

OBLIGATIONS VERTES – CHOIX DES PROJETS, REPORTING ET REVUE EXTERNE

L'exemple de l'État de Genève

Comment améliorer la transparence des informations communiquées aux investisseurs dans le cadre d'une émission obligataire verte? Après avoir précisé les notions de développement et de finance durables ainsi que les modalités des obligations vertes, les auteurs proposent un aperçu des problématiques rencontrées et des pistes de solution y relatives en prenant l'exemple de l'émission obligataire verte de l'État de Genève en 2017.

1. INTRODUCTION

1.1 L'émission verte de l'État de Genève. En novembre 2017, l'État de Genève (*l'État*) a émis un emprunt obligataire vert d'un montant de CHF 620 millions répartis en deux tranches: CHF 420 millions à 10 ans et CHF 200 millions à 14 ans. Les fonds levés ont essentiellement servi à refinancer des bâtiments publics en lien avec la santé et la recherche médicale selon les principes de la haute performance énergétique s'appliquant aux bâtiments de l'État. Trois projets ont ainsi été refinancés: le Centre médical universitaire (étapes 5 et 6), l'Hôpital Gustave Julliard (bâtiment des lits 2) et la Maternité (étape 3.3). Dans le cadre cette émission obligataire, la Cour des comptes du canton de Genève a été sollicitée pour effectuer la revue du reporting liée à l'émission et émettre une attestation à la suite de ses travaux en mars 2018.

1.2 Un enjeu de transparence. S'agissant d'une opération inédite dans le domaine du développement durable tant pour l'État que pour la Cour des comptes, les auteurs ont souhaité expliquer le contexte, la démarche suivie, les problématiques rencontrées et proposer des pistes de solution. Face au développement très rapide de la finance durable, un certain nombre de problématiques se sont en effet fait jour. La principale concerne la garantie qui peut être donnée aux investisseurs que l'obligation verte est véritablement un investissement vert compte tenu du risque de *greenwashing* [1]. Dans le cas présent, il convient de relever que l'État a requis de la part

d'une société spécialisée en amont de l'émission une opinion indépendante sur le caractère responsable de l'obligation. Selon cette opinion [2], l'émission de l'État est une «obligation verte» à empreinte positive, en conformité avec les lignes directrices des *Green Bond Principles* (cf. chapitre 3.5). Une assurance de niveau raisonnable (meilleur niveau d'assurance) a également été formulée sur le caractère responsable de l'obligation.

2. DÉVELOPPEMENT DURABLE

2.1 Une préoccupation mondiale. Plus personne ne peut échapper au développement durable, car tout le monde est concerné à un titre ou un autre tant comme particulier, qu'entreprise privée ou collectivité publique. La définition du développement durable qui fait aujourd'hui référence est celle de la Commission mondiale des Nations Unies sur l'environnement et le développement:

«Le développement durable est un développement qui répond aux besoins du présent sans compromettre la capacité des générations futures de répondre aux leurs.»

Le développement durable est inscrit dans la constitution de la Confédération (art. 2 et 73 Cst.). Le Conseil fédéral élabore une stratégie en début de législature qui, pour la période 2016–2019, a été adoptée en janvier 2016. Autour de neuf champs thématiques tels que la consommation et la production, le développement urbain, l'énergie et le climat ou



GILLES MOINAT,
EXPERT-COMPTABLE DIPL.,
DIRECTEUR D'AUDIT,
COUR DES COMPTES
DE GENÈVE,
GENÈVE



LAURENT DUSSOLLIET-
BERTHOD, CERTIFIED
INTERNAL AUDITOR (CIA),
AUDITEUR SENIOR,
COUR DES COMPTES,
GENÈVE

encore le système économique et financier, la stratégie définit les priorités politiques à moyen et long terme et les précise au travers de 49 objectifs stratégiques [3]. Le canton de Genève a adopté une loi sur l'action publique en vue d'un développement durable en 2001 [4]. Depuis 2012, le développement durable est inscrit dans la Constitution genevoise. La loi dans sa version actuelle [5] impose l'élaboration pour dix ans d'un concept cantonal du développement durable [6]. Le concept a pour objectif de définir les lignes directrices et les axes stratégiques d'intervention prioritaires en matière de développement durable à l'horizon 2030. Il est articulé autour de huit champs d'action représentant les thèmes clés du développement durable qui sont proches de ceux définis par la Confédération.

2.2 Notion de finance durable. Les finances publiques doivent satisfaire deux exigences du développement durable: financer les besoins et permettre les investissements de la génération actuelle sans pour autant limiter la capacité d'action des générations futures. Un système financier est dit «durable» lorsque ses décisions de financement et d'investissement favorisent une activité économique qui tient compte du caractère limité des ressources non renouvelables et de la capacité de régénération des ressources renouvelables [7]. Pour renforcer le développement durable et exploiter les débouchés commerciaux offerts par celui-ci, les acteurs du système financiers doivent systématiquement prendre en compte les facteurs de durabilité dans leurs décisions de financement et d'investissement. