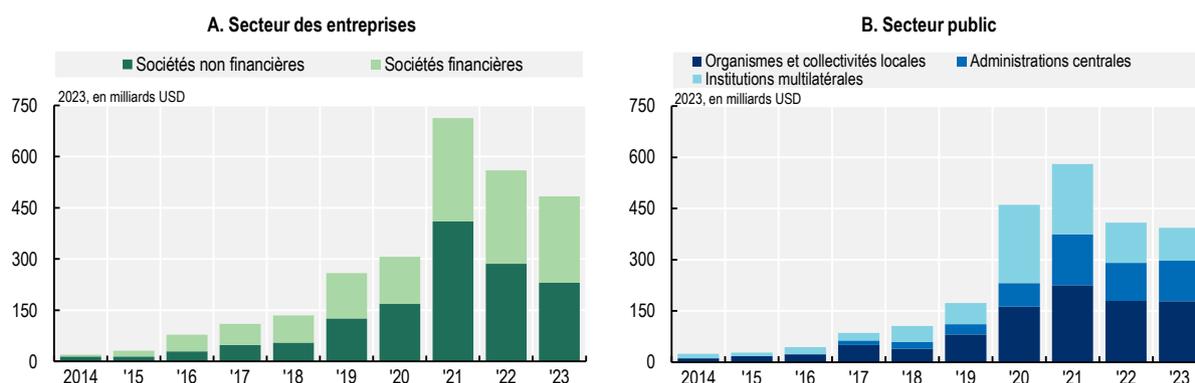
- **Fin 2023, l'encours des obligations durables émises par les entreprises et dans le secteur public atteignait respectivement 2 300 milliards USD et 2 000 milliards USD.** Au total, le montant émis dans ces deux secteurs a été multiplié par six et sept entre 2014-18 et 2019-23.
- **Les obligations durables émises par des entreprises cette année-là ont été principalement constituées d'obligations vertes, dans une proportion de 74 % et, en deuxième lieu, d'obligations liées à la durabilité (10 %).** Les obligations durables (230 milliards USD) ont représenté 12 % de l'émission obligataire totale des sociétés non financières, contre 8 % (253 milliards USD) pour les sociétés financières.
- **Le secteur public a lui aussi émis un volume non négligeable d'obligations durables (394 milliards USD en 2023), mais à deux différences près et non des moindres,** par rapport au secteur des entreprises. La première est que les obligations liées à la durabilité y occupent une place nettement moins importante que les obligations GSS, avec seulement 9 milliards USD en 2023. La deuxième est que les obligations durables restent une source de financement limitée pour les administrations centrales : elles n'ont représenté que 0.4 % du total des obligations souveraines émises en 2023.
- **Au total, 93 % des obligations durables émises en 2023 l'ont été suivant les normes élaborées par l'International Capital Market Association (ICMA).** En général, les émetteurs se rapportent aux taxonomies d'activités durables établies par des tiers ou à leur propre classification de projets éligibles. Les taxonomies les plus employées en 2023 sont celles de la Climate Bonds Initiative (66 %) et de l'Union européenne (14 %), suivie de la taxonomie utilisée par la banque centrale et l'autorité des marchés financiers de la République populaire de Chine (12 %).
- **Il n'est pas établi de manière statistiquement significative que les sociétés qui émettent des obligations durables perçoivent systématiquement une prime à ce titre.** D'après un petit échantillon d'obligations appariées, cela semble également valoir pour le secteur public.
- **La part des obligations durables vérifiées par des évaluateurs indépendants est passée de moins de la moitié en 2019 aux trois quarts en 2023.** Ces prestataires de services vérifient que le contrat obligataire est conforme à une norme spécifique régissant les obligations durables.
- **Deux tiers des prospectus relatifs à des obligations GSS indiquent qu'il est autorisé d'affecter le produit de ces obligations au refinancement de projets éligibles existants,** et aucun prospectus de l'échantillon n'interdit explicitement cet usage. Aucun ne mentionne non plus l'application d'une pénalité contractuelle dans le cas où l'émetteur n'utiliserait pas l'intégralité du produit pour financer ou refinancer des projets éligibles.
- **Peu d'éléments indiquent que les émissions d'obligations souveraines vertes favorisent le développement du marché des obligations vertes d'entreprise.** Cela dit, les émetteurs souverains peuvent avoir d'autres raisons de se tourner vers les obligations durables, comme celle de diversifier leur base d'investisseurs.

3.2. Tendances

3.2.1. Volumes d'émission et d'encours

Ces cinq dernières années, les obligations durables ont fortement progressé comme source de financement par le marché, tant pour les entreprises que pour le secteur public. Ainsi, entre les périodes 2014-18 et 2019-23, le volume des émissions de ces obligations a été multiplié par six dans le cas des entreprises, et par sept dans celui du secteur public. Par ailleurs, en 2021, le volume des émissions d'obligations durables d'entreprise a atteint le niveau exceptionnel de 713 milliards USD ; dont 57 % dans le secteur des sociétés non financières (Graphique 3.1, partie A). Le secteur public a lui aussi battu un record en émettant pour 461 milliards USD et 580 milliards USD d'obligations durables en 2020 et 2021, respectivement (Graphique 3.1, partie B). En 2020, le volume des emprunts obligataires durables émis par des institutions multilatérales s'est élevé à près de 230 milliards USD. En 2023, les entreprises ont émis 32 % d'obligations durables de moins qu'en 2021. On observe une baisse similaire dans le secteur public (se reporter au Graphique 3.8 et au Graphique 3.12 pour comparer la part des obligations durables dans le total des émissions obligataires)¹.

Graphique 3.1. Volume global des émissions d'obligations durables, par type d'émetteur

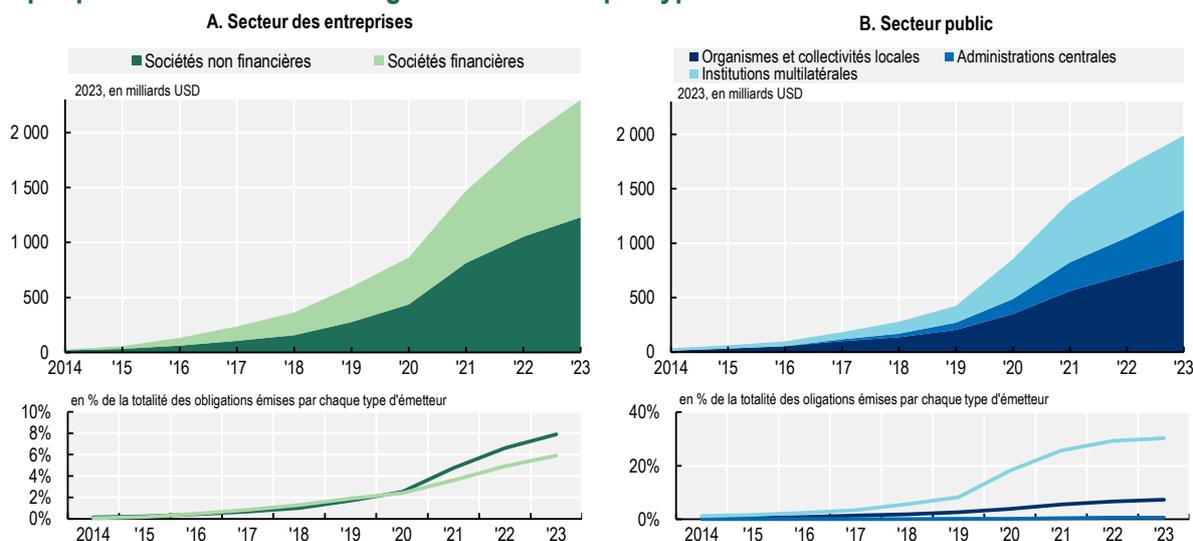


Note : dans la partie B, « organismes et collectivités locales » désigne les organismes publics nationaux (par exemple, l'établissement allemand de crédit pour la reconstruction KfW), les collectivités locales (par exemple, la préfecture de Shiga) et les banques nationales de développement (par exemple, la Banque brésilienne de développement). Les institutions multilatérales sont les organisations constituées par au moins trois pays ou territoires (par exemple, la Société financière internationale) et l'Union européenne.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

En 2023, l'encours total des obligations durables émises par les entreprises a atteint 2 300 milliards USD, contre 1 990 milliards USD dans le secteur public. Ce chiffre est de 1 230 milliards pour les sociétés non financières, ce qui représente 8 % de l'encours obligataire total de ces entreprises ; et de 1 068 milliards USD (6 % de l'encours obligataire total) dans le cas des sociétés financières (Graphique 3.2, partie A). Toujours en 2023, le stock des obligations durables des organismes et collectivités locales s'est chiffré à 853 milliards USD, celui des institutions multilatérales à 686 milliards USD et celui des administrations centrales, en forte baisse, à 450 milliards USD.

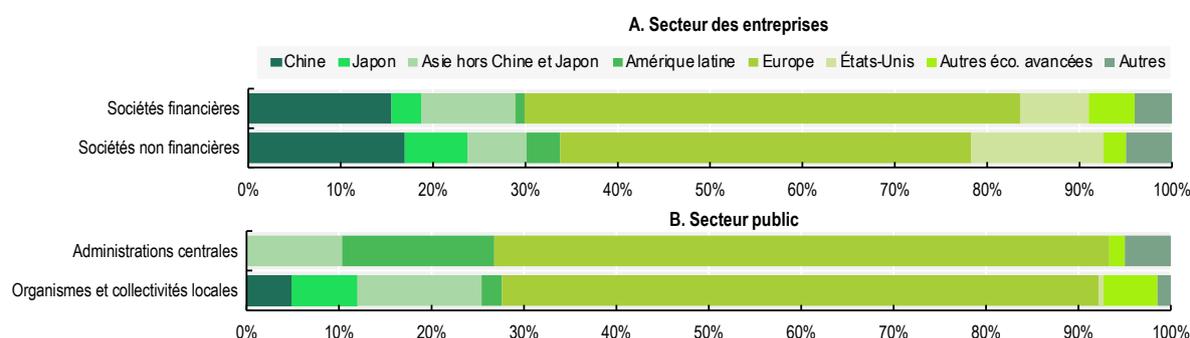
Graphique 3.2. Encours des obligations durables par type d'émetteur



Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

L'Europe est la région la plus active sur le marché des obligations durables, tant dans le secteur des entreprises que dans le secteur public. De 2014 à 2023, ce sont 45 % des obligations durables émises par des sociétés non financières qui ont été achetées par des entreprises européennes. Viennent ensuite la République populaire de Chine (Chine) et les États-Unis, avec respectivement 17 % et 14 % (Graphique 3.3, partie A). De même, les émissions d'obligations durables de société financière ont été les plus nombreuses en Europe (54 %), en Chine (15 %), en Asie hors Chine et Japon (10 %) et aux États-Unis (7 %). C'est en Europe encore que les banques centrales ont émis le plus d'obligations durables : 67 % du total mondial entre 2014 et 2023, l'Amérique latine arrivant en deuxième position avec 16 % du total. Enfin, l'Europe est la région qui a connu la plus forte activité d'émission d'obligations durables de la part d'organismes et de collectivités locales (65 % du total), suivie de l'Asie hors Chine et Japon (13 %) (Graphique 3.3, partie B).

Graphique 3.3. Volume global des émissions d'obligations durables, par région, 2014-23

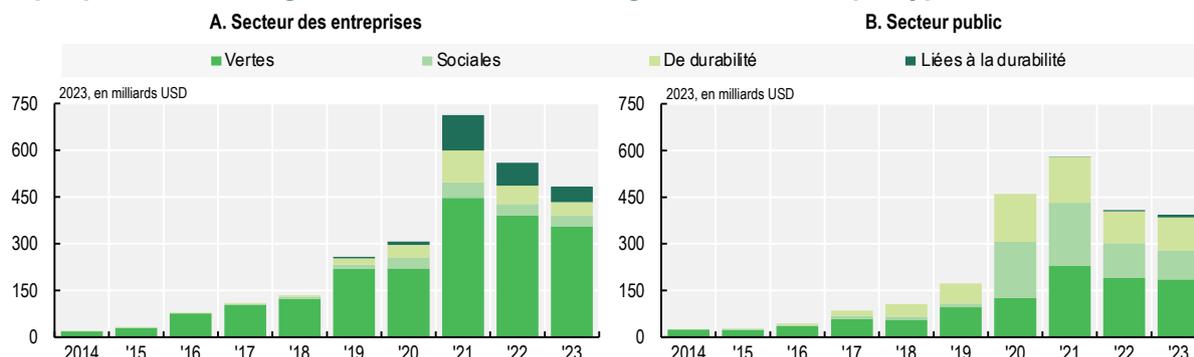


Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

Avant 2020, les obligations vertes constituaient l'essentiel des obligations durables émises par des entreprises : 92 % du volume annuel d'émission (Graphique 3.4, partie A). En 2020, la part des obligations sociales et de durabilité dans les obligations durables d'entreprise a dépassé les 10 %, pour chacune de ces catégories. En 2022 et 2023, les obligations liées à la durabilité, les obligations de durabilité et les obligations sociales ont représenté en moyenne 12 %, 10 % et 7 % respectivement du volume total des émissions d'obligations durables d'entreprise.

L'émission d'obligations vertes est une pratique moins courante dans le secteur public : ces trois dernières années, ces obligations ont représenté en moyenne 45 % de ses émissions obligataires. Sur cette même période, les administrations et les institutions multilatérales ont privilégié les obligations sociales (29 %) et les obligations de durabilité (26 %) (Graphique 3.4, partie B). C'est en 2022 que des obligations liées à la durabilité ont pour la première fois été émises par des administrations centrales et des institutions multilatérales ; elles n'ont représenté que 1 % des émissions d'obligations durables du secteur public ces deux dernières années.

Graphique 3.4. Volume global des émissions d'obligations durables, par type



Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

L'analyse de la documentation relative aux obligations GSS montre que les sociétés financières et non financières émettrices s'engagent à affecter les fonds principalement à des activités qui relèvent des catégories suivantes : « projets d'énergies renouvelables », « efficacité énergétique » et « éco-construction/bâtiments ». La catégorie « projets verts éligibles », qui couvre en fait un éventail illimité d'activités, arrive cinquième dans le secteur des sociétés non financières. Dans le Tableau 3.1, les catégories d'« affectation du produit » sont classées par ordre d'importance pour chaque type d'émetteur.

Globalement, les obligations GSS émises par les organismes, collectivités locales et institutions multilatérales relèvent en priorité de la catégorie « dépenses sociales ». Dans le cas des administrations centrales, les trois premières catégories sont « préservation de la biodiversité », « dépenses sociales » et « transports propres », qui représentent respectivement 19 %, 12 % et 11 % du montant total des fonds levés. Il convient de noter que 10 % du montant levé par les institutions multilatérales provient d'obligations dont le produit est destiné à un usage général et un non spécifiquement lié à la durabilité.

Tableau 3.1. Affectation du produit des obligations GSS, 2014-23

Top 1 Top2 Top3 Top4 Top5	Secteur des entreprises		Secteur public		
	Non financières	Financières	Organismes et collectivités locales	Administrations centrales	Institutions multilatérales
Agriculture	0 %	0 %	0 %	1 %	1 %
Préservation de la biodiversité	3 %	4 %	3 %	19 %	5 %
Transports propres	10 %	11 %	11 %	11 %	5 %
Adaptation au changement climatique	6 %	6 %	4 %	10 %	8 %
Efficacité énergétique	18 %	15 %	10 %	11 %	8 %
Écoconstruction/bâtiments	10 %	17 %	5 %	7 %	5 %
Infrastructures	8 %	4 %	14 %	3 %	10 %
Projets d'énergies renouvelables	21 %	15 %	8 %	7 %	7 %
Dépenses sociales	3 %	9 %	28 %	12 %	25 %
Projets de développement durable	1 %	1 %	2 %	1 %	7 %

Top 1 Top2 Top3 Top4 Top5	Secteur des entreprises		Secteur public		
	Non financières	Financières	Organismes et collectivités locales	Administrations centrales	Institutions multilatérales
Gestion des déchets	1 %	2 %	1 %	4 %	1 %
Gestion de l'eau ou des eaux usées	4 %	6 %	4 %	6 %	4 %
Projets verts éligibles	10 %	7 %	5 %	6 %	5 %
Usage général	5 %	3 %	4 %	3 %	10 %

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

À la différence des obligations GSS, les obligations liées à la durabilité comportent des objectifs de performance en matière de durabilité qui doivent être atteints suivant un calendrier précis. L'émetteur sélectionne à cet effet des indicateurs clés de performance (KPI) à utiliser au niveau de l'entité. Comme indiqué dans le Tableau 3.2, la plupart de ces KPI concernent la transition climatique. Ainsi, les entreprises émettrices d'obligations liées à la durabilité retiennent l'indicateur « Émissions de GES des champs d'application 1 et 2 » dans 28 % des cas, ainsi que les indicateurs « intensité carbone et d'émission » et « énergies renouvelables », principalement. Les obligations d'entreprise liées à la durabilité sont aussi parfois — mais moins souvent — associées à des KPI dénués de tout lien avec la transition climatique : par exemple, « augmentation de la présence des femmes au conseil d'administration » (dans 1.6 % des cas), « augmentation de l'accès aux traitements de santé (1.4 %) et « diversité raciale et ethnique » (0.9 %). Le Tableau 3.2 contient également les KPI associés aux obligations liées à la durabilité du secteur public, mais celles-ci sont encore peu nombreuses, ce qui limite les possibilités de comparer les chiffres du secteur des entreprises et du secteur public.

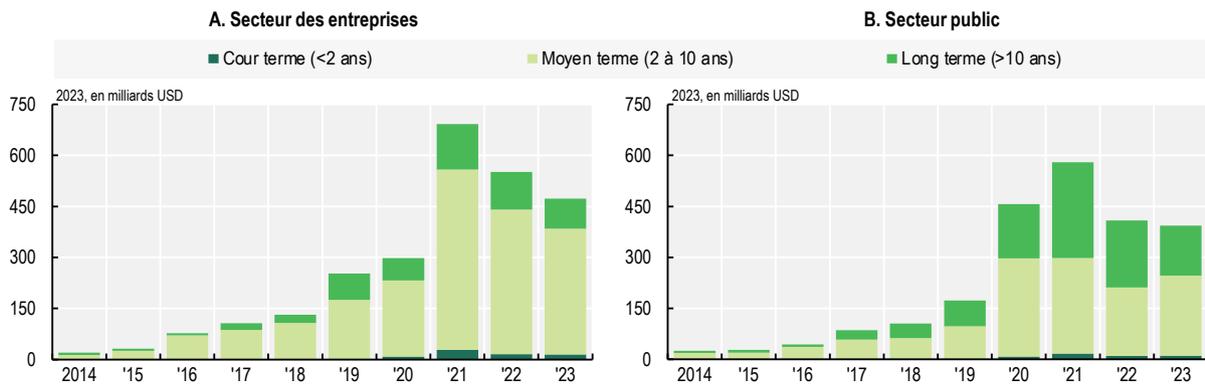
Tableau 3.2. Indicateurs clés de performance (KPI) associés aux obligations liées à la durabilité, 2019-23

Top 1 Top2 Top3 Top4 Top5	Secteur des entreprises	Secteur public
Intensité carbone et d'émission	24 %	24 %
Consommation et efficacité énergétiques	6 %	10 %
Augmentation de la présence des femmes au conseil d'administration	2 %	25 %
Énergie renouvelable	9 %	13 %
Émissions de GES des champs d'application 1 et 2	28 %	8 %
Émissions de GES des champs d'application 1, 2 et 3	3 %	0 %
Émissions de GES du champ d'application 3	7 %	0 %
Gestion durable des forêts	0 %	6 %
Autres	21 %	13 %

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

Près de 80 % des obligations durables d'entreprise émises entre 2014 et 2023 sont des obligations à moyen terme, dont l'échéance est comprise entre deux et dix ans, tandis qu'une fraction seulement (3 %) sont des obligations de court terme (moins de deux ans). L'échéance des obligations durables du secteur public est généralement plus longue. Ainsi, en 2023, les obligations à long terme ont représenté 37 % du total des obligations durables émises par le secteur public, contre 19 % des obligations durables d'entreprise (Graphique 3.5).

Graphique 3.5. Obligations durables à court, moyen et long termes

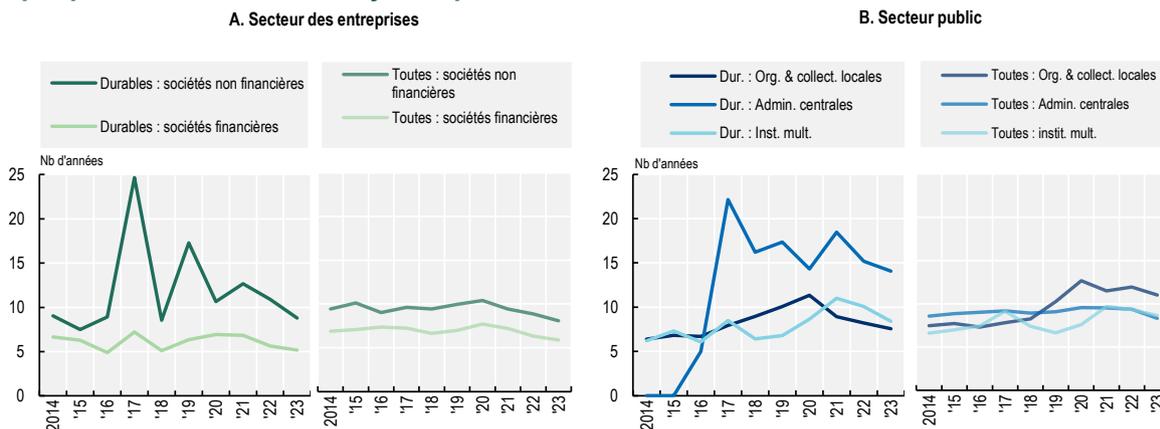


Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

Tous types d'émetteur confondus (entreprises, administrations et institutions multilatérales), les obligations durables se sont caractérisées par une durée de vie pondérée moins stable que les obligations classiques et durables durant la décennie écoulée. Celles émises par les sociétés non financières ont eu une durée de vie moyenne pondérée de 11.9 ans, contre 9.4 ans pour la totalité des émissions émises par le secteur (Graphique 3.6, partie A). On observe l'inverse dans le secteur des sociétés financières, où la durée de vie moyenne pondérée des obligations durables (6.1 ans) est légèrement inférieure à celle des obligations considérées dans leur ensemble (6.9 ans).

Dans le cas des institutions multilatérales, la durée de vie moyenne pondérée des obligations durables (7.9 ans) est proche de celle de l'émission obligataire totale (8 ans). La situation est différente pour les organismes et collectivités locales, avec 8.3 ans et 9.6 ans respectivement (Graphique 3.6, partie B). S'agissant des administrations centrales, les obligations durables présentent, depuis 2017, une durée de vie moyenne pondérée (16.8 ans) près de deux fois plus longue que celle de l'ensemble du stock (9.1 ans) pour la même période.

Graphique 3.6. Durée de vie moyenne pondérée



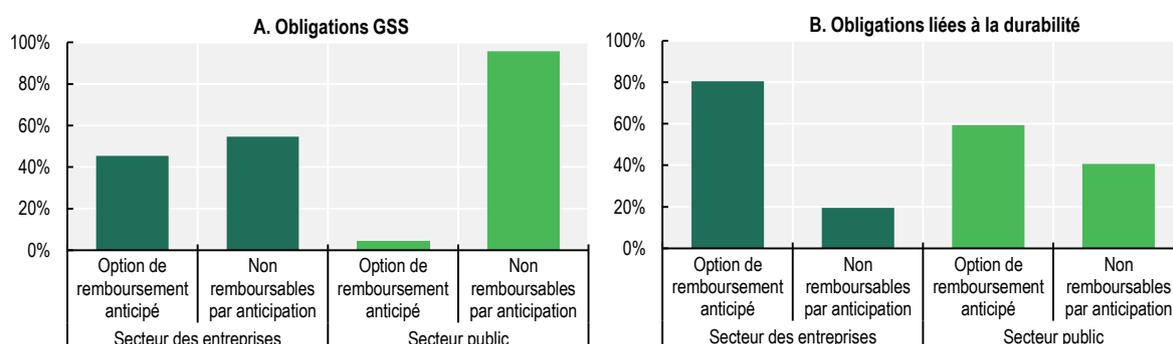
Note : sont exclues les obligations d'une échéance inférieure à un an.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, ensemble de données issu de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG.

Une grande partie des emprunts obligataires liés à la durabilité s'accompagnent d'une option de remboursement anticipé, que l'émetteur peut exercer avant l'expiration du contrat. Les entreprises ont prévu une telle option pour 45 % des obligations GSS et 80 % des obligations liées à la durabilité émises

au cours de la période 2014-23 (Graphique 3.7, partie A). On observe une situation similaire dans le secteur public, où, durant la même période, 59 % des obligations liées à la durabilité ont été émises avec une option de remboursement anticipé, contre seulement 4 % des obligations GSS. Dans le cas des obligations liées à la durabilité, l'existence d'une option de remboursement anticipé peut faire craindre que l'émetteur ne cherche à réduire le montant de la pénalité applicable en cas de non-réalisation des objectifs de performance en matière de durabilité en exerçant son droit de remboursement anticipé. Un moyen éventuel d'y remédier en partie consiste à prévoir l'application d'une sanction pécuniaire dans le cas où les objectifs ne sont pas atteints au moment où l'option de remboursement anticipé est exercée. UI Haq et Doumbia (UI Haq et Doumbia, 2022^[4]) ont analysé 40 opérations d'emprunt obligataire lié à la durabilité (réalisées au plus tard en décembre 2021) et constaté que dans 42.5 % des cas, l'émetteur était tenu de s'acquitter d'une pénalité s'il n'avait pas atteint les objectifs fixés au moment du remboursement.

Graphique 3.7. Obligations GSS et obligations liées à la durabilité remboursables par anticipation, 2014-23



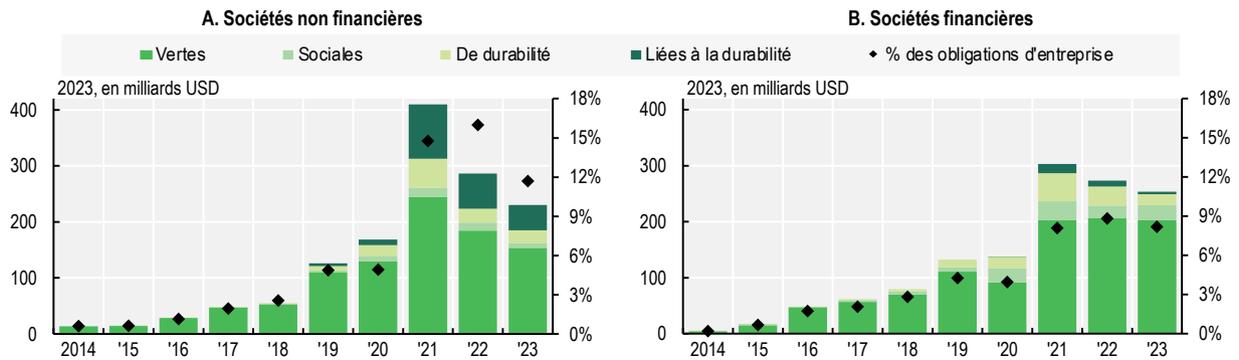
Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

3.2.2. Caractéristiques des émetteurs

Secteur des entreprises

En 2014, les obligations durables n'avaient représenté que 0.6 % du volume total des émissions des sociétés non financières. En 2023, cette part se situait à 11.7 %, après avoir culminé à 16 % en 2022 (Graphique 3.8, partie A). Les sociétés financières ont également connu une montée en flèche de ce ratio, qui est passé de 0.2 % en 2014 à 8.1 % en 2023. Le volume des émissions d'obligations durables a chuté en 2023, toutes catégories confondues. Y font exception les obligations sociales émises par les sociétés financières, dont le volume a gonflé de 23 % en un an (Graphique 3.8, partie B). De même, en 2023, le volume des émissions d'obligations liées à la durabilité des sociétés non financières a diminué de 27 % par rapport à l'année précédente, mais sa part dans le total des émissions de ces entreprises s'est maintenue à 20 %.

Graphique 3.8. Volumes des émissions d'obligations durables des entreprises

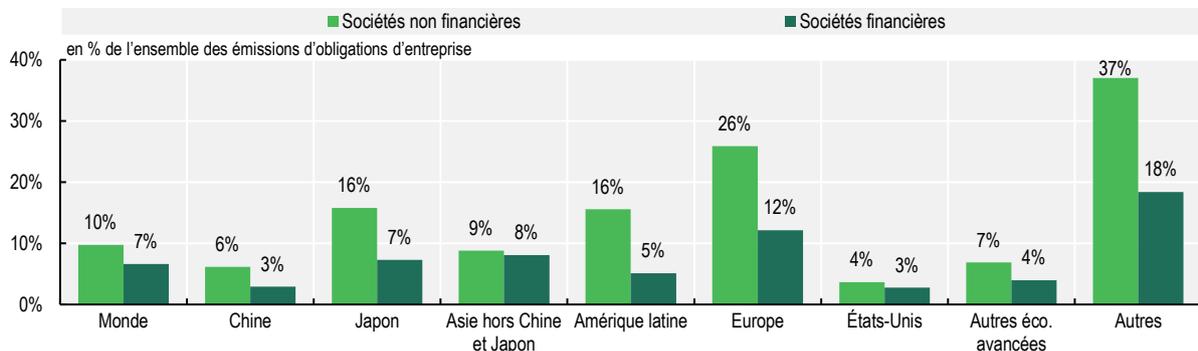


Note : les points noirs correspondent à la part des obligations durables d'entreprise dans l'ensemble des obligations d'entreprise.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, ensemble de données issu de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG.

À l'échelle mondiale, les obligations durables émises par les sociétés non financières (financières) ont représenté 10 % (7 %) du total des émissions d'obligations d'entreprise enregistrées au cours de la période 2019-23. Cette part est plus importante dans certaines parties du monde : le Japon, l'Amérique latine, l'Europe et l'ensemble Autres. Il est intéressant de constater qu'en Chine, aux États-Unis et dans d'Autres économies avancées, la part des obligations durables dans l'émission obligatoire des sociétés non financières s'est élevée à 7 % ou moins, contre 4 % ou moins dans le cas des sociétés financières (Graphique 3.9).

Graphique 3.9. Part des obligations durables dans l'émission obligatoire des entreprises, par région, 2019-23

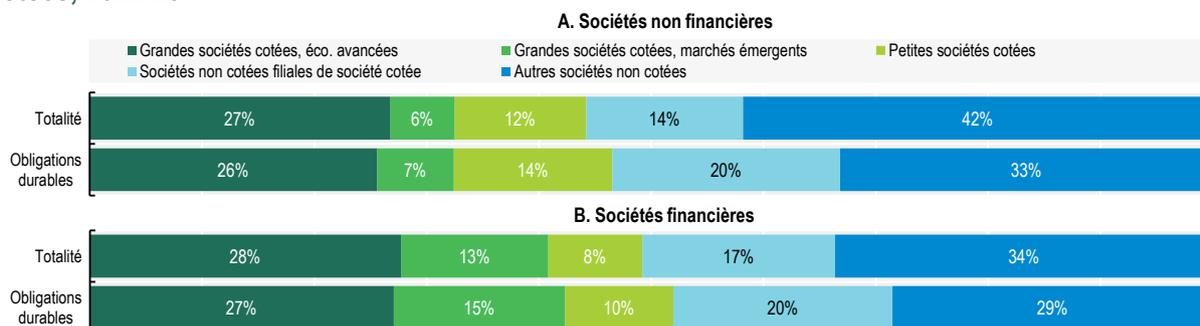


Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, ensemble de données issu de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG.

Les obligations durables d'entreprise (financière ou non financière) émises durant la période 2022-23 l'ont été pour moitié environ par des sociétés non cotées (c'est-à-dire non cotées en bourse) ; le constat est identique pour les obligations classiques. Plus précisément, dans le secteur des sociétés non financières, les sociétés non cotées ont été responsables de 53 % des émissions d'obligations durables, suivies des grandes sociétés cotées (26 %) et des petites sociétés cotées (14 %) (Graphique 3.10, partie A). De même, dans le secteur des sociétés financières, ces chiffres sont de 48 % pour les sociétés non cotées et de 27 % pour les grandes entreprises cotées (Graphique 3.10, partie B). Il est intéressant de noter que la part des sociétés non cotées filiales de société cotée est plus élevée dans les émissions d'obligations durables que dans celles des obligations d'entreprise considérées dans leur ensemble. Ainsi, dans le

secteur non financier, 14 % des obligations ont été émises par une société non cotée filiale de société cotée, contre 20 % des obligations durables.

Graphique 3.10. Distribution des émissions d'obligations d'entreprise, entre sociétés cotées et non cotées, 2022-23

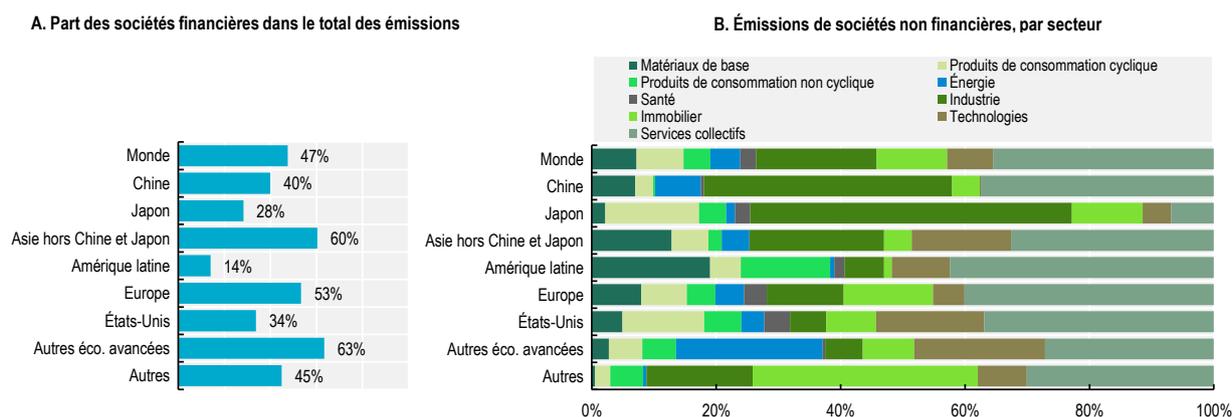


Note : sont considérées comme grandes sociétés cotées les sociétés qui figuraient dans l'Indice MSCI World en septembre 2023. Les sociétés non cotées (c'est-à-dire non cotées en bourse) ont été classées en deux catégories : « sociétés non cotées filiales de sociétés cotées » et « autres sociétés non cotées ».

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, ensemble de données issu de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG., MSCI

Si les sociétés financières ont été responsables de près de la moitié des émissions d'obligations durables d'entreprise enregistrées entre 2019 et 2023 à l'échelle mondiale, la situation est très contrastée selon les régions (Graphique 3.11, partie A). Elles ont été plus actives en Asie hors Chine et Japon (60 %) et dans les Autres économies avancées (63 %) qu'en Amérique latine (14 %), au Japon (28 %) ou aux États-Unis (34 %). La partie B du Graphique 3.11 indique la répartition sectorielle des émetteurs d'obligations durables, hors sociétés financières, lesquelles prêtent aux entreprises de différents secteurs.

Graphique 3.11. Répartition sectorielle des émissions d'obligations durables, 2019-23



Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

Au cours de la période 2019-23, les émissions d'obligations durables d'entreprise ont principalement eu lieu dans le secteur des services collectifs, sauf en Chine, au Japon et dans l'ensemble « Autres » (Graphique 3.11), où les entreprises les plus actives en la matière (hors sociétés financières) ont été celles de l'industrie (en Chine et au Japon) et de l'immobilier (« Autres »), avec 40 %, 52 % et 36 % respectivement. On retrouve ce classement lorsque l'on considère la part des obligations durables dans l'ensemble des obligations d'entreprise. Ainsi, les obligations durables ont représenté 23 % des obligations

d'entreprise émises dans le secteur des services collectifs en 2023, soit plus du double que dans l'ensemble du secteur des sociétés non financières (9 %). La forte présence du secteur des services collectifs sur le marché des obligations durables tient probablement aux émissions des entreprises spécialisées dans les énergies renouvelables (Tableau 3.3).

Tableau 3.3. Part des obligations durables dans l'ensemble des obligations d'entreprise, par secteur

	2019	2020	2021	2022	2023
Matériaux de base	4 %	5 %	18 %	15 %	14 %
Produits de consommation cyclique	1 %	2 %	9 %	11 %	14 %
Produits de consommation non cyclique	2 %	1 %	11 %	13 %	6 %
Énergie	1 %	1 %	8 %	12 %	11 %
Services financiers	5 %	5 %	9 %	10 %	8 %
Santé	1 %	2 %	11 %	6 %	3 %
Industrie	3 %	4 %	8 %	10 %	8 %
Technologies	2 %	3 %	8 %	10 %	9 %
Services collectifs	17 %	15 %	37 %	33 %	23 %

Note : l'immobilier a été regroupé avec les « services financiers » pour l'ensemble des années considérées.

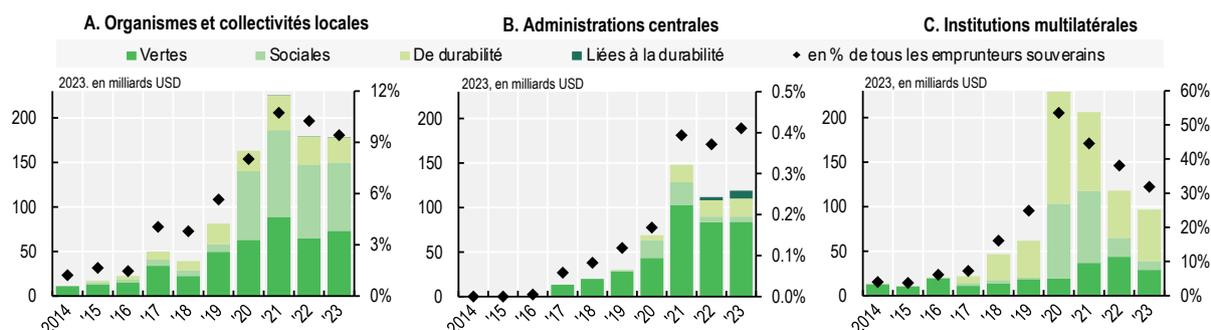
Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, ensemble de données issu de la série sur les marchés de capitaux de l'OCDE, LSEG.

Secteur public

Les organismes et collectivités locales, les administrations centrales et les institutions multilatérales recourent de plus en plus à l'emprunt obligataire durable, en particulier depuis 2020. Cela dit, en valeur relative, les obligations durables occupent une place encore modeste dans le stock des administrations centrales, et désormais non négligeable dans celui des institutions multilatérales (Graphique 3.12). En effet, c'est dans l'émission obligataire des administrations centrales que la part des obligations durables est la plus faible, avec 0.4 % seulement en 2023. Les organismes et collectivités locales pratiquent davantage ce type d'emprunt, les obligations durables représentant en moyenne 10 % de leurs émissions obligataires depuis 2020.

Depuis peu, ce sont les institutions multilatérales qui, par comparaison avec les autres entités du secteur public et le secteur privé, recourent le plus à l'emprunt obligataire durable pour lever des fonds sur les marchés de capitaux : les obligations durables ont représenté 54 % de leurs émissions obligataires en 2020, alors que cette part n'avait jamais dépassé les 7 % jusqu'en 2017. Depuis 2020, les obligations durables forment au moins 32 % des émissions obligataires (Graphique 3.12, partie C). Les institutions multilatérales les plus actives sont la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (37 % du total des obligations durables), l'Union européenne (22 %) et la Banque européenne d'investissement (12 %). L'Association internationale de développement, la Banque asiatique de développement et la Banque interaméricaine de développement ont représenté chacune 4 % des émissions d'institutions multilatérales.

Graphique 3.12. Volume des émissions d'obligations durables du secteur public



Note : les points noirs correspondent à la part des obligations durables dans l'émission obligataire du secteur public.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

3.2.3. Investisseurs

L'objet de cette section est d'analyser un ensemble de données issues de sources d'information librement accessibles sur les placements obligataires, afin de comparer les bases d'investisseurs en obligations durables et en obligations classiques. Cet ensemble de données traite de tous les types d'obligations, mais pas de l'ensemble des investisseurs. En d'autres termes, il fait la part belle aux grands investisseurs et, en particulier aux investisseurs institutionnels, généralement tenus par la réglementation de communiquer des informations sur leur portefeuille. Comme il ne couvre qu'environ un cinquième de la base des investisseurs concernés par ces actifs, il s'agit ici de comparer la situation des obligations durables et classiques et non d'étudier de manière exhaustive la base des investisseurs en obligations durables. Le marché obligataire primaire de certains émetteurs souverains est exposé dans l'Encadré 3.1, pour ce qui concerne une sélection de types d'obligation.

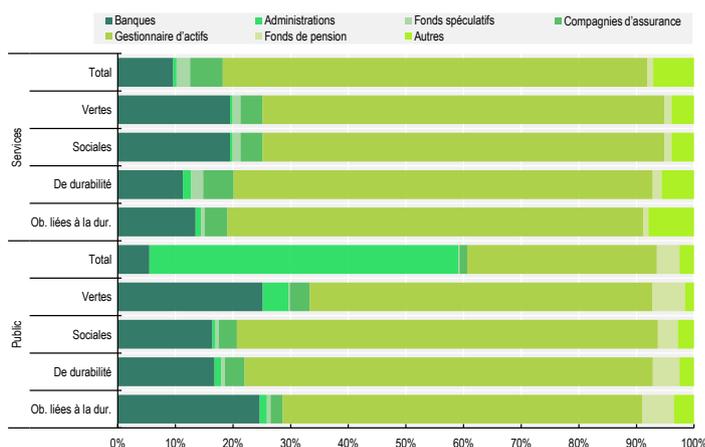
La partie A du Graphique 3.13 montre la composition, telle qu'établie à partir des informations librement accessibles, de la base des investisseurs en obligations, selon que l'on considère l'ensemble des obligations ou uniquement certains types d'obligations durables. Premier constat, les gestionnaires d'actifs, qui gèrent des actifs pour le compte d'autrui en investissant surtout dans des titres négociables, sont les principaux détenteurs d'obligations durables. Cela témoigne de l'importance de ces investisseurs, mais aussi du fait qu'ils sont proportionnellement plus nombreux à communiquer des informations sur leurs portefeuilles et qu'ils sont donc surreprésentés dans l'échantillon considéré. Deuxième constat, les bases d'investisseurs pour lesquels on dispose d'informations accessibles au public présentent de grandes similitudes, quel que soit le type d'instrument obligataire durable considéré. S'agissant des obligations GSS et des obligations liées à la durabilité émises par des entreprises, la base d'investisseurs pour lesquels on dispose d'informations accessibles au public se compose principalement de gestionnaires d'actifs (dans une proportion comprise entre 70 % pour les obligations vertes et 73 % pour les obligations de durabilité), suivis des banques (dans une proportion comprise entre 11 % pour les obligations de durabilité et 19 % pour les obligations vertes). Dans le cas également des obligations durables du secteur public, les gestionnaires d'actifs forment l'essentiel de la base d'investisseurs pour lesquels on dispose d'informations accessibles au public, avec une part comprise entre 59 % (obligations vertes) et 73 % (obligations sociales). Suivent les banques, avec une part comprise entre 17 % (obligations liées à la durabilité) et 25 % (obligations vertes).

La principale différence observée entre les détenteurs d'obligations durables et d'obligations tous types confondus, pour lesquels on dispose d'informations accessibles au public, concerne la place occupée par les banques et les administrations, banques centrales incluses. Ainsi, si on compare les bases d'investisseurs en obligations durables et en obligations classiques à partir des informations librement accessibles, on constate que la part des banques est supérieure dans le premier cas, de 10 points de

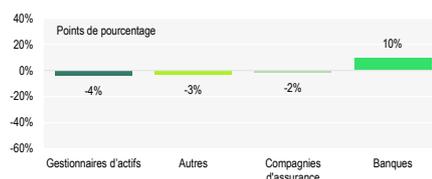
pourcentage lorsqu'il s'agit d'obligations d'entreprise et de 20 points de pourcentage lorsqu'il s'agit d'obligations souveraines (Graphique 3.13, parties B et C). Une autre différence qui ressort du Graphique 3.13 (parties B et C) concerne la place des administrations parmi les détenteurs d'obligations du secteur public : leur part est inférieure d'environ 49 points de pourcentage dans le cas des obligations durables. Il convient de noter que cet écart est potentiellement attribuable aux variations observées parmi les émetteurs, selon les types d'obligations. Si l'on considère, par exemple, le cas des emprunteurs souverains, on constate qu'à ce jour, aucun des trois principaux émetteurs d'obligations classiques — les États-Unis, le Japon et la Chine — n'ont émis d'obligations durables. Théoriquement, il y a lieu de penser que cette particularité explique les disparités observées dans les bases d'investisseurs pour lesquels on dispose d'informations accessibles au public. On retrouve pourtant ces mêmes disparités dans l'examen d'un échantillon apparié constitué des 20 principaux émetteurs d'obligations durables (neuf emprunteurs souverains et 11 sociétés), ce qui confirme qu'elles sont probablement liées, non pas à l'émetteur, mais à la préférence des investisseurs².

Graphique 3.13. Base des investisseurs en obligations durables telle que définie à partir des informations librement accessibles

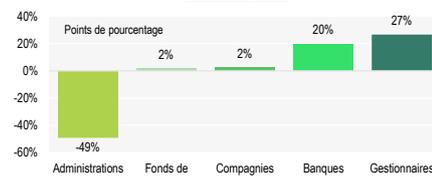
A. Composition de la base d'investisseurs pour lesquels on dispose d'informations librement accessibles, par instrument et par secteur



B. Écart entre les bases d'investisseurs en obligations durables et classiques d'entreprise



C. Écart entre les bases d'investisseurs en obligations durables et classiques du secteur public



Note : valeurs calculées en janvier 2024.

Source : Bloomberg et calculs de l'OCDE.

Encadré 3.1. Répartition des investisseurs en obligations souveraines GSS et classiques d'une sélection de pays

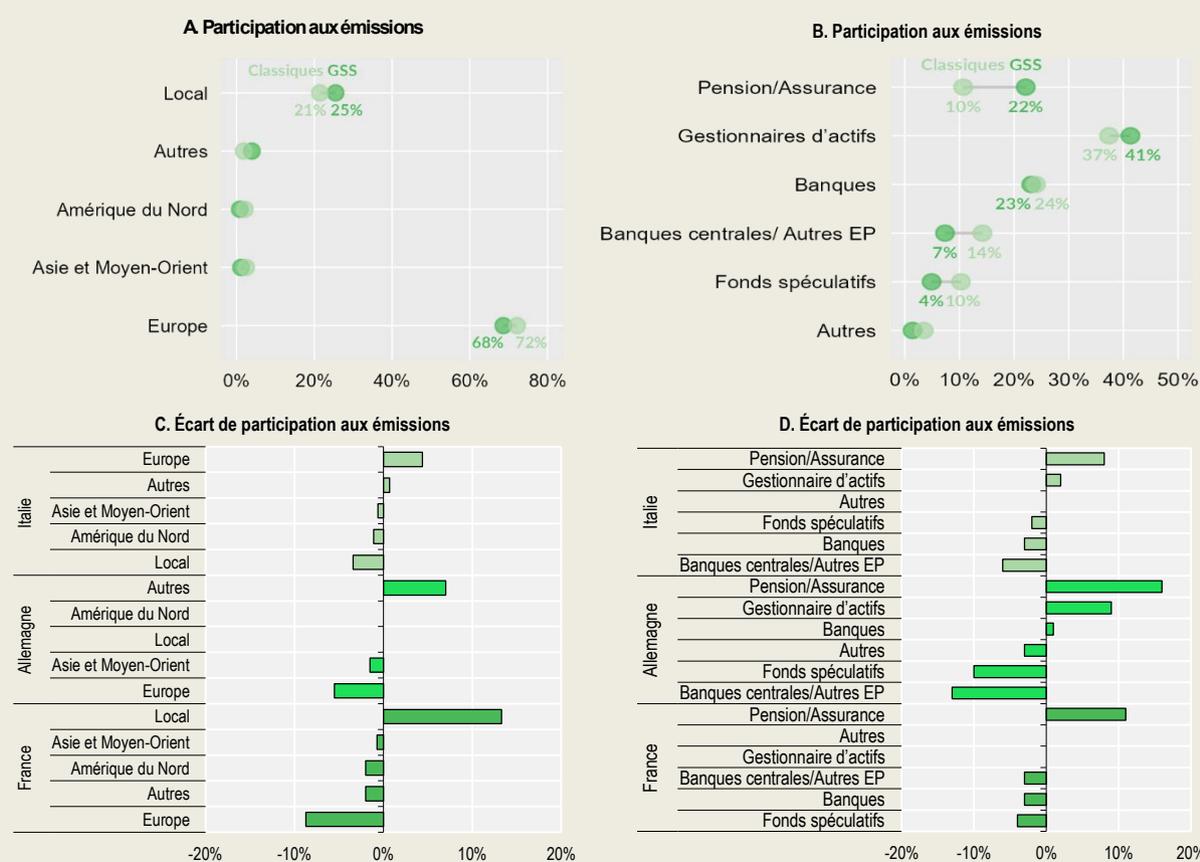
Comme les emprunteurs souverains communiquent des informations sur les investisseurs qui participent à leurs opérations de syndication, l'analyse des marchés primaires permet d'en savoir plus sur la répartition, par type d'investisseur, des emprunts souverains émis. L'objet du présent encadré est de comparer les marchés primaires des obligations durables émises par syndication en Allemagne, en France et en Italie, avec ceux de certaines obligations classiques, retenues pour y être appariées en fonction de leur échéance, type et date d'émission. Les obligations GSS analysées ont été émises entre 2017 et 2023 (voir l'Annexe 3.A pour plus de détails).

Le Graphique 3.14, qui permet de comparer la base d'investisseurs par région et par type d'investisseur, montre qu'en moyenne, sa composition régionale est similaire pour les obligations GSS et classiques (partie A). Dans les deux cas, environ 20 % des investisseurs qui les achètent sur le

marché primaire sont des intervenants nationaux, quelque 70 % proviennent d'un autre pays européen et 10 % d'une autre région. En France, les investisseurs nationaux ont proportionnellement acquis davantage d'obligations GSS que les investisseurs étrangers d'obligations classiques. Sur le marché italien, en revanche, les investisseurs étrangers européens achètent davantage d'obligations GSS que d'obligations classiques.

La part des obligations GSS allemandes, françaises et italiennes acquises par des fonds de pension et compagnies d'assurance est à peu près deux fois plus élevée que celle des obligations classiques correspondantes. À l'inverse, les fonds spéculatifs et les entités publiques sont responsables d'environ deux fois moins d'achats d'obligations GSS que d'obligations classiques (Graphique 3.14, partie B). Le constat fait au sujet des fonds de pension et des compagnies d'assurance diverge de ce qui ressort du Graphique 3.13, qui ne fait apparaître aucun écart significatif.

Graphique 3.14. Base des investisseurs en obligations GSS et classiques, par région et par type d'investisseur



Note : chaque type d'obligation GSS est apparié à une obligation classique du même pays et à échéance similaire, laquelle est choisie parmi les obligations émises par syndication depuis la première opération nationale d'émission d'obligations GSS. En Italie, il s'agit des Buono del Tesoro Poliennale (BTP) et, en France, des Obligations assimilables au Trésor (OAT). Des moyennes pondérées par pays et par taille d'émission sont utilisées. « Autres EP » signifie autres entités publiques.

Source : (Agence France Trésor, 2023^[5]) (République fédérale d'Allemagne, 2023^[6] ; Direction du Trésor italien, 2023^[7]), calculs de l'OCDE.

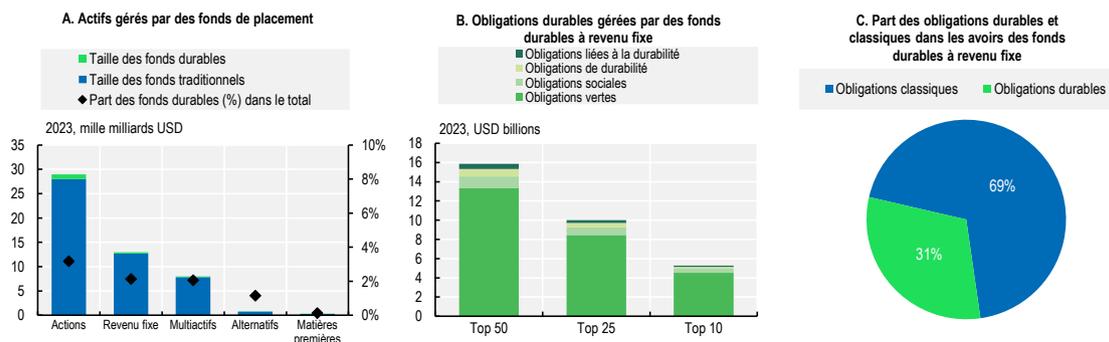
3.2.4. Fonds de placement durable

Dans le prolongement de la section 3.2.3, consacrée aux investisseurs en obligations durables, il s'agit ici d'éclairer le rôle que ces obligations jouent dans la composition et la stratégie des fonds dits ESG et

climatiques, en accordant une attention particulière aux fonds à capital variable et aux fonds indiciels cotés (ETF).

Indépendamment de la variabilité du concept de placement durable selon les pays et dans le temps, on observe une forte croissance du volume total des actifs contrôlés par des investisseurs professionnels qui se fondent sur des facteurs de risque ESG et climatiques pour constituer et gérer leur portefeuille (OCDE, 2022^[8]). Or, comme illustré dans la partie A du Graphique 3.15 ci-dessous, les fonds à capital variable et les ETF (regroupés sous l'appellation « fonds de placement » pour les besoins du présent chapitre) qui sont considérés comme « durables » ne représentent toujours qu'une petite fraction du secteur des fonds de placement.

Graphique 3.15. Comparaison des actifs gérés par des fonds traditionnels et des fonds considérés comme durables



Note : dans la partie A, il n'est rendu compte que de cinq des neuf catégories Morningstar fondées sur les classes d'actifs gérés : fonds d'actions, fonds à revenu fixe, fonds multiactifs, fonds alternatifs et fonds de matières premières. Voir l'Annexe 3.A pour une description détaillée de ces catégories. Valeurs calculées en janvier 2024.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, Morningstar Direct, LSEG.

Les fonds de placement qui s'autodéclarent durables en intégrant des termes comme « ESG », « climatique » ou « durable » dans leur appellation occupent une place modeste dans le paysage de l'investissement durable (voir l'Annexe 3.A pour de plus amples détails méthodologiques). Ils appartiennent à cinq catégories distinctes de fonds — fonds d'actions, fonds à revenu fixe, fonds multiactifs, fonds alternatifs et fonds de matières premières — et représentaient 1 400 milliards USD en janvier 2024, soit 2.8 % du total mondial des actifs gérés par des fonds de placement (Graphique 3.15, partie A).

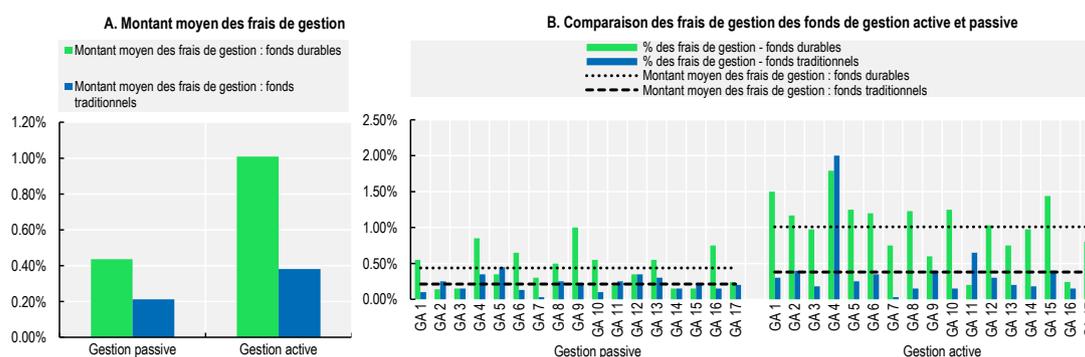
Si l'on considère spécifiquement la composition des 50 principaux fonds durables à revenu fixe (c'est-à-dire les fonds durables dont l'essentiel du portefeuille est composé d'actifs à revenu fixe), on constate que les obligations durables ne représentent que 31 % de la valeur des obligations (Graphique 3.15, partie C ; voir l'Annexe 3.A pour le détail des calculs). Ces obligations durables sont pour la plupart des obligations GSS (en particulier des obligations vertes, qui représentent 84 % du total). Quant aux placements dans les obligations liées à la durabilité, ils restent rares (Graphique 3.15, partie B).

Il existe au moins deux explications possibles à cette faible présence des obligations durables dans le portefeuille des fonds à revenu fixe. La première est que des gestionnaires d'actifs, considérant – ainsi qu'ils y sont tenus – les risques qui pèsent sur le portefeuille, le rendement financier et les répercussions de leurs décisions de placement sur la société et l'environnement, préfèrent acheter des obligations classiques émises par des entités qui appliquent de bonnes pratiques en lien avec la durabilité, plutôt que des obligations durables. Autrement dit, l'examen attentif, par les gestionnaires d'actifs, des prospectus d'obligation durable ne les convainc pas que l'opération aura les effets escomptés en termes de durabilité sur les processus décisionnels de l'émetteur. La deuxième cause possible de la faible présence des

obligations durables dans le portefeuille des fonds à revenu fixe est plus négative : des gestionnaires d'actifs auraient la possibilité de qualifier leur fonds à revenu fixe de « durable » sans avoir nécessairement à considérer l'impact environnemental et social de leurs placements. Si cette deuxième explication est la bonne, alors la faible part des obligations durables dans les actifs gérés serait le signe que le secteur des fonds de placement pratique l'écoblanchiment.

On peut penser que ce qui incite le plus des gestionnaires d'actifs à « écoblanchir » leur fonds est la possibilité de pratiquer des tarifs plus élevés au simple motif que le terme « durable » ou « ESG » figure dans leur appellation. D'après une analyse, réalisée par l'OCDE, des frais de gestion appliqués par les fonds de placement à revenu fixe, il y a lieu de penser que des fonds durables facturent des frais annuels en moyenne plus élevés que les fonds traditionnels, qu'il s'agisse de fonds à gestion passive ou active (Graphique 3.16, partie A).

Graphique 3.16. Frais fixes de gestion des fonds à revenu fixe durables et traditionnels



Note : ne sont pris en considération dans la partie B que les frais facturés par les gestionnaires d'au moins un fonds de gestion active et un fonds de gestion passive relevant des catégories de fonds durables et traditionnels. Valeurs calculées en janvier 2024.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, Morningstar Direct.

La partie B du Graphique 3.16 donne une vision plus fine de la situation en présentant l'analyse des frais fixes facturés par les 17 principaux gestionnaires d'actifs chargés d'au moins un fonds de gestion active et un fonds de gestion passive de type durable et traditionnel. En se focalisant sur ces gestionnaires d'actifs, on réduit certainement les biais susceptibles d'être présents dans la partie A de ce même graphique, dus, par exemple, à la gestion d'un volume d'actifs plus important dans les régions caractérisées par des frais de gestion plus élevés. Il ressort toutefois de la partie B que les gestionnaires d'actifs appliquent des frais fixes en moyenne plus élevés dans le cas des fonds durables, qu'il s'agisse de fonds de gestion active ou passive. Ainsi, les frais de gestion des fonds de gestion active s'élèvent à 1,00 % lorsqu'il s'agit de fonds durables, et à 0,38 % lorsqu'il s'agit de fonds traditionnels. Dans le cas des fonds de gestion passive, ils se situent à 0,44 % lorsqu'il s'agit de fonds durables, ce qui représente plus du double du taux appliqué dans les fonds traditionnels (0,21 %).

3.2.5. Normes et taxonomies

Comme exposé dans la section 3.2, les obligations durables constituent une innovation récente des marchés des titres d'emprunt. Il va donc de soi que très peu de pays et territoires disposent pour l'instant d'un cadre réglementaire et professionnel régissant les obligations durables (en font partie la Chine et le Japon). Deux normes internationales complémentaires sont fréquemment utilisées pour déterminer le caractère durable d'une obligation ; elles ont été élaborées par deux institutions du secteur privé : l'International Capital Market Association (ICMA) et la Climate Bonds Initiative (CBI) (voir le Graphique 3.17). Le comité exécutif de l'ICMA se compose de 24 organisations qui représentent à parts

égales les investisseurs, les emprunteurs et les souscripteurs (ICMA, 2020^[9]). Le comité de direction de la CBI réunit pour sa part des associations représentant les investisseurs institutionnels et des organisations non gouvernementales de défense de l'environnement (CBI, 2023^[10]).

L'ICMA a publié une première édition de ses Principes applicables aux obligations vertes en 2014 et, plus récemment, les Principes applicables aux obligations sociales, les Lignes directrices applicables aux obligations durables ainsi que les Principes applicables aux obligations liées à au développement durable (les trois premières séries de principes constituent les Principes de l'ICMA relatifs à l'affectation du produit, et l'ensemble les « principes de l'ICMA ») (ICMA, 2023^[11]). Les Principes de l'ICMA applicables au développement durable reposent sur cinq préceptes :

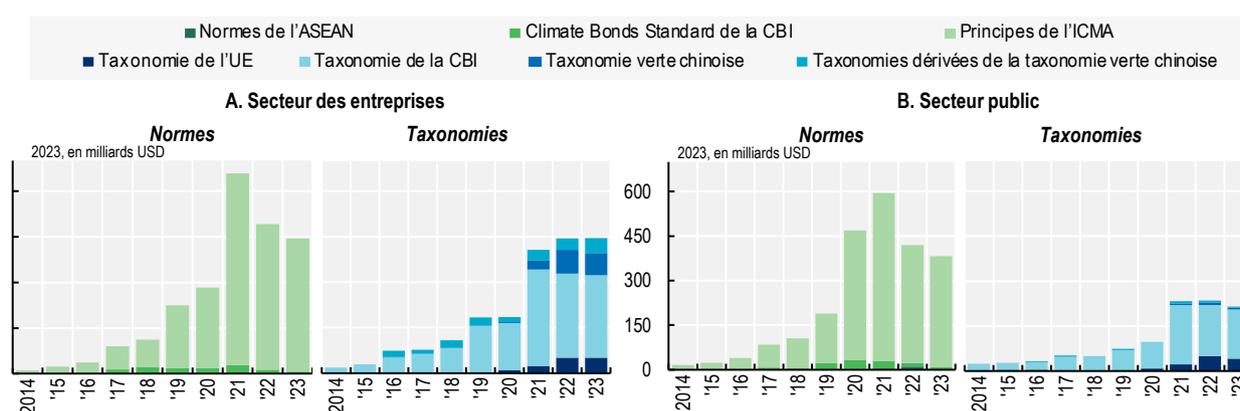
1. l'émetteur est tenu de sélectionner des KPI qui présentent un intérêt pour la conduite de ses politiques centrales en faveur du développement durable, qui sont mesurables et quantifiables, qui peuvent être vérifiés par une entité extérieure et qui peuvent faire l'objet de comparaisons ;
2. les KPI visés devraient être ambitieux et reposer sur un calendrier fixé avant l'émission obligataire ou en parallèle ;
3. il devrait être stipulé dans le contrat obligataire que ses caractéristiques financières et/ou structurelles (par exemple, le coupon) varieront selon que les KPI visés auront ou non été atteints ;
4. l'émetteur devrait, au moins une fois par an, rendre compte de certains KPI et communiquer aux investisseurs tout renseignement utile pour contrôler le niveau d'ambition des KPI visés ; et
5. l'émetteur devrait produire une attestation garantissant le bilan de certains KPI.
6. Les Principes de l'ICMA relatifs à l'affectation du produit reposent sur quatre préceptes :
7. le produit de l'obligation doit servir à financer des projets éligibles décrits comme il convient dans la documentation légale de l'emprunt ;
8. l'émetteur est tenu d'exposer la manière dont il procède pour déterminer si un projet est éligible ou non ;
9. il convient de suivre la trace du produit net de l'émission pour confirmer que les fonds ont bien été investis dans des projets éligibles ; et
10. l'émetteur devrait rendre compte une fois par an de l'usage réservé aux fonds levés, jusqu'à ce qu'ils aient été intégralement affectés, et fournir une description succincte des projets mis au point et des effets escomptés.

Il est intéressant de constater qu'en vertu des Principes de l'ICMA relatifs à l'affectation du produit, les émetteurs ont la possibilité d'affecter le produit au refinancement de projets éligibles, auquel cas il leur est toutefois recommandé d'indiquer une estimation des parts consacrées au financement et au refinancement. Dans les principes de l'ICMA, il est recommandé que les émetteurs désignent un intervenant extérieur (appelé « évaluateur indépendant ») chargé de vérifier la conformité d'une obligation durable avec les principes applicables en amont, puis de contrôler l'affectation des fonds à la suite de l'émission. Cela dit, rien n'empêche les émetteurs de se déclarer en conformité sans avoir procédé à ces vérifications.

La CBI a publié la première édition de sa norme régissant les obligations climatiques (*Climate Bonds Standard*, CBS) en 2012. Les dernières versions de cette norme traitent des obligations vertes avec engagement d'affectation du produit et des obligations liées à la durabilité et des KPI assorties de KPI liés au climat (CBI, 2023^[12]). La plus récente, qui repose sur les principes de l'ICMA, contient des recommandations sur la manière d'apporter l'assurance de la conformité d'une obligation durable avant et après l'émission. La CBI agréee les entreprises capables d'apporter l'assurance que leur obligation durable satisfait à la norme CBS. De même, elle certifie la conformité d'obligations durables avec les exigences de sa norme, sur réception d'un dossier contenant l'assurance de cette conformité délivrée par un intervenant agréé.

Il est important de souligner que les catégories de projets verts et sociaux éligibles qui sont énumérées dans les principes de l'ICMA — et dans d'autres normes calquées sur ce cadre — sont très générales et que cette liste n'a qu'une valeur indicative et n'est pas exhaustive. En général, les émetteurs se rapportent à des taxonomies des activités durables élaborées par des tiers ou à leur propre système de classification des projets éligibles. Les taxonomies classent les activités économiques de la même manière que les nomenclatures utilisées pour les besoins des statistiques économiques nationales et du commerce international (par exemple, la Classification internationale type, par industrie, de toutes les branches d'activité économique), mais servent aussi à définir s'il s'agit d'activités durables (et, parfois, à en établir le niveau de durabilité). Pour les activités qui, par définition, ne sont pas nécessairement qualifiables de durables, la taxonomie fixe normalement un niveau de performance environnementale ou sociale au-dessus duquel il y a lieu de les considérer comme durables (par exemple, construction d'un bâtiment écocertifié selon un référentiel donné).

Graphique 3.17. Émission d'obligations durables fondées sur différentes normes et taxonomies



Note : Les valeurs affichées correspondent au montant total des obligations durables émises dans le respect ou sur la base de différentes normes et taxonomies (d'après les déclarations des émetteurs). Une obligation durable donnée peut respecter/suivre une ou plusieurs normes ou taxonomies.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

Nombre de taxonomies d'activités durables ont vu le jour à l'échelle nationale et internationale à la faveur d'initiatives portées par les pouvoirs publics et le marché, par exemple : l'édition 2021 du catalogue des projets validés pour un financement par des obligations vertes (*Green Bond Endorsed Project Catalogue*, désigné par l'appellation « taxonomie verte chinoise » dans le graphique ci-dessus), établi par la banque centrale et l'autorité des marchés financiers en Chine (Banque populaire de Chine, 2021^[13]) et la taxonomie des obligations climatiques élaborée par la CBI (CBI, 2021^[14]). On notera que ces taxonomies sont généralement applicables dans le secteur des entreprises et le secteur public, indépendamment des différences qui existent entre leurs activités. Alors que la taxonomie des obligations climatiques proposée par la CBI est la plus utilisée (voir le Graphique 3.17 ci-dessus), la mieux connue est probablement celle de l'Union européenne (Règlement UE 2020/852). Cette dernière traite essentiellement de six objectifs environnementaux : l'atténuation du changement climatique ; l'adaptation au changement climatique ; l'utilisation durable et la protection des ressources aquatiques et marines ; la transition vers une économie circulaire ; la prévention et le contrôle de la pollution ; et la protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes. Pour qu'une activité économique soit considérée comme durable sur le plan environnemental, elle doit contribuer de manière substantielle à la réalisation d'au moins l'un de ces objectifs sans causer de préjudice important aux autres, dans le respect des garanties minimales liées aux questions sociales et au domaine de la gouvernance (par exemple, satisfaire aux Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales sur la conduite responsable des entreprises). L'Union européenne fait également partie des membres fondateurs de la Plateforme internationale sur la finance

durable (IPSF, 2023^[15]), dont l'un des objectifs est d'améliorer l'interopérabilité et la comparabilité de la taxonomie européenne et des taxonomies d'autres pays et territoires.

Le recours accru aux nouvelles taxonomies d'activités durables des institutions régionales et nationales soulève potentiellement trois problèmes. Premièrement, les possibilités de comparer des obligations durables peuvent se trouver réduites dès lors que ces instruments reposent sur des taxonomies fondamentalement différentes. Deuxièmement, il est possible que les taxonomies axées sur les besoins du secteur des entreprises ne soient pas faciles d'emploi pour les entités du secteur public. Troisièmement, des groupes d'intérêts sectoriels peuvent réussir à obtenir que leurs activités apparaissent dans une taxonomie nationale ou régionale sans que les éléments de preuve scientifiques et les objectifs plus larges de l'action publique aient été pleinement pris en compte. Il y a donc lieu de saluer les initiatives prises pour améliorer l'interopérabilité et la comparabilité des taxonomies régionales ou nationales, telles que celle engagée sous la houlette de la Plateforme internationale sur la finance durable.

3.3. Principaux enjeux

3.3.1. Incitations des investisseurs

Selon toute vraisemblance, une obligation durable sera préférée à une obligation classique aux caractéristiques similaires dans trois cas de figure : premièrement, quand les investisseurs particuliers et la clientèle des investisseurs institutionnels s'inquiètent des répercussions environnementales et sociales de leurs placements ou qu'ils sont poussés par d'autres acteurs à se montrer préoccupés par la question ; deuxièmement, quand les détenteurs de portefeuilles diversifiés s'interrogent sur les conséquences possibles que les externalités des entreprises destinataires de leurs placements auront sur leur rendement financier à long terme ; et troisièmement, quand une politique publique est en place, qui incite à investir dans les obligations durables.

Des investisseurs et acteurs soucieux de la durabilité

Les investisseurs particuliers peuvent acheter des obligations auprès d'une société de courtage. Bien souvent, ils n'ont certainement ni les compétences ni le temps nécessaires pour étudier en détail la documentation légale de l'obligation et l'activité de l'émetteur. De la même façon qu'un investisseur consulte les scores attribués par les agences de notation pour déterminer le profil de risque d'une obligation, un investisseur soucieux de la durabilité optera certainement pour un titre qui porte la mention « durable », considérant qu'il aura un impact social et environnemental plus bénéfique qu'une obligation classique.

Bien souvent, les particuliers passent par un investisseur professionnel, comme un gestionnaire d'actifs ou un fonds de pension, pour réaliser des placements sur les marchés financiers. À cet effet, ils choisissent généralement parmi plusieurs instruments de placement qui confèrent aux gestionnaires un degré de discrétion variable pour la sélection des actifs constitutifs du portefeuille. Ainsi, le règlement d'un instrument peut limiter l'éventail des catégories d'actifs dans lequel le gestionnaire est autorisé à acheter et, depuis peu, certains promettent la prise en compte de la dimension environnementale et sociale dans les décisions de placement. Comme indiqué dans la section 3.2.4, les fonds de placement qui s'autodéclarent « durables » représentaient, 1 300 milliards USD en janvier 2024, soit 2.8 % du total mondial des actifs gérés par des fonds de placement.

La nature précise des obligations auxquelles les gestionnaires d'actifs et autres investisseurs professionnels doivent satisfaire lorsqu'ils choisissent les obligations dans lesquelles investir dépendra en grande partie des termes du contrat signé avec leurs clients. Dans certains cas, il leur faut simplement suivre un indice d'obligations durables, ce qui les place dans l'impossibilité d'acheter des titres classiques. Le plus souvent, toutefois, l'obligation de prendre en considération à la fois le rendement financier et

l'incidence du placement en termes de durabilité ne signifie pas nécessairement que les gestionnaires d'actifs peuvent uniquement acheter des obligations durables pour leurs portefeuilles à revenu fixe. Par exemple, l'achat d'obligations classiques émises par une entreprise au bilan social et environnemental favorable peut parfaitement aller dans le sens des objectifs de durabilité assignés aux gestionnaires d'actifs. Il est néanmoins indéniable que certains sont attirés par la mention « durable » pour de pures raisons de conformité.

De façon moins directe, les compagnies d'assurance, les banques et les administrations centrales peuvent décider d'investir dans des obligations durables par souci de leur réputation ou en réaction à des pressions extérieures. Ainsi, des compagnies d'assurance placent une partie de leurs réserves dans des obligations durables pour pouvoir s'afficher comme des établissements « soucieux de la durabilité » et, ce faisant, attirer peut-être une plus grande clientèle, sans pour autant proposer de produit dit « durable ». De même, les banques dont le portefeuille de prêt fait la part belle aux gros pollueurs peuvent, sous l'effet du lobbying de la société civile, voir leur réputation ternie auprès de la partie de leur clientèle et de leur personnel sensible à la question écologique. Un exemple en est le rapport ci-après, dont il n'est pas nécessaire d'exposer le contenu, son titre étant suffisamment éloquent : « *Lethal Investments: The Health Consequences of Cash Flows into Coal – how major global banks are financing some of the deadliest coal plants in the US* » (« Placements létaux : les conséquences sanitaires des injections de liquidités dans le charbon, ou comment les plus grandes banques mondiales financent des centrales à charbon parmi les plus nocives des États-Unis ») (Sierra Club, 2023^[16]).

Les organisations de la société civile font également pression sur les États et les banques centrales pour qu'elles considèrent les questions de durabilité dans leurs décisions de placement, au motif que les citoyens et citoyennes sont *de facto* les bénéficiaires finals des avoirs publics. Les banques centrales, qui sont généralement les principales entités du secteur public détentrices de titres, achètent des obligations (en particulier, souveraines) pour deux raisons essentielles : (i) dans le cadre d'un programme d'achat d'actifs (par exemple, à des fins d'assouplissement quantitatif) ; (ii) pour se constituer des réserves en devises. Il est établi que la composition des avoirs des États varie selon qu'il s'agit d'obligations classiques ou durables (voir le Graphique 3.13). De plus, une minorité de banques centrales ont des objectifs de durabilité définis dans leur mandat (Dikau et Ulrich, 2021^[17]). C'est le cas de la BCE (Banque centrale européenne, 2022^[18]). Cela peut découler d'un intérêt pour l'impact environnemental et social du portefeuille, mais aussi de la volonté de donner aux investisseurs institutionnels un exemple à suivre en matière de politiques et de pratiques en faveur de la durabilité³.

Il ressort des informations librement accessibles que la plupart des banques centrales des pays membres du G7 n'ont pas pour habitude d'acheter des obligations durables dans le cadre de leurs programmes d'achat d'actifs (analyse de l'OCDE réalisée à l'aide des informations disponibles sur le site web des banques centrales). Vu l'ampleur des avoirs en obligations détenus par les banques centrales (environ 14 000 milliards USD dans les pays membres du G7 en 2023), l'absence des plus importantes d'entre elles sur le marché des obligations durables est pour beaucoup dans les disparités observées entre leur base d'investisseurs et celle des obligations classiques. Au niveau des pays du G7, la seule banque centrale qui a accumulé un stock non négligeable d'obligations durables est l'Eurosystème, dont les achats d'obligations durables, d'entreprise et souveraines confondues, n'ont cessé de croître entre 2018 et 2022 (Elderson et Schnabel, 2023^[19]). La plupart des banques centrales ont cependant mis fin à leurs programmes d'achat d'actifs et ont entrepris de réduire la taille de leur bilan, depuis le début du cycle de durcissement de la politique monétaire, en 2021 et 2022.

Gestion de portefeuille

Même si les conséquences sociales et environnementales des activités des entreprises dans lesquelles il investit ne l'intéressent guère, un investisseur pourra, grâce aux obligations durables, obtenir un rendement maximal pour un niveau de risque donné. Cela se vérifie dans deux cas de figure :

premièrement, lorsque l'investisseur souhaite que l'entreprise en question adopte une nouvelle stratégie qui prenne mieux en compte les tendances environnementales et sociales de long terme, comme le changement climatique, de façon à maximiser la valeur de l'entreprise ; deuxièmement, lorsque l'investisseur souhaite que l'entreprise réduise ses externalités négatives (ou renforce celles qui sont positives) malgré un risque de perte de valeur, le but étant que les autres sociétés du portefeuille en tirent un avantage encore plus important. Par exemple, la réduction des émissions de GES d'une grande société du secteur de l'énergie faciliterait la transition vers une économie bas carbone, ce qui bénéficierait les sociétés du portefeuille qui interviennent dans le secteur du tourisme et disposent d'actifs dans des régions tropicales.

Dans les deux cas, le point le plus important à retenir de ce chapitre est que la souscription d'obligations durables peut, au moins potentiellement, peser sur les décisions des entreprises d'une manière plus efficace que l'achat d'actions ordinaires. Par exemple, les investisseurs sont probablement plus à même d'influer sur la stratégie d'une entreprise en souscrivant des obligations liées à la durabilité qui sont assorties d'objectifs ambitieux de réduction des émissions de GES et prévoient le versement d'un coupon plus élevé en cas de non-réalisation qu'en acquérant une participation minoritaire dans son capital.

Politiques publiques

Des pays et territoires ont mis en place des dispositifs incitatifs de nature réglementaire et financière pour encourager les placements dans les obligations durables, à savoir les obligations ouvrant droit à des crédits d'impôt, les obligations subventionnées et les obligations ouvrant droit à des exonérations d'impôt (CBI, 2022^[20]). Les obligations ouvrant droit à un crédit d'impôt offrent aux acquéreurs la possibilité de bénéficier de cet avantage en lieu et place du traditionnel versement d'intérêts. Les obligations subventionnées donnent lieu à un abondement public destiné à compenser le paiement du montant net des intérêts. Les obligations ouvrant droit à des exonérations d'impôt permettent aux investisseurs de pas payer d'impôt sur le revenu au titre des intérêts, comme celles émises par des municipalités aux États-Unis ou pour financer des projets de parc éolien au Brésil.

Par ailleurs, certaines banques centrales encouragent les placements durables aux fins de la réalisation des objectifs climatiques, généralement par la voie de mesures favorables aux obligations durables (Banque centrale européenne, 2022^[18]). Il peut s'agir d'abaisser les niveaux d'exigence de fonds propres ou d'appliquer un traitement préférentiel aux placements durables dans le calcul de la pondération des risques, de façon à renforcer l'attractivité potentielle de ces placements pour les établissements financiers.

Si les banques détiennent des obligations, c'est notamment pour satisfaire aux exigences qui leur sont imposées en matière d'actifs liquides et pour gérer leurs liquidités de court terme. Dans les deux cas, les obligations leur servent de garanties dans les opérations de mise en pension qu'elles réalisent avec d'autres établissements privés, la banque centrale ou l'office de gestion de la dette. Les banques sont donc fortement incitées à détenir des titres éligibles remplissant les conditions requises pour qu'elles puissent s'acquitter de leurs obligations en matière d'actifs liquides et les utiliser pour leurs opérations de mise en pension. Une analyse des obligations durables souveraines et d'entreprise utilisables dans les opérations de pension révèle qu'elles sont les plus nombreuses en Europe, ce qui explique certainement pourquoi les banques européennes détiennent 84 % des avoirs bancaires en obligations durables connus en juillet 2023 (LSEG, calculs de l'OCDE). Plus précisément, sur les 41 obligations durables souveraines éligibles à la mise en pension auprès de banques centrales, 38 le sont dans des pays européens (32 auprès de la BCE, quatre au Royaume-Uni et deux en Hongrie)⁴ ; sur les 823 obligations durables d'entreprise éligibles à la mise en pension auprès de banques centrales, 750 le sont auprès de la BCE⁵ et sur les 501 obligations durables émises par des organismes ou par des entités supranationales qui sont éligibles à la mise en pension auprès de banques centrales, 463 le sont dans des pays européens (457 auprès de la BCE, quatre en Suède et deux en Suisse)⁶.

Codes de conduite

Aux termes des *Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE* nouvellement modifiés, les codes de conduite sont susceptibles, en complément des dispositifs réglementaires, de favoriser la participation des investisseurs institutionnels à la vie des sociétés dans lesquelles ils investissent (principe III.A). En effet, ils font une place grandissante à la dimension de la durabilité dans les politiques des investisseurs institutionnels en matière de participation et de vote.

Le code de conduite en vigueur au Japon dispose qu'il incombe aux investisseurs institutionnels de faire croître la valeur des entreprises dans lesquelles ils investissent et de rendre leur croissance plus durable, sur la base des critères ESG (Financial Services Agency, 2020^[21]). Pareillement, le code de conduite adopté au Brésil préconise, en troisième principe, que les investisseurs institutionnels intègrent des critères ESG dans leurs procédures de placement et en étudient soigneusement les conséquences sur le développement durable des émetteurs (Associação de Investidores no Mercado de Capitais, 2016^[22]).

Selon le code de conduite britannique, une bonne gestion consiste à chercher à accroître le rendement des placements à long terme au bénéfice de l'environnement et de la société. Il y est également fait le constat que les placements dans d'autres titres que les actions cotées sont en forte hausse. C'est pourquoi ce code de conduite énonce les attentes en matière de communication d'informations concernant les placements à revenu fixe, telles que l'examen des prospectus et documents de transaction (Financial Reporting Council, 2020^[23]).

En revanche, les codes de conduite ne contiennent pas de recommandation traitant spécifiquement des placements dans les obligations durables. Ainsi, aucun des principaux codes de conduite qui existent actuellement n'insiste sur le fait qu'il importe que les investisseurs s'interrogent sur le caractère ambitieux des objectifs de performance qui accompagnent les obligations liées à la durabilité. Celles-ci laissent espérer la concordance de l'intérêt des investisseurs pour la durabilité avec l'impact environnemental et sociétal des entreprises émettrices. Cela dit, une obligation liée à la durabilité assortie d'objectifs non ambitieux constitue de fait une obligation au sens classique du terme puisqu'elle ne modifie en rien le cap des décisions prises à la tête de l'entreprise émettrice.

3.3.2. Incitations à l'intention des émetteurs

L'expansion du marché des obligations durables traduit peut-être une tendance des investisseurs à s'intéresser davantage à des aspects relevant de la conduite durable et responsable des entreprises, cet intérêt agissant comme une incitation à investir dans ce type d'actifs. Il n'est toutefois pas facile de déterminer si des motivations économiques attirent les émetteurs vers ces actifs négociés avec une prime, prime définie, dans le cas des obligations durables, comme une prime verte (*greenium*). Sont présentés dans la partie qui suit de la présente section une vue d'ensemble des ouvrages publiés sur cette notion ainsi que les résultats d'une analyse conduite par l'OCDE.

Le terme « *greenium* » ou « prime verte » fait référence à l'écart de rendement entre une obligation classique et une obligation verte présentant des caractéristiques similaires (Bolton et al., 2022^[24]). Sur le fond, l'existence d'une « prime verte » suppose que l'investisseur accepte un rendement inférieur lorsqu'il investit dans un « actif vert » à celui qu'il aurait été prêt à accepter pour investir dans un actif classique équivalent, en conséquence de quoi l'émetteur peut obtenir des fonds à moindre coût. Cette différenciation se concrétise sur le marché primaire par un prix d'émission plus élevé pour une obligation verte que pour une obligation classique. L'existence d'une « prime verte » sur les marchés secondaires impliquerait qu'une obligation verte soit négociée à un prix supérieur – ou qu'elle offre un rendement inférieur – à celui d'une obligation classique présentant des caractéristiques similaires, ce qui laisserait supposer qu'un investisseur soucieux de l'environnement est prêt à accepter un rendement plus faible en contrepartie de la possibilité qui lui serait donnée de contribuer au financement d'une solution plus verte.

Ouvrages consacrés aux « primes vertes » sur les marchés obligataires

Dans les études antérieures, plusieurs méthodologies et variables clés ont été utilisées pour mettre en évidence l'existence éventuelle d'une prime verte ; les résultats obtenus ont été variables et pas toujours cohérents. Il ressort des conclusions de ces études que si les résultats concernant l'existence d'une prime verte sur le marché primaire varient, ils paraissent plus convergents dans les études principalement consacrées au marché secondaire (MacAskill et al., 2021^[25]).

Si l'on considère une première vague de publications, on constate que les données sur l'existence d'une prime verte qui y sont présentées offrent un tableau contrasté. Hinsche (Hinsche, 2021^[26]) a mené à bien ses études en employant des méthodes et des échantillons différents pour vérifier l'existence d'une prime verte et il a mis en évidence l'existence d'une prime négative pour les obligations vertes Next Generation EU émises par la Commission européenne. Zerbib (Zerbib, 2019^[27]) s'est attaché à évaluer l'influence des préoccupations environnementales sur les prix des obligations à l'aide d'une méthode d'appariement, puis en recourant à un modèle d'analyse de régression en deux étapes pour comparer les écarts de rendement entre obligations vertes et obligations classiques sur le marché secondaire. Sur un échantillon couvrant la période allant de juillet 2013 à décembre 2017, une prime marginale négative de 2 points de base a été mise en évidence, principalement pour les sociétés financières et les obligations mal notées. Bolton et al. (Bolton et al., 2022^[24]) font état de plusieurs conclusions essentielles. Dans un premier temps, ils observent que la prime verte, s'il y en a une, n'apparaît pas immédiatement dans les données. Malgré une tentative solidement étayée pour la mettre en évidence à partir d'un échantillon de 63 paires d'obligations émises par la même entité, libellées dans la même monnaie et avec la même échéance (moins d'un an), leurs efforts se sont révélés infructueux. Leur seconde tentative, fondée sur une comparaison d'« obligations jumelles » (à échéance identique) émises par des pays de l'UE, leur a permis de déceler une prime verte statistiquement significative, bien que modeste, se situant dans une fourchette comprise entre zéro et un nombre à un seul chiffre de points de base (Bolton et al., 2022^[24]). Les données relatives au marché des obligations vertes émises par des collectivités territoriales aux États-Unis donnent à penser que la prime verte n'est que le produit d'une évolution plus récente. Il ressort d'un passage en revue d'un vaste ensemble de données sur les obligations émises par des collectivités territoriales américaines que, globalement, la courbe de rendement des obligations vertes se situe systématiquement en-dessous de celle des obligations classiques (Karpf et Mandel, 2018^[28]). Enfin, Ando et al. (Ando et al., 2022^[29]) ont mis en évidence une prime verte moyenne de 3.7 points de base pour les obligations d'État libellées en EUR, et de près de 30 points de base pour les obligations d'État libellées en USD.

En revanche, Ehlers et Packer (Ehlers et Packer, 2017^[30]) ne font pas apparaître la moindre prime de prix dans leur analyse du marché secondaire alors même qu'ils en ont décelé une pour les obligations vertes sur le marché primaire. Tang et Zhang (Tang et Zhang, 2018^[31]) n'ont eux non plus montré aucune prime de prix dans leur analyse de l'écart de rendement entre des obligations émises par une même société émettrice au cours d'une même année. Néanmoins, en travaillant sur un échantillon plus important, ils ont observé que les obligations vertes avaient été émises avec un écart de rendement inférieur de 6.94 points de base à celui des autres obligations émises par des entreprises similaires. Une étude conduite récemment par Doronzo et al. (Doronzo, Siracusa et Antonelli, 2021^[32]) visait à comparer les prix des obligations en France, en Belgique, en Irlande et aux Pays-Bas. Les résultats de cette étude ont montré que les rendements des obligations vertes souveraines étaient presque identiques à ceux des obligations d'État classiques, ce qui est cohérent avec les conclusions présentées précédemment pour les obligations vertes émises par des entreprises et des collectivités territoriales. Les conclusions présentées dans un autre document (ESMA, 2023^[33]) ne confirment pas l'existence d'un avantage, en termes de prix, uniforme ou commun à toutes les catégories d'obligations durables. En outre, l'étude révèle que les primes de prix encaissées par certains émetteurs peuvent être attribuées à leurs caractéristiques propres plutôt qu'à leurs engagements contractuels en matière de durabilité.

Ces conclusions mitigées donnent à penser que s'il existe bien une prime verte qui a des effets incitatifs sur les émetteurs d'obligations durables, elle est généralement minime – sauf peut-être dans certains pays très exposés aux effets du changement climatique, de la transition et des risques matériels (Bolton et al., 2022^[24]).

Analyse d'une prime pour les obligations durables

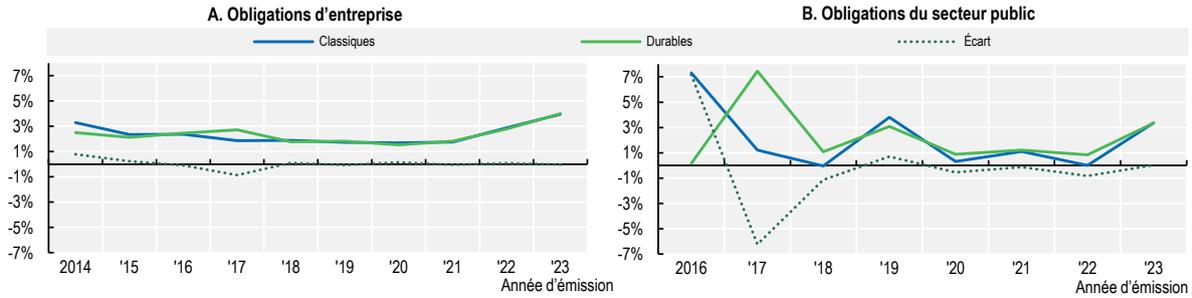
Les résultats obtenus à l'issue d'une analyse de données d'observation qui sont présentés dans ce rapport convergent avec ceux trouvés dans les publications. La prime pour une obligation classée dans la catégorie « durable » n'est pas statistiquement significative et peut dépendre de plusieurs variables qui ne sont pas totalement liées à la nature intrinsèque des obligations. Il a été possible, en utilisant un échantillon de données se composant de 69 718 obligations d'entreprise et de 63 022 obligations du secteur public, dont respectivement 5 563 et 270 étaient des obligations durables, et en suivant la méthodologie décrite dans Bolton et al. (Bolton et al., 2022^[24]), d'obtenir deux ensembles d'obligations présentant une correspondance quasi-exacte pour les deux catégories : 1 736 obligations d'entreprise appariées et 72 obligations du secteur public appariées (voir Annexe 3.B pour en savoir plus sur les statistiques descriptives et la méthodologie complète). Dans ces deux ensembles, chaque obligation durable est comparée à une obligation classique pour les sept variables suivantes : émetteur, monnaie, date d'émission, année d'échéance, coupon, catégorie de coupon (obligation à taux fixe ou variable) et catégorie de titre (adossé à un actif, indexé sur l'inflation, etc.).

Il est essentiel de comparer des obligations durables et classiques émises par la même entité car les différences entre émetteurs peuvent exercer une influence sur les caractéristiques des obligations durables dont les effets ne sont pas immédiatement observables. Le principal résultat de ces travaux empiriques consistant à appliquer un critère et un modèle de régression linéaire simple a été qu'aucune preuve statistiquement significative de l'existence d'une prime n'a été trouvée, prime dont l'expression concrète aurait été, en l'espèce, l'effet, sur le rendement à l'échéance, de la qualification de l'obligation considérée comme « durable ». En ce qui concerne les obligations du secteur public, les résultats doivent toutefois être interprétés avec circonspection compte tenu du nombre limité d'observations.

Lorsqu'on s'intéresse à l'écart de rendement à l'échéance entre des obligations durables et des obligations classiques correspondantes, les tendances observées ne font pas apparaître de différences particulières, ni constantes (Graphique 3.18), mais elles font en revanche ressortir une tendance commune, pour ce qui est de la différence de rendement, d'environ 1 et 3 points de base respectivement (0.01 % pour les obligations du secteur public, - 0.03 % pour les obligations d'entreprise). Ces différences, si elles existent, ne sont ni statistiquement significatives, ni cohérentes. Par ailleurs, au vu de la prime moyenne calculée en fonction de la monnaie et du domicile de l'émetteur, non seulement l'absence constante de « prime de durabilité » est confirmée, mais on s'aperçoit en outre qu'il n'y a pas de tendance commune potentielle (Graphique 3.20).

Si l'on considère les moyennes, pour le secteur public, au cours de la période 2016-19, la prime de durabilité de 145 points de base (- 1.45 %) donne à penser que les obligations durables ont offert un rendement sensiblement inférieur à celui des obligations classiques. À l'inverse, sur la période 2020-23, les obligations durables ont produit un rendement supérieur en moyenne d'un point de base (0.102 %) à celui des obligations classiques. Dans le secteur des obligations d'entreprise, la prime a même été plus faible. Sur la période 2014-18, les obligations durables d'entreprise ont produit un rendement supérieur de 6 points de base (0.06 %) en moyenne à celui des obligations classiques comparables. Cette différence a été ramenée à 4 points de base (0.038 %) sur la période 2019-23, ce qui dénote une tendance à la parité des rendements entre obligations durables et classiques.

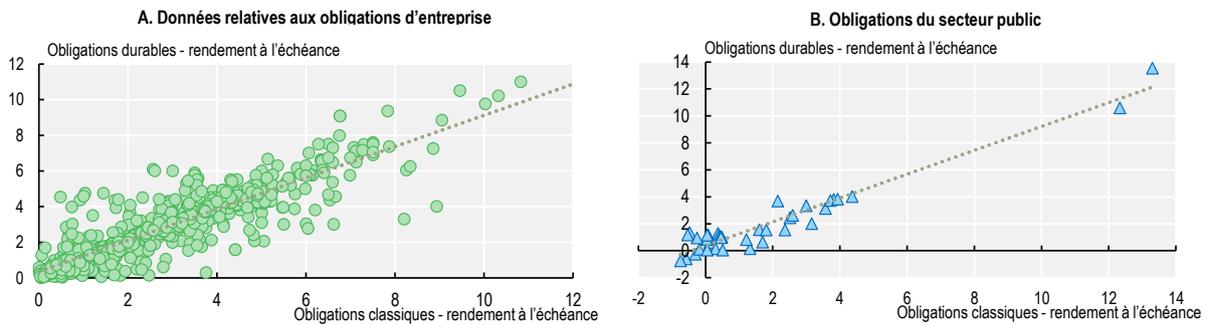
Graphique 3.18. Écart moyen de rendement à l'échéance entre obligations classiques et obligations durables pour des obligations d'entreprise et des obligations du secteur public correspondantes



Note : seules les paires d'obligations appariées sont prises en compte. Les procédures d'appariement reposent sur une méthodologie des appariements précise (voir 0) tenant compte de l'émetteur, du type de coupon et de la monnaie, et de la correspondance la plus proche pour la date d'émission, l'année d'émission, l'année de l'échéance et le coupon.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

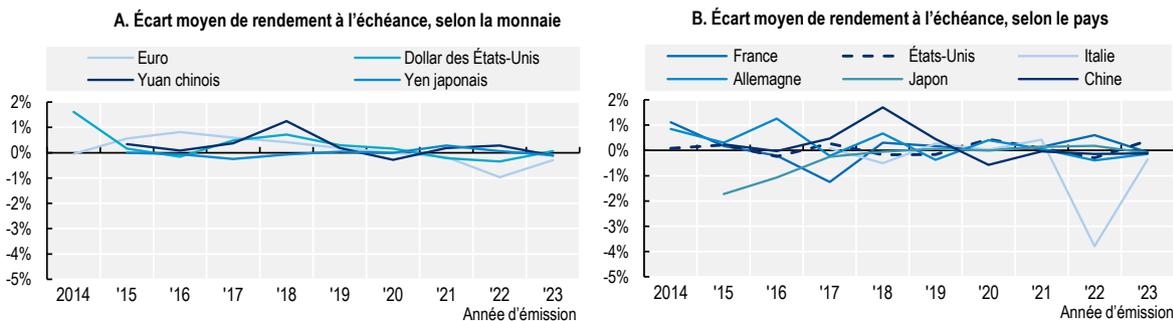
Graphique 3.19. Rendement à l'échéance des obligations classiques et des obligations durables pour des obligations d'entreprise et des obligations du secteur public correspondantes, 2014-23



Note : seules les paires d'obligations appariées sont prises en compte. Les procédures d'appariement reposent sur une méthodologie des appariements précise (voir 0) tenant compte de l'émetteur, du type de coupon et de la monnaie et de la correspondance la plus proche pour la date d'émission, l'année d'émission, l'année de l'échéance et le coupon.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

Graphique 3.20. Écart moyen de rendement à l'échéance entre obligations classiques et obligations durables



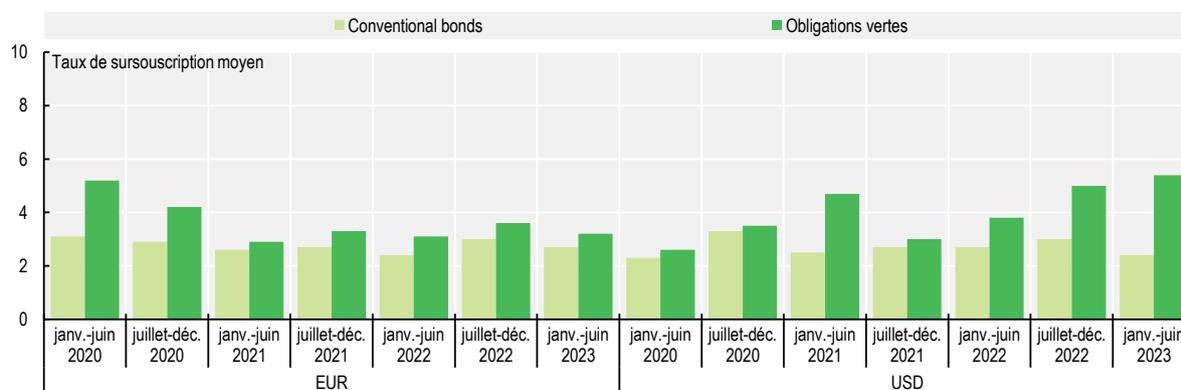
Note : seules les paires d'obligations appariées sont prises en compte. Les procédures d'appariement reposent sur une méthodologie des appariements précise (voir 0) tenant compte de l'émetteur, du type de coupon et de la monnaie et de la correspondance la plus proche pour la date d'émission, l'année d'émission, l'année de l'échéance et le coupon.

Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

Tendances observées en ce concerne la sursouscription

Lorsque l'on considère les émissions massives d'obligations vertes qui ont été réalisées en EUR et en USD au cours des trois dernières années, on observe de manière régulière des taux de sursouscription (à savoir le total des ordres reçus en excédent de la valeur de l'émission) en moyenne légèrement plus élevés que pour les obligations classiques. Les taux de sursouscription varient entre 2.6 et 5.4 pour les obligations vertes, et entre 2.3 et 3.3 pour les obligations classiques (Graphique 3.21).

Graphique 3.21. Taux de sursouscription moyen dans le cas d'obligations vertes et d'obligations classiques équivalentes



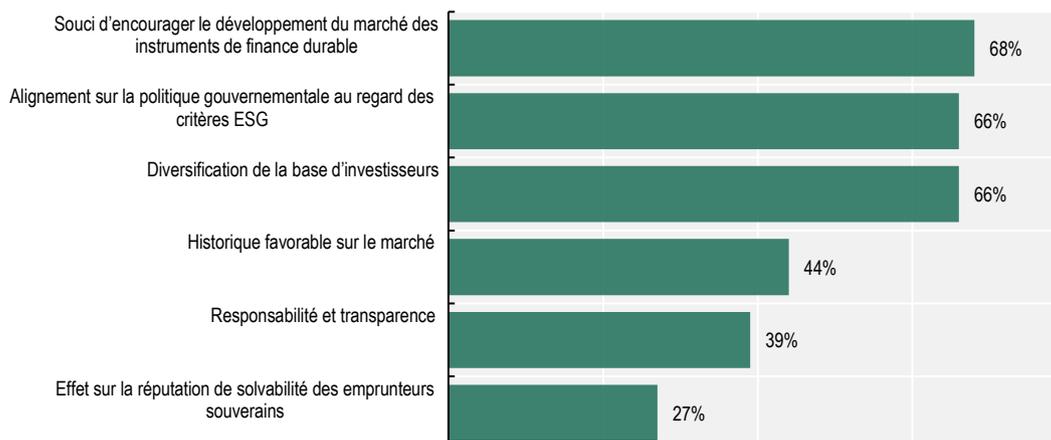
Source : Climate Bond Initiative, (CBI, 2023^[34]).

Prise en compte des facteurs de durabilité dans la gestion de la dette publique

D'après une enquête réalisée en 2022 auprès de membres de l'OCDE et de pays candidats à l'adhésion (OCDE, 2023^[35]), les administrations centrales prennent en considération les facteurs de durabilité dans le cadre de leurs activités de gestion de la dette, à savoir notamment l'émission d'obligations durables, et ce, pour de nombreuses raisons (Graphique 3.22). Les motivations les plus fréquentes, mentionnées par approximativement les deux tiers de ces pays, sont la volonté de favoriser le développement du marché des instruments de financement durable, de faire en sorte que les activités de gestion de la dette soient en phase avec la politique gouvernementale au regard des critères ESG et de diversifier la base d'investisseurs pour la dette souveraine. Les autres motivations sont notamment le souci d'améliorer la reddition de comptes et la transparence des initiatives des pouvoirs publics en matière de développement durable et de climat et d'améliorer la réputation de solvabilité des emprunteurs souverains.

A contrario, il est intéressant de noter que les pays renoncent souvent à émettre des obligations durables afin de réduire le plus possible les coûts de financement faute de pouvoir observer qu'ils peuvent raisonnablement compter sur une prime verte lorsqu'ils recourent à des emprunts obligataires durables. De plus, parmi les principales motivations fréquemment mentionnées, une seule (la diversification de la base d'investisseurs) est directement liée à la gestion de la dette alors que toutes les autres relèvent principalement du souci de favoriser le développement durable grâce à l'expansion des marchés financiers, à l'amélioration de la transparence ou à un accompagnement de la politique gouvernementale en matière de durabilité.

Graphique 3.22. Motifs incitant les pays de l'OCDE et les pays candidats à l'adhésion à prendre en considération les facteurs de durabilité dans le cadre de leurs activités de gestion de la dette



Source : OCDE (2022) et Enquête auprès des pays candidats à l'adhésion sur les évolutions observées sur les marchés primaires (OCDE, 2023^[35])

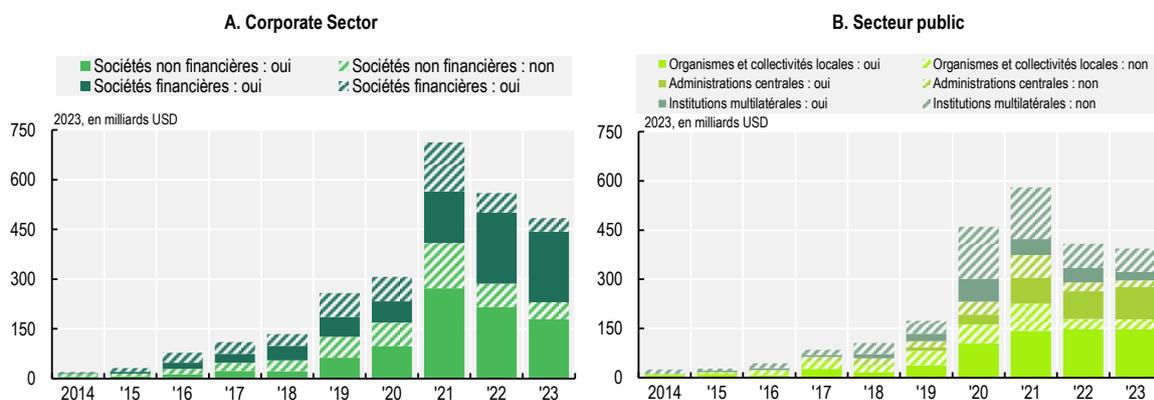
3.3.3. Prestataires de services

Comme pour tout emprunt obligataire, l'émetteur doit généralement faire appel à un chef de file, qui est responsable de l'émission des obligations durables. Un mandataire indépendant peut être nommé pour représenter les intérêts des détenteurs d'obligations. Entre autres activités, les chefs de file peuvent se charger de prendre contact avec les investisseurs potentiels, remplir les obligations de dépôt documentaire et veiller à ce que l'émission soit conforme aux exigences réglementaires. Des mandataires sont généralement désignés lorsque les obligations vont être proposées à un grand nombre d'investisseurs, auquel cas les investisseurs individuels risquent de ne pas être incités à s'assurer que l'émetteur a rempli toutes ses obligations.

Dans les cas où il y a à la fois des souscripteurs et des mandataires, rien ne prouve que leurs commissions soient plus élevées dans le cas d'obligations durables que dans le cas d'obligations classiques. Dans l'analyse de l'OCDE présentée dans la section 3.3.4 ci-après, il est question de deux cas dans lesquels des sociétés non financières émettent chacune à la fois des obligations liées à la durabilité et des obligations classiques. Dans ces deux cas, la commission du souscripteur a été légèrement plus faible pour l'émission d'obligations liées à la durabilité que pour l'émission d'obligations classiques. C'est pourtant un résultat inattendu car, toutes choses égales par ailleurs, les souscripteurs et les mandataires ont, pour les obligations durables, un champ d'analyse plus vaste à couvrir et de ce fait, une responsabilité éventuelle à assumer dans l'émission. Il arrive par exemple qu'ils soient amenés à évaluer si une obligation durable peut effectivement être considérée comme telle, et un mandataire peut être contractuellement tenu de vérifier si l'émetteur s'est conformé à ses obligations en matière de communication d'informations sur l'affectation du produit dans le cas d'obligations GSS. Les prestataires de services peuvent décider d'alourdir la facture au motif que le périmètre de leurs activités est plus vaste, de même que leur responsabilité potentielle, mais au moins dans les prospectus analysés aux fins du présent chapitre (voir description de l'échantillon dans la section 3.3.4), les souscripteurs font souvent figurer un avertissement indiquant qu'il existe un risque que l'obligation durable ne soit pas considérée comme un « titre de financement durable » selon la réglementation applicable à l'investisseur. En outre, il semble qu'une pratique relativement courante consiste à indiquer que l'« évaluation indépendante » ne figure pas, pour référence, dans le prospectus, ce qui peut signifier, concrètement, que le souscripteur n'est pas responsable si celle-ci n'est pas exacte.

Ce qui représente clairement un coût supplémentaire dans le cas d'une émission d'obligations durables, par comparaison avec une émission d'obligations classiques, c'est la pratique de marché consistant à fournir une évaluation indépendante visant à déterminer si le contrat obligataire est conforme à une norme spécifique relative aux obligations durables (la plus commune étant les principes de l'ICMA, comme mentionné dans la section 3.2.5) et/ou à une taxonomie des activités durables. Dans les principes de l'ICMA, pour que les émetteurs puissent revendiquer la conformité à la norme, une évaluation indépendante est recommandée, mais elle n'est pas obligatoire.

Graphique 3.23. Émission d'obligations durables avec (sans) recours à un prestataire indépendant



Source : ensemble de données de l'OCDE sur la durabilité des entreprises, LSEG.

L'émission d'obligations durables donne de plus en plus souvent lieu à la délivrance d'une assurance par un prestataire indépendant. Si en 2019, il était fait appel à un prestataire indépendant pour 47 % des émissions d'obligations durables d'entreprise, ce chiffre a atteint 81 % en 2023. Le secteur public a également fait appel à des prestataires indépendants pour ses emprunts obligataires. En 2023, les émissions de respectivement 83 % et 82 % des obligations durables émises par des organismes publics et collectivités locales et par des administrations centrales avaient donné lieu à l'intervention de prestataires indépendants. Les institutions multilatérales, en revanche, ont moins fréquemment fait appel à des prestataires indépendants pour l'émission d'emprunts obligataires durables puisqu'elles ne l'ont fait que pour 26 % seulement des obligations durables qu'elles ont émises en 2023 (Graphique 3.23). À l'échelle mondiale, les prestataires de services qui ont produit le plus grand nombre d'évaluations indépendantes sont notamment des entreprises appartenant à des groupes réputés pour leurs indices et leurs activités de notation de crédit et de conseil de vote. Les cabinets d'audit ne s'y essaient que dans une moindre mesure.

Certains des prestataires qui fournissent des évaluations indépendantes et d'autres prestataires de services proposent des examens d'assurance qualité portant sur d'autres aspects des obligations durables avant et après l'émission. L'*assurance qualité avant l'émission* peut recouvrir, par exemple, un passage en revue des processus suivis pour statuer sur l'éligibilité des projets ou pour établir une estimation de l'impact social ou environnemental des projets qui seront financés par l'émission. L'*assurance qualité après l'émission* peut recouvrir par exemple une évaluation de l'impact effectif des projets financés par l'émission d'obligations GSS ou un examen de la performance de l'émetteur au regard des indicateurs clés de performance choisis pour un emprunt obligataire lié à la durabilité. Comme indiqué dans la section 3.2.5, une assurance qualité après l'émission portant sur la performance au regard d'indicateurs clés est une condition qui, si elle est remplie, autorise l'émetteur à revendiquer légitimement la conformité aux principes de l'ICMA applicables aux obligations liées au développement durable.

Les prestataires de services qui proposent des évaluations indépendantes ainsi que des examens d'assurance qualité avant et après l'émission s'appuient sur certaines normes pour orienter la conduite de ces exercices. Ces normes sont par exemple la Norme internationale relative aux missions d'assurance (ISAE) 3000 dans le cas de missions d'assurance autres que les vérifications ou les examens d'informations historiques, norme établie par le Conseil des normes internationales d'audit et d'assurance (organisation qui s'applique actuellement à élaborer la Norme internationale d'assurance en matière de durabilité 5000). S'agissant plus précisément des obligations durables, il existe également la norme de la CBI régissant les obligations climatiques (Climate Bonds Standard) et les Lignes directrices de l'ICMA applicables aux examens, par un vérificateur externe, des émissions d'obligations vertes, sociales et de durabilité.

Les mêmes conflits d'intérêts qui existent dans le cas d'auditeurs externes et d'agences de notation financière existent également pour les prestataires fournissant des évaluations indépendantes et d'autres services d'assurance qualité délivrés à l'occasion de l'émission d'obligations durables. Les émetteurs peuvent choisir les mêmes prestataires de services pour plusieurs émissions d'obligations, étant entendu que leur prestation relève de l'intérêt général. Si la plupart des auditeurs externes et certaines agences de notation sont soumis à une réglementation et à une surveillance, les prestataires fournissant des évaluations indépendantes et d'autres services d'assurance qualité délivrés à l'occasion de l'émission d'obligations durables ne font pas l'objet – à quelques exceptions près – de la même attention.

Dans le cadre approuvé au titre de la norme européenne sur les obligations vertes, toutes les obligations vertes devront faire l'objet d'un examen, par un prestataire de services externe, portant sur leur conformité à la norme et sur l'alignement des projets éligibles sur la taxonomie des activités durables de l'UE (Commission européenne, 2023^[36]). Il est à noter que les entreprises produisant ces évaluations indépendantes devront être enregistrées auprès de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et supervisées par elle. De même, il est prévu, dans le cadre de la Climate Bonds Initiative, d'agréer les prestataires d'assurance qualité pour les obligations durables à l'issue d'un examen permettant de déterminer s'ils suivent les lignes directrices sur les meilleures pratiques concernant l'éthique, l'indépendance, la gestion des conflits d'intérêts, la compétence, la documentation et les contrôles qualité (CBI, 2023^[34]).

3.3.4. Contrats

Il y a au moins deux explications au fait que les obligations durables ne bénéficient pas systématiquement d'une prime au titre de leur « durabilité » comme le montre l'analyse présentée dans la section 3.3.2. Premièrement, les investisseurs peuvent ne pas accorder, dans les éléments qu'ils prennent en considération, un rang prioritaire à l'impact social et environnemental de leurs investissements, et certains points essentiels soulevés dans la section 3.3.1 peuvent laisser penser que cette hypothèse peut être avérée pour certains investisseurs institutionnels. Deuxièmement, il se peut que, même s'ils le font, les acteurs du marché aient encore besoin d'améliorer la conception des contrats relatifs à des emprunts obligataires durables pour répondre à leurs attentes.

Une analyse menée sur un échantillon de 120 obligations durables émises entre 2017 et 2022 peut apporter un éclairage nouveau sur les pratiques de marché en ce qui concerne la conception des contrats obligataires. L'échantillon se compose des 60 plus grosses émissions et de 60 émissions choisies de manière aléatoire dont les prospectus sont facilement accessibles en anglais dans les bases de données financières ; ces émissions appartiennent aux catégories suivantes : obligations GSS émises par des sociétés financières (23) ; obligations GSS émises par des sociétés non financières (24) ; obligations liées à la durabilité émises par des sociétés financières (18) ; obligations liées à la durabilité émises par des sociétés non financières (28) ; obligations GSS émises par des entités du secteur public (23) ; obligations liées à la durabilité émises par des entités du secteur public (4). L'échantillon inclut des émetteurs de pays et territoires tels que l'Afrique du Sud, l'Australie, les Bermudes, le Brésil, le Canada, le Chili, la Chine, les

États-Unis, la France, Hong Kong (Chine), le Japon, le Luxembourg, le Mexique, la Nouvelle-Zélande et l'Uruguay. Il inclut également des institutions multilatérales comme la Banque africaine de développement et l'Union européenne.

S'agissant de l'« affectation du produit » de l'émission dans le cas des obligations GSS figurant dans l'échantillon, trois points méritent d'être soulevés : la possibilité d'un refinancement ; l'existence de pénalités contractuelles ; et l'engagement à fournir une attestation annuelle d'affectation du produit.

Comme autorisé par les principes de l'ICMA relatifs à l'affectation du produit, les deux tiers (65 %) des prospectus établis pour des émissions GSS mentionnent que le refinancement de projets éligibles existants par le produit de l'émission est autorisé, mais, contrairement à ce qui est préconisé dans les principes susmentionnés, ils ne contiennent pas d'estimation des parts respectives du financement et du refinancement. Il est à noter qu'aucun prospectus de l'échantillon ne mentionne expressément que le produit de l'émission ne pourra pas être affecté à une opération de refinancement. La possibilité de refinancer un actif éligible peut dissuader l'émetteur de le vendre, et comme cet actif existe déjà, il n'y a pas de nouvel investissement. De fait, dans certaines circonstances, il peut même se révéler préjudiciable, pour la société, d'inciter une entreprise ayant accès au marché des obligations durables à conserver un actif au lieu de le céder à une autre entreprise qui pourrait être en mesure de l'exploiter de manière plus efficace, mais n'a pas facilement accès aux marchés financiers (par exemple si la première entreprise citée est une société cotée alors que la seconde ne l'est pas).

Aucun prospectus d'obligations GSS de l'échantillon ne mentionne non plus l'application d'une pénalité contractuelle dans le cas où l'émetteur n'utiliserait pas l'intégralité du produit pour financer ou refinancer des projets éligibles. Le prospectus d'une grande émission lancée par une société non financière indique même que 70 % du produit sera investi dans des projets verts éligibles, mais que le solde sera utilisé pour financer le fonds de roulement de l'émetteur. Pour 37 % des émissions obligataires, le prospectus précise que le non-respect de l'engagement d'affecter le produit de l'émission à des projets éligibles ne peut être considéré comme un motif de non-rémunération de l'obligation GSS. Bien entendu, cela ne signifie pas que les émetteurs peuvent simplement ignorer leur obligation d'affecter le produit de l'émission conformément à ce qui est prévu dans le contrat obligataire. Par ailleurs, constat symptomatique du peu d'importance qu'elles ont aux yeux des acteurs du marché, il arrive que certains prospectus ne mentionnent pas les pénalités qui sont pourtant de fait prévues par le contrat obligataire. Néanmoins, laisser comme seul recours aux investisseurs une action en justice visant à obtenir des dommages-intérêts ne permet peut-être pas de leur offrir une sécurité suffisante dans certains pays et territoires, d'autant que le préjudice réel peut se révéler difficile à évaluer en pareil cas.

Toujours en ce qui concerne les obligations GSS de l'échantillon, la moitié seulement des prospectus précise que l'émetteur fournira une attestation annuelle d'« affectation du produit ». Dans deux cas, il est prévu que l'attestation d'« affectation du produit » sera publiée tous les trimestres. Si le prestataire de l'attestation choisi est très qualifié et véritablement indépendant de l'émetteur, l'information pourrait être valable pour les investisseurs. Dans un nombre plus réduit de prospectus (35 %), il est indiqué que l'émetteur doit fournir une attestation annuelle – et dans deux cas, une attestation trimestrielle – portant sur l'impact des projets financés par l'émission d'obligations GSS (21 émissions sur 60).

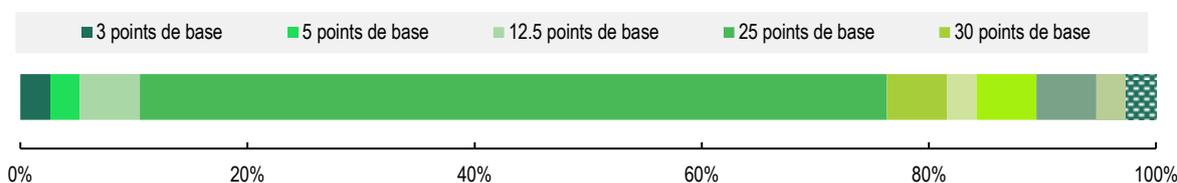
S'agissant des obligations liées à la durabilité de l'échantillon, deux points méritent d'être soulevés : les conséquences d'un non-respect des objectifs de performance en matière de durabilité ; et l'engagement à produire un rapport sur les performances au regard des indicateurs clés de performance relatifs aux objectifs.

Tous les émetteurs de l'échantillon, à l'exception de trois, doivent faire face à la même conséquence s'ils ne parviennent pas à atteindre l'(les) objectif(s) de performance en matière de durabilité fixé(s) dans le contrat obligataire : une hausse du taux du coupon annuel à compter de la date fixée à l'avance pour la réalisation de l'objectif (Graphique 3.24). Cette hausse varie entre 5 points de base (soit 0.05 % par an) et 85 points de base (soit 0.85 % par an). Dans 42 % des cas, elle s'établit à 25 points de base. Dans trois

cas seulement d'emprunts obligataires émis par des sociétés non financières, la « pénalité » pour non-respect de l'objectif prend la forme d'un versement exceptionnel équivalent à 10, 20 ou 25 points de base. Les fonds doivent alors soit être versés à des organisations de défense de l'environnement éligibles ou des administrations locales, soit être utilisés pour acheter des crédits d'émission de carbone et pour financer des projets verts (et non être versés aux porteurs comme pour toutes les autres obligations liées à la durabilité).

Il est intéressant de noter que pour près de la moitié (42 %) des obligations liées à la durabilité de l'échantillon, un seul objectif de performance en matière de durabilité avait été fixé. Dans le cas de cinq émissions d'obligations d'entreprise liées à la durabilité, trois objectifs, et pour toutes les autres émissions, deux objectifs de performance en matière de durabilité avaient été fixés, notamment pour les deux émissions obligataires liées à la durabilité de l'échantillon lancées par des administrations centrales. Concernant les obligations liées à la durabilité, il apparaît que la pénalité pour non-respect de chaque objectif est de 12.5 points de base au Chili ; en Uruguay, une majoration de 15 points de base (à savoir une pénalité) pour non-respect de chaque objectif, et inversement une minoration de 15 points de base (à savoir une prime) pour chaque objectif atteint est appliquée. Pour les 26 émissions d'obligations liées à la durabilité de l'échantillon, le rendement à l'échéance varie de 0 % à 13.84 %, la médiane s'établissant à 5.36 %.

Graphique 3.24. Hausse maximum du taux du coupon attaché à des obligations liées à la durabilité



Source : prospectus des obligations liées à la durabilité, analyses et calculs de l'OCDE.

Dans près de la moitié (46 %) des prospectus d'obligations d'entreprise liées à la durabilité de l'échantillon et pour deux des quatre emprunts obligataires liés à la durabilité émis par le secteur public, un rapport sur la performance au regard des indicateurs clés de performance relatifs aux objectifs est présenté chaque année aux investisseurs. En ce qui concerne les autres émissions d'obligations d'entreprise liées à la durabilité de l'échantillon, soit un tel rapport ne doit être présenté qu'une fois que les objectifs sont censés avoir été atteints, soit le prospectus ne mentionne pas d'engagement à publier un rapport de performance. Dans le cas de deux émissions d'obligations souveraines liées à la durabilité de l'échantillon, la fréquence des rapports n'est pas annuelle pour tous les indicateurs clés de performance car, comme expliqué dans les prospectus, les évaluations dépendent d'une collecte de données onéreuse (recueil d'images satellites, etc.). La communication annuelle d'informations sur les performances est effectivement une exigence posée dans les principes de l'ICMA applicables aux obligations liées à au développement durable pour des raisons légitimes évidentes. Dans certains cas, la promesse est également faite qu'il sera fait appel à un prestataire de services pour garantir la qualité des rapports mentionnés. Si la tenue des comptes et l'obligation d'information sur les performances de l'émetteur au regard d'indicateurs clés de performance pertinents peut se révéler coûteuse, la communication des rapports correspondants à un rythme annuel – et non uniquement lorsque l'objectif est censé avoir été atteint – peut être importante pour les investisseurs. Il en est ainsi par exemple si les objectifs sont ambitieux et si les pénalités prédéfinies ont leur importance pour le rendement de l'émission car les investisseurs peuvent prendre en compte la possibilité de percevoir un coupon plus élevé une fois que le prix de l'obligation liée à la durabilité aura été établi.

Lors de toute émission d'obligations souveraines, les investisseurs doivent avoir conscience qu'il peut se révéler difficile pour eux d'obtenir ou de faire exécuter des décisions prises par des tribunaux étrangers à

l'encontre d'États souverains. Tout particulièrement dans le cas d'obligations liées à la durabilité, il peut même être compliqué pour les investisseurs d'obtenir, auprès de l'institution judiciaire de l'émetteur souverain, le paiement de la majoration du coupon due si un objectif de performance en matière de durabilité n'a pas été atteint. L'existence d'un contrat obligataire n'est pas toujours considérée comme une raison suffisante pour limiter le pouvoir des élus de légiférer et de définir des politiques publiques différentes de celles envisagées au moment de l'émission obligataire. Bien entendu, une modification du contrat obligataire portant sur des obligations liées à la durabilité, ou la décision de ne pas verser la majoration du coupon due contractuellement, risque d'être préjudiciable à la réputation de l'émetteur souverain auprès des investisseurs, ce qui peut suffire pour le dissuader de ne pas se conformer à ses engagements. Néanmoins, cette incertitude juridique et politique peut expliquer pourquoi, comme indiqué dans la section 3.2, les emprunts obligataires liés à la durabilité sont beaucoup moins intéressants pour des émetteurs souverains que pour des entreprises.

3.3.5. Effet de l'émission d'emprunts obligataires durables souverains sur le marché

La présente section propose une analyse visant à déterminer si l'émission d'emprunts obligataires durables souverains a favorisé l'essor du marché des obligations durables d'entreprise. Elle porte principalement sur les obligations vertes, qui constituent le type d'obligations le plus fréquemment utilisé par les émetteurs souverains (OCDE, 2023^[35]), et sur le secteur des sociétés non financières en raison du fait que les obligations vertes émises par des sociétés financières sont différentes dans leur conception étant donné que le produit de l'émission est utilisé pour financer des prêts verts, et non des projets verts. En conséquence, les obligations d'État vertes sont plus facilement comparables aux obligations émises par des sociétés non financières et, partant, on peut affirmer qu'elles peuvent davantage bénéficier des retombées des émissions de titres d'État.

Les marchés de titres rassemblent une masse d'émetteurs qui ont besoin de financements, des investisseurs qui cherchent à investir leur épargne et des intermédiaires qui assurent le lien entre les uns et les autres. La rencontre se déroule dans un environnement juridique et réglementaire qui a pour objet de faciliter la découverte des prix et de garantir la propriété des titres et le règlement des transactions. Un marché qui fonctionne bien permet aux investisseurs et aux émetteurs d'échanger leurs titres moyennant de faibles coûts de transaction et en ayant l'assurance de réduire le plus possible le risque de contrepartie. Le développement des marchés obligataires a pris encore des années dans les pays de l'OCDE dans le sillage de l'élaboration de cadres de politiques budgétaire et monétaire crédibles, l'expansion des marchés des titres d'État, la mise au point de cadres juridiques et réglementaires sains et l'évolution du savoir-faire des intermédiaires intervenant sur les marchés. Si les obligations durables sont un instrument relativement nouveau, elles ont vu le jour pendant une période durant laquelle les marchés obligataires s'étaient déjà bien développés et elles ont largement bénéficié de la structure actuelle du marché mise en place pour les obligations classiques.

Les administrations centrales, qui sont généralement les plus gros émetteurs dans leurs pays ou territoires respectifs, ont joué un rôle important dans le développement des marchés obligataires. Elles ont vocation à être un prestataire prévisible et actif de titres pour un grand nombre de catégories de titres couvrant tout l'éventail des échéances, et à attirer une base d'investisseurs diversifiée vers le marché obligataire national. De plus, leurs émissions permettent aux acteurs du marché de se servir des rendements assurés par l'État comme d'un indicateur pour établir une courbe de rendement de référence correspondant au taux d'intérêt « sans risque de crédit ». Cette courbe est la principale référence pour la courbe globale de taux des obligations non souveraines, dont bénéficie grandement la découverte des prix.

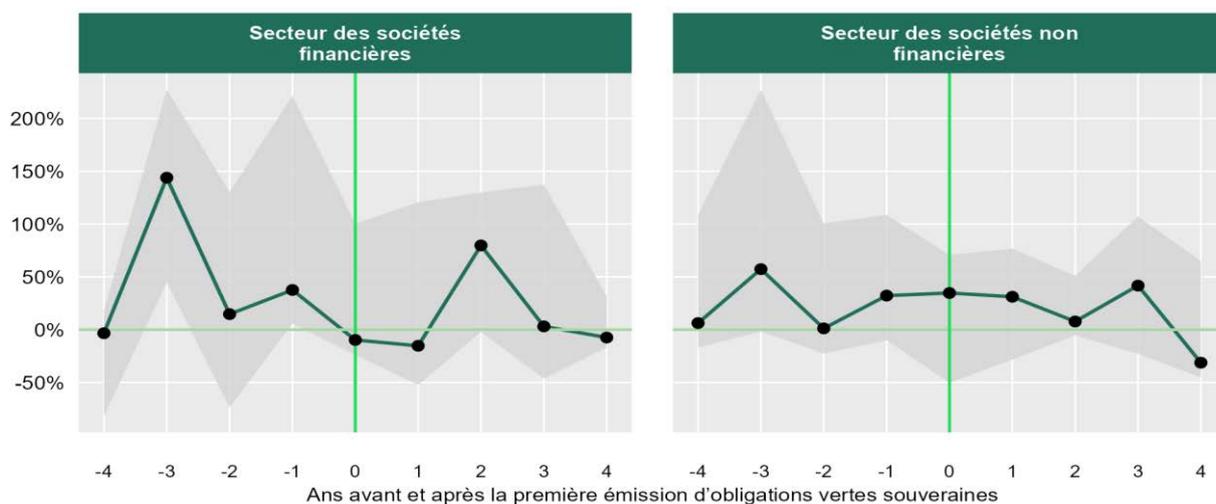
En émettant des obligations durables, de nombreux États se sont donné pour but de jouer le même rôle, pour encourager l'essor d'un marché des obligations durables, que celui qu'ils ont joué en faveur du développement du marché des obligations classiques (se reporter au Graphique 3.22). Dans le contexte du marché des obligations durables, cette action de soutien peut prendre la forme de l'établissement de

repères pour le cadre, l'affectation et les rapports d'impact, ainsi que d'initiatives de sensibilisation aux questions de durabilité.

L'ouverture d'un marché des obligations durables d'entreprise n'a été dans l'ensemble ni motivée, ni encouragée par des émissions de titres par des administrations centrales. Dans la plupart des cas, c'est le contraire qui s'est passé : pour ce qui est des emprunts obligataires durables, c'est le secteur public qui a rattrapé le secteur privé. Plus précisément, sur les 79 pays qui, en 2023, avaient recensé au moins une émission d'obligations durables d'entreprise, quatre seulement (la Hongrie, le Nigéria, la Pologne et le Togo) avaient émis, avant le secteur privé, des obligations durables sous l'égide de l'administration centrale. Même si l'on prend en compte uniquement les obligations vertes et le secteur non financier, l'émission de titres d'État a précédé l'émission d'obligations par des sociétés non financières dans cinq pays seulement, à savoir la Belgique, l'Irlande, la Hongrie, la Pologne et le Nigéria.

Concernant les effets des émissions de titres d'État sur les nouvelles émissions d'obligations d'entreprise, le Graphique 3.25 permet d'analyser l'évolution du taux de croissance du montant des émissions d'obligations vertes d'entreprise quatre ans avant et après la première émission d'obligations vertes souveraines. Deux observations peuvent être tirées de l'analyse. Premièrement, on n'observe un pic du montant des emprunts obligataires verts à peu près au moment de la première émission d'obligations souveraines uniquement dans le secteur des sociétés non financières. Deuxièmement, on ne décèle aucun effet durable manifeste de l'émission d'emprunts verts souverains sur l'essor des émissions d'obligations vertes d'entreprise ni dans le secteur des sociétés financières, ni dans celui des sociétés non financières ; en effet, l'année suivant celle de l'émission d'obligations souveraines, le taux de progression fléchit.

Graphique 3.25. Médiane et plage du taux de croissance annuel du montant des émissions d'obligations vertes



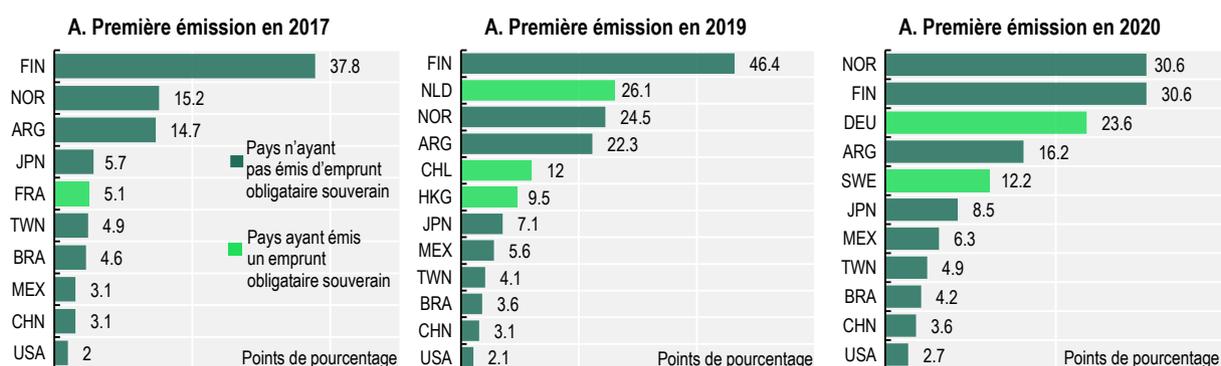
Note : ce graphique couvre tous les pays dans lesquels des émissions d'obligations d'entreprise et d'obligations souveraines ont eu lieu. La droite de régression fait référence au taux de croissance médian du montant des obligations vertes émises dans ces pays pendant les années précédant et suivant l'émission d'emprunts obligataires verts souverains. La zone grisée correspond à l'écart interquartile, à savoir l'écart entre le 25^e et le 75^e percentile des taux de croissance.

Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

Pour compléter l'analyse proposée précédemment, Graphique 3.26 propose une comparaison du montant des émissions d'obligations vertes, en pourcentage du total des émissions obligataires de sociétés non financières, sur des marchés sur lesquels il y a eu des émissions d'emprunts obligataires verts souverains

et sur des marchés sur lesquels il n'y en a pas eu. Dans l'échantillon analysé, les pays et territoires ayant émis des obligations vertes souveraines avant 2023 se sont toujours situés dans la partie correspondant à la moitié supérieure du graphique. Il en ressort que le montant des émissions d'obligations vertes du secteur des sociétés non financières a augmenté plus nettement dans ces pays et territoires après l'année d'émission du premier emprunt obligataire souverain comparativement à la plupart des autres pays et territoires n'ayant jamais émis d'obligations vertes souveraines. Néanmoins, un petit nombre de pays et territoires (notamment la Finlande et la Norvège) n'ayant pas procédé à des émissions d'obligations vertes souveraines ont enregistré une expansion encore plus forte, ce qui donne à penser que l'émission d'emprunts obligataires verts souverains peut contribuer à dynamiser les émissions, mais qu'elle n'est pas une nécessité.

Graphique 3.26. Augmentation du montant des émissions d'obligations vertes rapporté au montant total des émissions obligataires de sociétés non financières

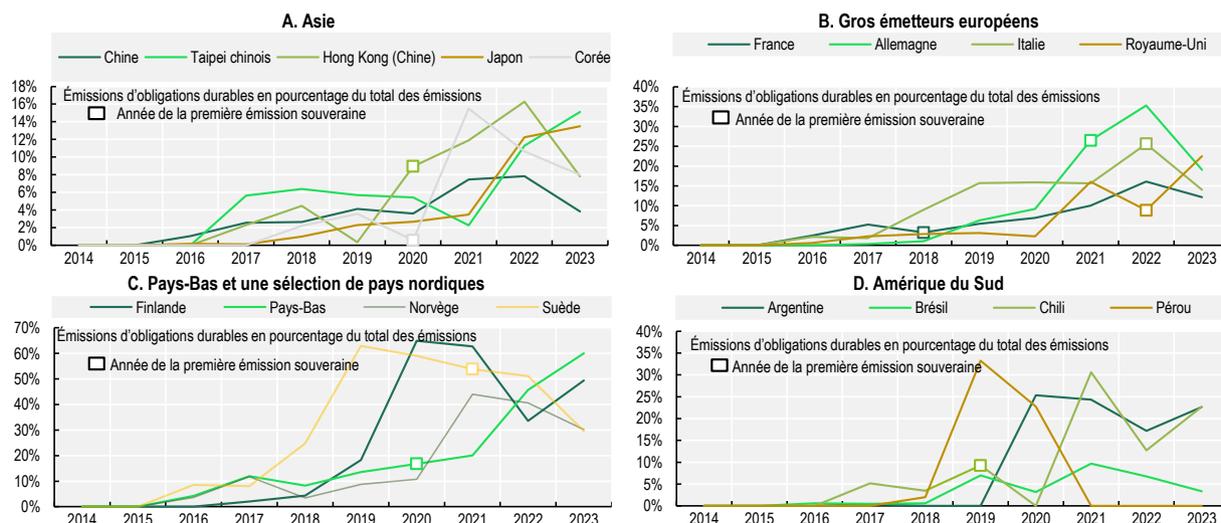


Note : l'année de référence pour chacun des schémas est l'année de la première émission d'une obligation verte par les emprunteurs souverains figurant dans le graphique. Ce schéma ne couvre qu'une sélection de 18 pays et territoires dans lesquels des émissions obligataires d'entreprises non financières ont eu lieu fréquemment, et, ce, afin d'éviter les valeurs aberrantes pour le montant des émissions d'obligations vertes rapporté au montant total des émissions obligataires. Le Mexique a lancé sa première émission d'obligations durables en 2020 et l'Argentine et le Brésil en 2023. Cependant, aucun d'entre eux n'a émis d'obligations vertes.

Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

Enfin, le Graphique 3.27 met en relief la tendance du montant des émissions d'obligations vertes rapporté au total des émissions obligataires des sociétés non financières pour quatre ensembles de pays du même continent. Globalement, il fait ressortir qu'un grand nombre de pays et territoires ont effectivement enregistré une augmentation de ce rapport après la première émission d'obligations vertes souveraines, mais que cette progression est plus ou moins comparable à celles observées dans des pays n'ayant émis aucun emprunt obligataire vert souverain. En France par exemple, ce rapport n'a augmenté plus nettement qu'après 2020, soit trois ans après la première émission souveraine. Pendant la même période (entre 2017 et 2020), il a progressé davantage en Italie et au Royaume-Uni, bien que dans ces pays, l'État n'ait lancé qu'un seul emprunt obligataire souverain en 2021. De même en Suède, la plus forte hausse a été enregistrée entre 2017 et 2019, soit avant la première émission souveraine datant de 2020. Une augmentation comparable a été observée dans le pays voisin, la Finlande, bien que celle-ci n'ait jamais émis d'obligations vertes souveraines. Des tendances similaires peuvent être observées dans des pays et territoires d'Asie et d'Amérique du Sud enregistrant une forte expansion du marché des obligations durables d'entreprise même en l'absence d'émissions souveraines.

Graphique 3.27. Tendances du montant des émissions d'obligations vertes rapporté au montant total des émissions obligataires de sociétés non financière dans une sélection de pays



Note : le Mexique a lancé sa première émission d'obligations durables en 2020 et l'Argentine et le Brésil en 2023. Cependant, aucun d'entre eux n'a émis d'obligations vertes.

Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

3.3.6. Liquidité

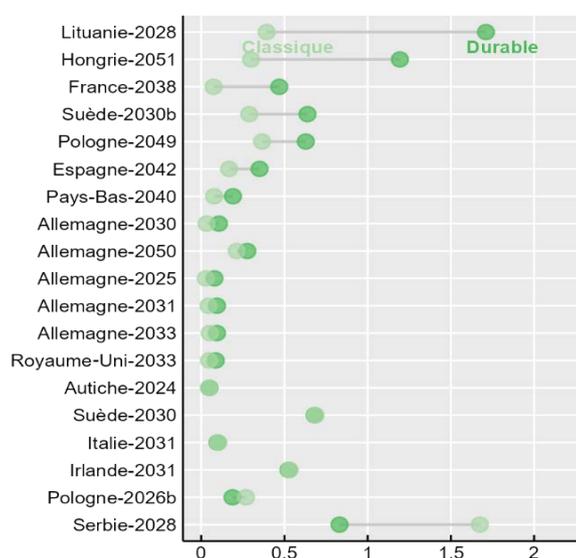
Bien que le marché des obligations durables puisse bénéficier de l'environnement juridique et réglementaire mis en place pour les obligations classiques ainsi que de l'expertise des émetteurs et intermédiaires, ces éléments ne peuvent en améliorer le développement que jusqu'à un certain point. En fin de compte, un marché ne peut fonctionner que dans la mesure où les émetteurs et les investisseurs réussissent à trouver une contrepartie pour échanger leurs titres, c'est-à-dire si les marchés sont liquides. La liquidité des marchés fait référence à l'impact que la négociation d'un actif a sur sa valeur. Plus la base d'émetteurs et d'investisseurs est large et profonde pour un actif, plus la probabilité est grande que les investisseurs le vendent et l'achètent sans que cela affecte de manière significative son prix sur le marché, ce qui réduit les coûts associés à l'entrée ou à la sortie d'une position de marché. Toutes choses égales par ailleurs, un cercle vertueux se met en place dans lequel plus les émetteurs et les investisseurs sont actifs sur le marché d'un titre, plus ce marché devient attractif pour d'autres investisseurs et d'autres émetteurs en raison des avantages que présente un marché liquide. Il est pour cette raison capital, pour le développement des marchés, d'avoir une base diversifiée d'investisseurs et d'émetteurs.

La présente section a pour objet d'évaluer la liquidité des marchés d'obligations durables en comparant l'écart entre les cours acheteur et vendeur pour un ensemble limité d'obligations durables et classiques appariées émises par le secteur public et par le secteur des entreprises. L'ensemble d'obligations est le même que dans l'analyse présentée dans la section 3.3.2, et l'appariement porte, entre autres variables, sur l'émetteur, la monnaie, la date d'échéance et l'année de l'échéance. L'écart entre les cours acheteur et vendeur fait référence à la différence entre le prix auquel les participants offrent d'acheter ou de vendre un titre ; c'est l'indicateur le plus utilisé de la liquidité du marché et celui qui apporte le plus d'informations sur les marchés obligataires (Fleming, 2002^[37]).

Le propose une comparaison de l'écart moyen hebdomadaire entre les cours acheteur et vendeur depuis l'émission entre des obligations durables et des obligations classiques émises par le secteur public. Il montre que, pour 14 des 19 obligations correspondantes, l'écart moyen entre les cours acheteur et vendeur est plus élevé dans le cas d'une obligation durable que dans celui d'une obligation classique

correspondante. Ce schéma a été observé dans de nombreux pays, dont l'Allemagne, l'Espagne, la France, la Hongrie, la Lituanie, les Pays-Bas, la Pologne, le Royaume-Uni et la Suède. Des exceptions ont été relevées en Pologne et en Serbie. Par ailleurs, cette tendance se retrouve également sur l'éventail des échéances qui s'échelonnent entre début 2025 et 2051. L'écart moyen était de 0.15 du prix offert/demandé, ce qui représente à peu près la moitié de l'écart moyen entre les cours acheteur et vendeur pour l'ensemble d'obligations classiques, et de 0.15 % d'une valeur nominale de 100 dans la monnaie dans laquelle est libellée l'obligation. Il y a lieu de noter que cette variation, au fil du temps, de l'écart moyen entre les cours acheteur et vendeur des obligations appariées manifeste une tendance persistante à avoir un écart entre les cours acheteur et vendeur légèrement plus marqué pour les obligations durables (voir Graphique d'annexe 3.C.2. , pour des données de séries chronologiques concernant spécifiquement les obligations).

Graphique 3.28. Écarts entre les cours acheteur et vendeur d'obligations durables et d'obligations classiques correspondantes du secteur public

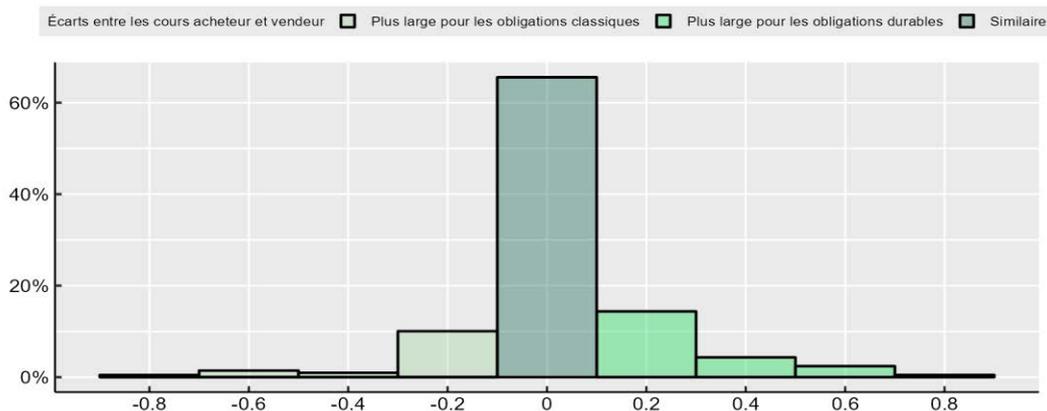


Note : le graphique fait apparaître la différence dans les écarts entre les cours acheteur et vendeur d'obligations ayant une valeur nominale de 100.

Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

En ce qui concerne les obligations d'entreprise, on observe également une légère tendance dénotant un écart plus faible entre les cours acheteur et vendeur dans le cas d'obligations classiques que dans celui d'obligations durables appariées. Le Graphique 3.29 illustre la distribution des variations moyennes d'écarts entre les cours acheteur et vendeur pour 214 paires d'obligations d'entreprises durables et classiques. Cet ensemble de paires englobe des entreprises de divers continents et secteurs et des titres à échéances variables. Bien que la distribution de ces différences soit centrées autour de zéro, ce qui signifie qu'il est plus probable que l'on trouve une différence négligeable entre les deux types d'instruments, en termes d'écart entre les cours acheteur et vendeur, une part plus importante de la distribution se situe à droite, correspondant aux cas dans lesquels l'écart entre les cours acheteur et vendeur est plus net pour les obligations durables. La probabilité qu'une différence supérieure à 0.1 apparaisse est presque deux fois plus élevée dans le cas d'obligations durables (22 %) que dans celui d'obligations classiques (13 %). En moyenne, l'écart entre les cours acheteur et vendeur est plus large d'environ 7 % dans le cas d'obligations durables.

Graphique 3.29. Différences entre obligations durables et obligations classiques correspondantes en termes d'écart entre les cours acheteur et vendeur



Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

En dehors de l'hétérogénéité des bases d'investisseurs et du fait que l'encours est plus faible pour les obligations durables que pour les obligations classiques, une des explications possibles de ces résultats est qu'il existe des différences de comportement entre les investisseurs soucieux du climat et les investisseurs traditionnels (Tang et Zhang, 2018^[31]) (Starks et Venkat, 2017^[38]), les premiers ayant tendance à avoir des horizons d'investissement plus longs que les seconds. Autrement dit, les investisseurs soucieux du climat sont peut-être moins enclins à échanger leurs actifs pour réduire leur exposition à des moments où ceux-ci ont tendance à se déprécier, ou pour profiter d'une dynamique de court terme lorsqu'ils ont tendance à s'apprécier. Si tel est effectivement le cas, il est plus difficile de trouver une contrepartie pour échanger sur un marché sur lequel interviennent des investisseurs soucieux du climat que sur un autre marché, ce qui peut avoir des effets sur la liquidité des titres échangés.

Le défi que représente l'attribution d'un prix à certaines des caractéristiques des obligations durables peut aussi expliquer leur plus faible liquidité. Pour que les investisseurs évaluent convenablement la valeur d'une obligation liée à la durabilité, ils doivent par exemple apprécier la probabilité qu'un objectif de performance en matière de durabilité soit atteint, et sur cette base, la valeur actuelle de l'augmentation possible du taux du coupon. Si c'est une opération certes réalisable, elle a un coût pour l'investisseur que, toutes choses égales par ailleurs, les investisseurs en obligations classiques n'ont pas à supporter.

Annexe 3.A. Méthodologie de collecte et de classification des données

Ensemble de données de l'OCDE sur les pratiques des entreprises en matière de durabilité

Les données relatives aux obligations durables proviennent principalement de LSEG. Cet ensemble de données contient des informations portant sur les opérations relatives à près de 14 400 obligations émises depuis 2013 tant par le secteur des entreprises que par le secteur public dans 103 pays et territoires. Il fournit un ensemble de données détaillées pour chaque émission d'obligations durables, notamment l'identité, la nationalité et le secteur d'activité de l'émetteur, le type d'obligation, le taux d'intérêt, la date d'échéance et la catégorie, le montant et l'affectation du produit de l'émission. Les montants des émissions ont été ajustés en fonction de l'IPC des États-Unis de 2023.

En ce qui concerne les obligations durables, les valeurs pour les sociétés, les organismes publics, les collectivités locales et les institutions multilatérales correspondent dans la plupart des cas au « produit brut » (c'est-à-dire au montant versé par les investisseurs pour l'acquisition des obligations). Lorsque les informations relatives au produit brut n'ont pas pu être extraites, le « montant initial de l'émission » (à savoir la valeur nominale des obligations figurant dans la documentation légale les concernant) a été utilisé comme suit :

- i. en ce qui concerne les entreprises, 22 % du montant des emprunts obligataires émis de 2013 à 2023 correspondent au montant initial de l'émission et les 78 % restants correspondent au produit brut. Pour ces 78 % correspondant au produit brut, le montant initial de l'émission est plus élevé de 2.9 %. Cependant, le montant des émissions relevant de la catégorie « Toutes obligations d'entreprise », qui tient compte des obligations classiques, correspond dans tous les cas au montant du produit brut.
- ii. concernant les organismes, les collectivités locales et les institutions multilatérales, 23 % du montant des émissions lancées de 2013 à 2023 correspondent au montant initial des émissions et les 77 % restants au produit brut. Pour ces 77 % correspondant au produit brut, le montant initial de l'émission est plus élevé de 1.25 %.
- iii. s'agissant des administrations centrales, seul le montant initial des émissions (à savoir la valeur nominale des obligations) est représenté, par souci de cohérence avec d'autres publications de l'OCDE sur les marchés de la dette souveraine.

La catégorie des organismes et collectivités locales englobe les organismes dépendant de l'administration nationale (KfW, Transport for London, etc.), les administrations locales (Préfecture de Shiga, Province de l'Ontario) et les banques nationales de développement (Banque de développement de Chine, Banque brésilienne de développement, etc.). Cette catégorie n'inclut pas les administrations publiques des États fédérés pour lesquelles les données ne sont pas directement accessibles dans LSEG. L'administration centrale fait référence à l'administration publique, au Trésor et à la banque centrale de chaque État. Les institutions multilatérales sont les organisations constituées par au moins trois pays ou territoires (par exemple, la Banque asiatique de développement, la Société financière internationale) et l'Union européenne.

L'« Asie, hors Chine et Japon » englobe tous les pays et territoires du continent à l'exclusion de la Chine et du Japon (elle inclut donc Hong Kong (Chine), l'Inde, la Corée, Singapour et le Taipei chinois). L'« Amérique latine » comprend les pays et territoires d'Amérique latine et des Caraïbes. L'« Europe » se

compose de tous les pays et territoires qui sont entièrement situés dans la région, y compris le Royaume-Uni et la Suisse, mais à l'exclusion de la Russie et de la Türkiye. Les « Autres économies avancées » sont tous les pays et territoires qui sont classés dans cette catégorie dans la Base de données des Perspectives de l'économie mondiale du FMI, mais qui ne sont pas représentés dans les autres catégories dans le graphique (à savoir l'Australie, le Canada et Israël). Figurent dans les « Autres économies » la plupart des pays et territoires qui sont classés dans la catégorie des marchés émergents et économies en développement dans la Base de données des Perspectives de l'économie mondiale du FMI, mais qui ne sont pas représentés dans les autres catégories dans le graphique (à savoir l'Afrique du Sud et l'Arabie saoudite).

Les données de LSEG contiennent des informations relatives aux obligations durables émises selon la Reg S (Regulation S) et la Règle 144A. La Règle 144A représente un régime de protection qui dispense de certaines des formalités d'enregistrement imposées par le Securities Act pour la revente, à des acheteurs institutionnels qualifiés, de titres qui ne sont pas fongibles avec des titres cotés sur une bourse américaine de valeurs mobilières. La Reg S prévoit un régime de protection allégeant les formalités d'enregistrement imposées par le Securities Act pour les offres faites en dehors des États-Unis (Bruckhaus, 2017^[39]). Les calculs présentés tiennent compte de ce facteur et un exercice visant à éliminer une double comptabilisation lorsqu'une obligation a été émise à la fois selon la Reg S et selon la Règle 144A a été conduit.

Pour calculer l'encours obligataire au titre d'une année donnée, il faut déduire de ce montant les obligations remboursées par anticipation. L'encours fait référence au « montant du capital » ou au « montant initial de l'émission » (à savoir la valeur nominale des obligations figurant dans la documentation légale les concernant) lorsque le « montant du capital » n'a pas pu être obtenu. Les données concernant les remboursements par anticipation sont obtenues auprès de LSEG et concernent les obligations ayant fait l'objet d'un amortissement anticipé en raison d'une procédure de distribution finale consécutive à une défaillance, de l'exercice d'une option d'achat ou d'une option de vente, d'une liquidation ou d'un rachat. Les données sur les remboursements anticipés sont fusionnées avec les données relatives au marché primaire des obligations au moyen des ISIN.

Dans le Tableau 3.1, pour les obligations GSS pour lesquelles l'émetteur a communiqué plusieurs affectations possibles du produit, le montant de l'émission obligataire a été réparti équitablement entre ces différentes affectations. Si par exemple, une émission d'obligation GSS d'un montant de 1 000 USD a donné lieu à une promesse d'affectation du produit au financement de *transports propres* et de *l'efficacité énergétique*, 500 USD ont été affectés à chacune de ces deux catégories.

Dans le Tableau 3.2, pour les obligations liées à la durabilité pour lesquelles l'émetteur a communiqué plus d'un indicateur clé de performance, le montant de l'émission obligataire liée à la durabilité a été réparti équitablement entre ces différents indicateurs. Si par exemple, pour une émission d'obligations liées à la durabilité d'un montant de 1 000 USD, les indicateurs clés de performance communiqués ont concerné les *énergies renouvelables* et la *gestion durable des forêts*, ce montant a été réparti pour moitié entre ces deux catégories.

Dans le Graphique 3.10, les valeurs correspondent à la somme des montants des émissions obligataires lancées en 2022 et 2023. Les cinq catégories présentées sont les suivantes : *Grandes sociétés cotées, économies avancées* (émetteurs d'obligations entrant dans la composition de l'Indice MSCI World en septembre 2023), *Grandes sociétés cotées, économies émergentes* (émetteurs d'obligations entrant dans la composition de l'Indice MSCI World en septembre 2023), *Petites sociétés cotées* (émetteurs d'obligations cotés en bourse, mais n'entrant pas dans la composition de l'Indice MSCI World, ni dans celle de l'Indice MSCI Emerging Markets) et *Sociétés non cotées filiales d'une société cotée* (émetteurs d'obligations retirés de la cote avant 2022 ou n'ayant jamais été cotés et qui ont une société mère immédiate ou ultime cotée), *Autres sociétés non cotées* (autres émetteurs d'obligations retirés de la cote avant 2022 ou n'ayant jamais été cotés). L'émetteur d'obligations est considéré comme coté s'il existe un

ISIN et s'il est associé à un code d'identification LSEG valide composé du symbole boursier (*ticker*) de l'émetteur et d'un code mnémorique de la bourse (établi à partir du nom de la bourse). Si l'émetteur ne dispose pas d'un ISIN associé à un code d'identification ou si son code d'identification montre qu'il a été retiré de la cote avant 2022 (SPS.N^H97), il est considéré comme non coté.

Fonds de placement durable

Les données relatives aux fonds à capital variable et aux ETF ont été extraites de Morningstar Direct. Les fonds ont été assimilés à des « fonds de placement durable » lorsque leurs noms contenaient des mots ou des acronymes faisant référence au climat ou aux critères ESG comme « ESG », « durable », « responsable », « éthique », « vert », « social », « environnement », « conforme aux Accords de Paris » et « climat » (et leur traduction dans d'autres langues).

Les fonds dont l'actif n'a aucune valeur de même que les fonds dont le portefeuille est composé d'obligations arrivées à échéance sont exclus. Le dollar américain (USD, janvier 2024) est la monnaie dans laquelle est exprimée la valeur du portefeuille de titres.

Les fonds à revenu fixe sont définis par Morningstar comme des fonds à capital variable ou des ETF dont la majeure partie du portefeuille se compose de titres à revenu fixe.

Un fonds à gestion passive est défini par Morningstar comme un fonds à capital variable ou un fonds indiciaire coté dont les gestionnaires de portefeuille ne choisissent pas des placements spécifiques, mais investissent automatiquement dans un indice ou dans un segment de marché. Ils suivent souvent les indices boursiers ou obligataires.

Annexe 3.B. Analyse portant sur l'existence d'une prime pour les obligations durables

Annexe Tableau 3.B.1. Appariement entre obligations GSS et obligations classiques pour des émissions de titres d'État sur le marché primaire

	ISIN – GSS	ISIN – Obligations classiques	Émission – Obligations GSS	Émission – Obligations classiques	Échéance – Obligations GSS	Échéance – Obligations classiques
France	FR0013234333	FR0013515806	2017	2020	2039	2040
France	FR0014002JM6	FR0013257524	2021	2017	2044	2048
France	FR001400AQH0	FR0013327491	2021	2018	2038	2036
Italie	IT0005542359	IT0005449969	2023	2021	2031	2031
Italie		IT0005436693		2021		2031
Italie	IT0005508590	IT0005496770	2022	2022	2035	2038
Italie	IT0005438004	IT0005530032	2021	2023	2045	2043
Allemagne	DE0001030757	DE0001102614	2023	2023	2053	2053
Allemagne	DE000BU3Z005	DE0001102515	2023	2020	2033	2035
Allemagne	DE0001030724	DE0001102614	2022	2022	2050	2053
Allemagne	DE0001030724	DE0001102572	2021	2022	2050	2052

Note : l'obligation IT0005542359 est appariée à l'aide d'une moyenne pondérée des obligations IT0005449969 et IT0005436693.

Source : LSEG et Bloomberg.

Méthode d'appariement des primes

Aux fins de cette analyse, deux ensembles de données sont utilisés. L'un se compose d'obligations d'entreprise et l'autre d'obligations émises par des entités du secteur public. Ces deux ensembles englobent des obligations durables et des obligations classiques et l'échantillon a été constitué selon (Bolton et al., 2022^[24]), en fonction de la réponse à la question de savoir si les émetteurs avaient émis au moins une obligation durable et une obligation classique, et ce pour garantir une représentation équilibrée de façon à neutraliser le risque de crédit et le risque de change. Pour assurer l'intégrité et la robustesse des données au cours des étapes ultérieures de l'analyse de régression, on s'est tourné de préférence vers des obligations pour lesquelles on dispose de données complètes pour des variables spécifiques, à savoir : la date de l'émission, le rendement à l'échéance, la date d'échéance, le coupon, le type de coupon et le montant de l'émission en USD.

La technique du *voisin le plus proche* a été utilisée dans le cadre du processus de mise en correspondance (utilisation de la commande Matchit de R). Il s'agit d'une méthode solidement établie dans des analyses conduites après appariement sur score de propension. Un modèle de score de propension a été déterminé en utilisant des variables comme le coupon, la catégorie de coupon, l'année de l'émission, l'année de l'échéance et le type de titre adossé à des actifs pour estimer la probabilité que chaque obligation soit une obligation verte. Les obligations ont été appariées avec un ratio 1:1, ce qui signifie que chaque obligation verte a été appariée à une obligation classique.

Les scores de propension varient entre 0 et 1. Dans le contexte d'un appariement sur score de propension, le score de propension est la probabilité qu'une unité (une obligation en l'espèce) reçoive un traitement particulier compte tenu d'un ensemble de caractéristiques observables. Autrement dit, c'est la probabilité conditionnelle de recevoir un traitement (à savoir d'être considérée comme une obligation durable) en fonction de caractéristiques observées. Un score qui se rapproche de 1 indique une probabilité plus forte,

pour une obligation, d'être considérée comme une obligation verte compte tenu des caractéristiques observées alors qu'un score se rapprochant de 0 indique une probabilité plus faible.

Cette technique a pour objectif d'atteindre un équilibre dans la distribution des caractéristiques observables entre le groupe traité (obligations durables) et le groupe témoin (obligations classiques), de façon à réduire le plus possible les biais et à permettre d'établir une comparaison plus fiable entre les deux groupes. Le but est de simuler une expérience aléatoire dans laquelle la seule différence systématique entre les obligations durables et les obligations classiques est leur « traitement », ce qui permet d'attribuer toute disparité éventuelle dans les résultats à ce statut d'obligation « durable » avec davantage de conviction. La *méthode du voisin le plus proche* consiste à appairer une unité traitée (obligation durable) avec une unité témoin (obligation classique) ayant le score de propension le plus proche.

La méthode de la *correspondance exacte* a été appliquée à deux variables catégorielles, la monnaie et l'émetteur, afin de neutraliser le risque de crédit et le risque de change. Cette neutralisation permet de s'assurer que les obligations durables et les obligations classiques appariées ont été émises par la même entité et ont été libellées dans la même monnaie, de façon à réduire le plus possible les facteurs de biais potentiels (Bolton et al., 2022^[24]). L'ensemble de données obtenu se compose uniquement d'obligations qui ont été appariées en fonction de leur score de propension et sous réserve d'une correspondance exacte pour l'émetteur et la monnaie ; elles présentent donc des caractéristiques comparables constituant la base pour les étapes ultérieures de l'analyse. Il comporte 72 obligations d'État (36 obligations vertes et 36 obligations classiques) et 1 736 obligations d'entreprise (868 obligations vertes et 868 obligations classiques).

En résumé, cette méthodologie autorise une comparaison rigoureuse entre obligations durables et obligations classiques car elle permet de neutraliser les éventuelles variables de confusion. Elle offre l'assurance que les différences possiblement observées, en termes de rendement à l'échéance, entre les unes et les autres peuvent être attribuées principalement au statut des obligations « durables ».

Statistiques descriptives relatives aux primes

Cette section présente brièvement des statistiques descriptives des données utilisées pour l'analyse de régression effectuée en suivant la méthodologie appliquée par Bolton et al. (Bolton et al., 2022^[24]). Les statistiques descriptives suivantes incluent notamment 17 domiciles d'émetteurs pour 17 émetteurs différents et 7 monnaies différentes pour des obligations du secteur public. S'agissant des obligations d'entreprise, les statistiques descriptives incluent 41 domiciles d'émetteurs pour 419 émetteurs différents et 24 monnaies différentes.

Annexe Tableau 3.B.2. Statistiques descriptives – Obligations classiques correspondantes – Secteur public

	N	Moyenne	DS	Min	Max
Rendement à l'échéance	36	1.8445	3.0878	- 0.7472	13.3014
Coupon	36	1.6476	3.4468	0	7.1
Montant de l'émission en millions USD	36	3 308	3 346	26.36	10 192

Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

Annexe Tableau 3.B.3. Statistiques descriptives – Obligations durables correspondantes – Secteur public

	N	Moyenne	DS	Min	Max
Rendement à l'échéance	36	2.0263	2.8278	- 0.7601	13.5499
Coupon	36	2.9133	3.2413	0	7.29
Montant de l'émission en millions USD	36	3 935	3 969	27.70	14 592

Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

Annexe Tableau 3.B.4. Statistiques descriptives – Obligations classiques correspondantes – Secteur des entreprises

	N	Moyenne	DS	Min	Max
Rendement à l'échéance	868	2.7310	2.0340	0.009	23.82
Coupon	868	2.7205	2.0309	0.01	23.82
Montant de l'émission en millions USD	868	238	447	0.948	5 293

Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

Annexe Tableau 3.B.5. Statistiques descriptives – Obligations durables correspondantes – secteur public

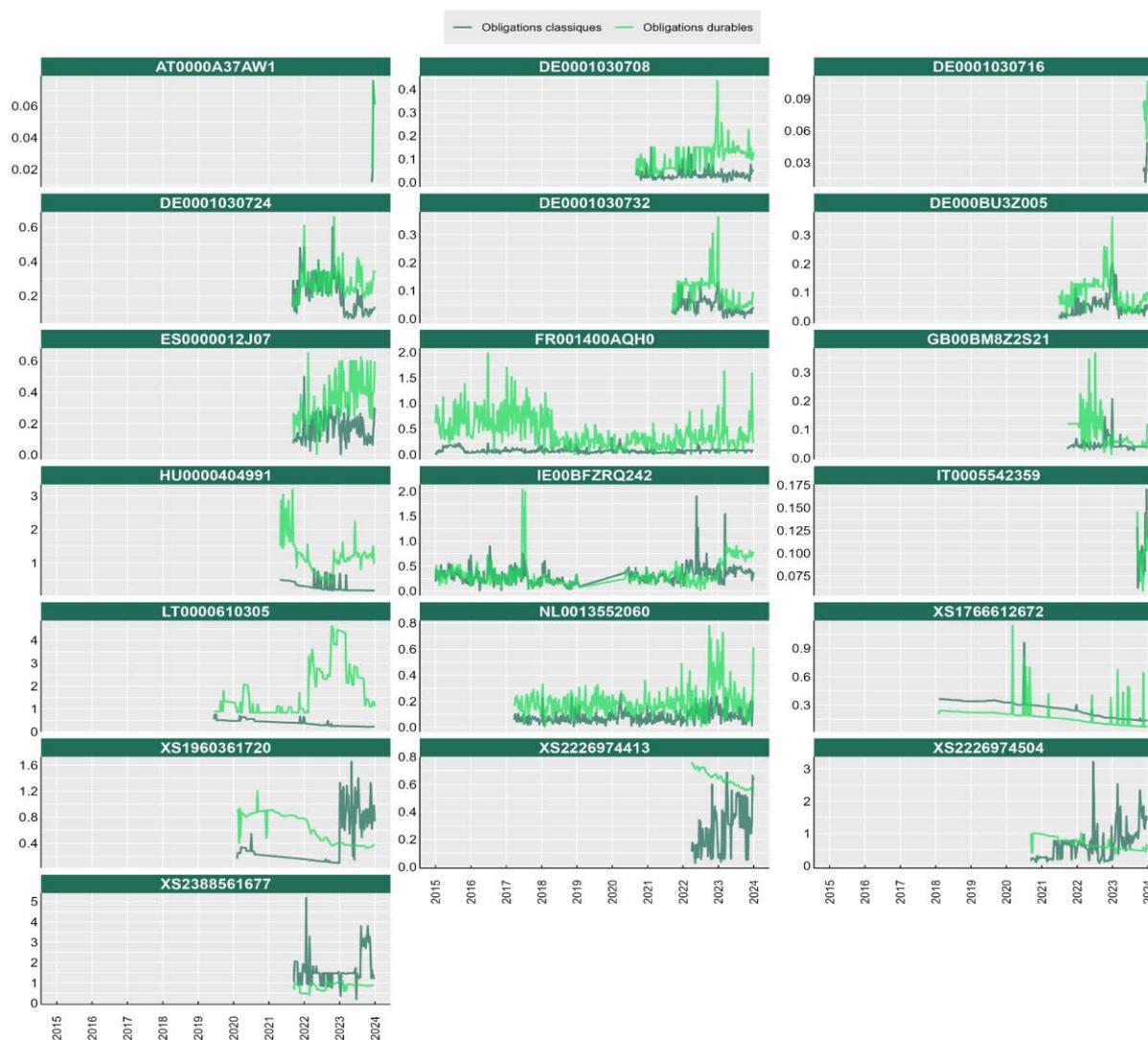
	N	Moyenne	DS	Min	Max
Rendement à l'échéance	868	2.7521	1.9617	0.001	17.52
Coupon	868	2.7361	1.9618	0.001	23.82
Montant de l'émission en millions USD	868	215	359	0.822	4 352

Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

Annexe 3.C. Impact de l'émission d'obligations durables souveraines sur le marché

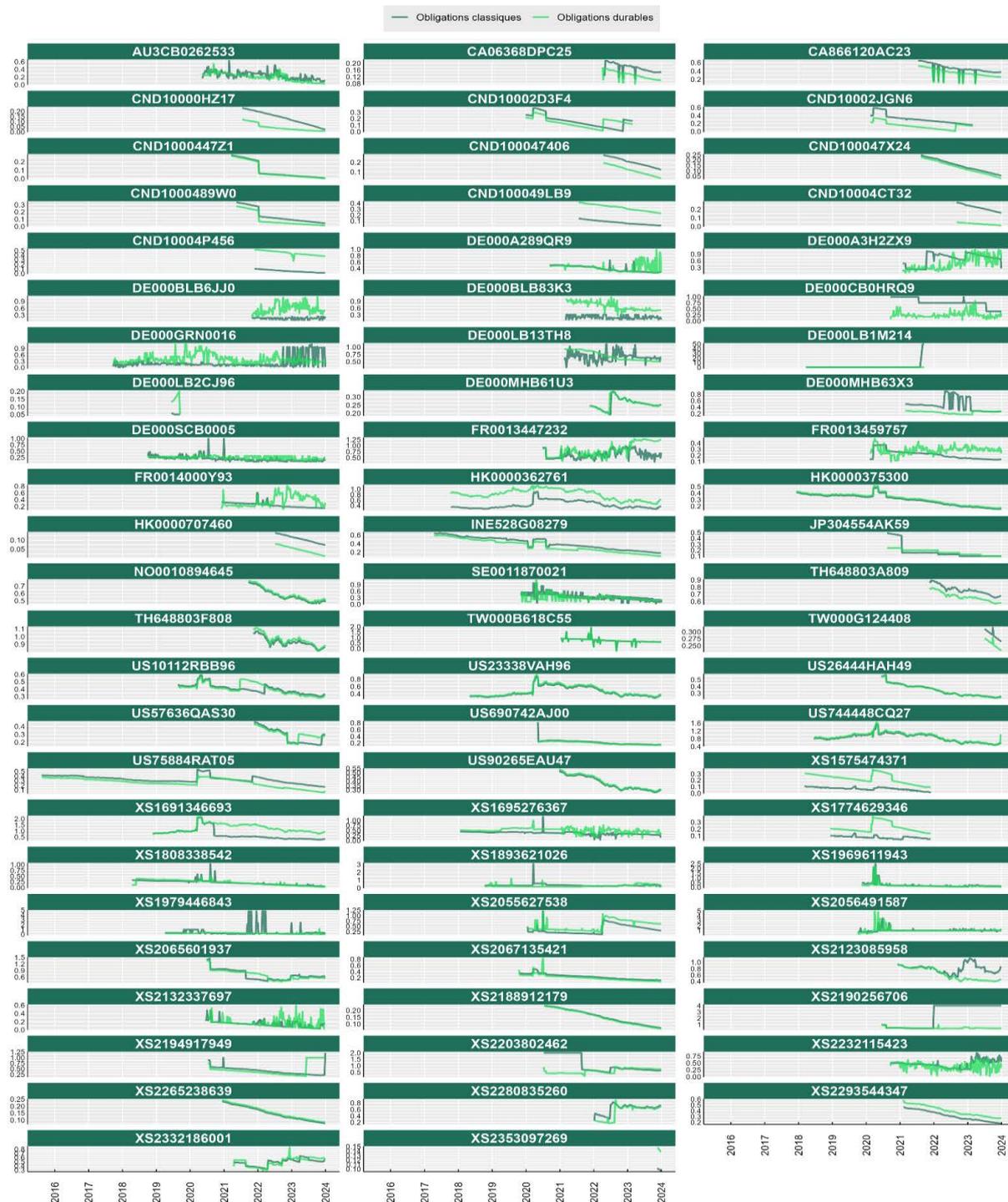
Dans le Graphique 3.26, le critère de sélection d'un pays ou territoire est l'émission d'obligations vertes par des sociétés non financières depuis au moins quatre ans. De plus, pour les emprunts obligataires verts souverains, il faut compter dans le pays au moins deux émissions d'obligations vertes par des sociétés non financières avant et après l'émission souveraine, ce qui exclut les pays dont la première émission a eu lieu en 2021. On évite ainsi le biais induit par l'utilisation d'une seule année pour le calcul de tout ratio concernant le pays. Pour le calcul du ratio, on prend en compte uniquement la période comprise entre 2016 et 2023, et pour les années comprises dans cette période pendant lesquelles il n'y a pas eu d'émission d'obligations vertes, mais des émissions d'obligations classiques par des sociétés non financières, le ratio a été établi à zéro.

Graphique d'annexe 3.C.1. Série chronologique sur les écarts entre les cours acheteur et vendeur d'obligations du secteur public



Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

Graphique d'annexe 3.C.2. Série chronologique sur les écarts entre les cours acheteur et vendeur d'obligations du secteur des entreprises



Note : en raison de contraintes de taille, seules 72 obligations offrant une meilleure statistique de correspondance sont représentées.
 Source : LSEG et Bloomberg, calculs de l'OCDE.

Références

- Agence France Trésor (2023), *Communiqués de presse - Archives*, [5]
<https://www.aft.gouv.fr/fr/communiqués-de-presse/archives>.
- Ando, S. et al. (2022), « Sovereign Climate Debt Instruments: An Overview of the Green and Catastrophe Bond Markets », *IMF Staff Climate Note*, [29]
<https://www.imf.org/en/Publications/staff-climate-notes/Issues/2022/06/29/Sovereign-Climate-Debt-Instruments-An-Overview-of-the-Green-and-Catastrophe-Bond-Markets-518272>.
- Associação de Investidores no Mercado de Capitais (2016), *Brazilian Stewardship Code and Principles*, <https://amecbrasil.org.br/stewardship/amec-stewardship-code/?lang=en>. [22]
- Banque centrale européenne (2022), *Programme d'action pour le climat 2022 de la BCE*, [18]
https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704_annex~cb39c2dcbb.fr.pdf.
- Banque d'Italie (2021), *Annual report on sustainable investments and climate-related risks*, [41]
<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-investimenti-sostenibili/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1> (consulté le 8 janvier 2024).
- Banque d'Italie (2021), *The Responsible Investment Charter*, [40]
<https://www.bancaditalia.it/compiti/riserve-portafoglio-rischi/cis/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1&dotcache=refresh> (consulté le 8 janvier 2024).
- Banque populaire de Chine (2021), *Green Bond Endorsed Projects Catalogue*, [13]
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4342400/2021091617180089879.pdf>.
- Bolton, P. et al. (2022), *Climate and Debt, Geneva reports on the world economy*, Center for Economic and Policy Research, <https://books.google.fr/books?id=ZU17zwEACAAJ>. [24]
- Bruckhaus, F. (2017), *SEC Issues Interpretations Relating to Rule 144A and Regulation S*, [39]
<https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/01/sec-issues-interpretations-relating-rule-144a-and-regulation-s>.
- CBI (2023), *Climate Bonds Standard Board*, [10]
<https://www.climatebonds.net/standard/governance/board>.
- CBI (2023), *Climate Bonds Standard V4.0*, <https://www.climatebonds.net/climate-bonds-standard-v4>. [12]
- CBI (2023), *Reports*, <https://www.climatebonds.net/resources/reports>. [34]
- CBI (2022), *Tax incentives for issuers and investors*, <https://www.climatebonds.net/policy/policy-areas/tax-incentives>. [20]
- CBI (2021), *Climate Bonds Taxonomy*, <https://www.climatebonds.net/standard/taxonomy>. [14]
- Commission européenne (2023), *Règlement (UE) 2023/2631 du Parlement européen et du Conseil du 22 novembre 2023 sur les obligations vertes européennes et la publication facultative d'informations pour les obligations commercialisées en tant qu'obligations durables sur le plan environne*, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202302631. [36]

- Dikau, S. et V. Ulrich (2021), *Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance*, <https://doi.org/doi.org/10.1016/j.ecolecon.2021.107022>. [17]
- Direction du Trésor italien (2023), *Risultati Aste e Collocamenti tramite Sindacato*, https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/emissioni_titoli_di_stato_interni/risultati_aste/. [7]
- Doronzo, R., V. Siracusa et S. Antonelli (2021), « Green Bonds: the Sovereign Issuers' Perspective », *MISP*, vol. 3, <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/green-bonds-the-sovereign-issuers-perspective/?com.dotmarketing.htmlpage.languag>. [32]
- Ehlers, T. et F. Packer (2017), « Green Bond Finance and Certification », https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709h.htm. [30]
- Elderson, F. et I. Schnabel (2023), « How green is our balance sheet? », *The ECB Blog*, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog.230324~f417b719fd.en.html> (consulté le 13 juillet 2023). [19]
- ESMA (2023), *The European sustainable debt market – do issuers benefit from an ESG pricing effect?*, <https://doi.org/doi.org/10.2856/468709>. [33]
- Financial Reporting Council (2020), *UK Stewardship Code*, <https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code>. [23]
- Financial Services Agency (2020), *Principles for Responsible Institutional Investors <<Japan's Stewardship Code>> - To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue*, <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/>. [21]
- Fleming, M. (2002), « Measuring Treasury Market Liquidity », *Economic Policy Review*, vol. 9/3, <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/03v09n3/0309flem.pdf>. [37]
- Hinsche, I. (2021), « A Greenium for the Next Generation EU Green Bonds Analysis of a Potential Green Bond Premium and its Drivers », *Center for Financial Studies Working Paper* 663, <https://doi.org/doi.org/10.2139/ssrn.3965664>. [26]
- ICMA (2023), *Social Bond Principles*, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2023-updates/Social-Bond-Principles-SBP-June-2023-220623.pdf>. [3]
- ICMA (2023), *The Principles, Guidelines and Handbooks*, <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/>. [11]
- ICMA (2022), *Guidance Handbook*, <https://www.icmagroup.org/assets/GreenSocialSustainabilityDb/The-GBP-Guidance-Handbook-January-2022.pdf>. [1]
- ICMA (2021), *Green Bond Principles*, <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>. [2]
- ICMA (2020), *Governance Framework*, <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/membership-governance-and-working-groups/governance-framework/>. [9]
- IPSF (2023), *The International Platform on Sustainable Finance – Annual Report 2023*, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2023-12/231204-ipsf-annual-report_en.pdf. [15]

- Karpf, A. et A. Mandel (2018), « The changing value of the 'green' label on the US municipal bond market », *Nature Climate Change*, vol. 2/161e165, p. 8, <https://doi.org/doi.org/10.1038/s41558-017-0062-0>. [28]
- MacAskill, S. et al. (2021), « Is there a green premium in the green bond market? Systematic literature review revealing premium determinants », *Journal of Cleaner Production*, vol. 280/124491, <https://doi.org/doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.124491>. [25]
- OCDE (2023), *OECD Sovereign Borrowing Outlook 2023*, Éditions OCDE, Paris, <https://doi.org/doi.org/10.1787/09b4cfba-en>. [35]
- OCDE (2022), *Climate Change and Corporate Governance*, Éditions OCDE, Paris, <https://doi.org/doi.org/10.1787/272d85c3-en>. [8]
- République fédérale d'Allemagne (2023), *Issuance Results in Syndication Process*, <https://www.deutsche-finanzagentur.de/en/federal-securities/issuances/syndicates>. [6]
- Sierra Club (2023), *Lethal Investments: The Health Consequences of Cash Flows into Coal*, <https://www.sierraclub.org/sites/default/files/2023-08/SierraClub-CoalUtilityFinancingReport.pdf>. [16]
- Starks, L. et P. Venkat (2017), *Corporate ESG Profiles and Investor Horizons*, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3049943>. [38]
- Tang, D. et Y. Zhang (2018), « Do shareholders benefit from green bonds? », *Journal of Corporate Finance*, <https://doi.org/doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.12.001>. [31]
- UI Haq, I. et D. Doumbia (2022), *Structural Loopholes in Sustainability-Linked Bonds*, Groupe de la Banque mondiale, <https://doi.org/doi.org/10.1596/1813-9450-10200>. [4]
- Zerbib, O. (2019), « The effect of pro-environmental preferences on bond prices: evidence from green bonds », *Journal of Banking Finance*, vol. 98, pp. 39-60, <https://doi.org/doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.10.012>. [27]

Notes

¹ Au niveau des administrations centrales, cette baisse est imputable à l'insuffisance des dépenses admises pour les grands émetteurs d'obligations durables, comme au Chili et en France (OCDE, 2023^[35]).

² Cet échantillon comprend des économies avancées, des marchés émergents et économies en développement pour la partie émissions souveraines, ainsi que des sociétés d'une diversité de secteurs, domiciliées dans plusieurs pays. Les économies avancées considérées pour les émissions souveraines sont l'Allemagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni, et les marchés émergents et économies en développement le Chili, l'Égypte, l'Inde, le Mexique et la Turquie. Le secteur des entreprises est représenté par des entités financières et non financières.

³ La Banque d'Italie (Banca d'Italia) est un exemple de banque centrale qui a intégré des critères financiers et de durabilité dans sa stratégie de gestion de portefeuille de placement. Elle s'est dotée d'une charte de

placement responsable, qui définit les principes à suivre pour regrouper l'évaluation des résultats financiers et des résultats en matière de durabilité (Banque d'Italie, 2021^[40]). Elle publie également un rapport annuel sur les placements liés à la durabilité et les risques climatiques connexes (Banque d'Italie, 2021^[41]).

⁴ Les autres pays et territoires dans lesquels des obligations durables souveraines sont éligibles à la mise en pension sont la Thaïlande (deux titres), la Hongrie (2) et Hong Kong (Chine) (1).

⁵ Les autres pays et territoires dans lesquels des obligations durables d'entreprise sont éligibles à la mise en pension sont le Taipei chinois (54 titres), l'Australie (8), la Russie (5), la Nouvelle-Zélande (4), le Brésil (1) et les États-Unis (1).

⁶ Les autres pays et territoires dans lesquels des obligations durables émises par des organismes et par des entités supranationales sont éligibles à la mise en pension sont l'Australie (11 titres), la Nouvelle-Zélande (7), la Thaïlande (6), l'Indonésie (4), la Russie (3), le Taipei chinois (3), les États-Unis (1) et le Viet Nam (1).



Extrait de :
Global Debt Report 2024
Bond Markets in a High-Debt Environment

Accéder à cette publication :
<https://doi.org/10.1787/91844ea2-en>

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2024), « Obligations durables : État du marché et considérations intéressant l'action publique », dans *Global Debt Report 2024 : Bond Markets in a High-Debt Environment*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/c7b10d6a-fr>

Ce document, ainsi que les données et cartes qu'il peut comprendre, sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région. Des extraits de publications sont susceptibles de faire l'objet d'avertissements supplémentaires, qui sont inclus dans la version complète de la publication, disponible sous le lien fourni à cet effet.

L'utilisation de ce contenu, qu'il soit numérique ou imprimé, est régie par les conditions d'utilisation suivantes :
<http://www.oecd.org/fr/conditionsdutilisation>.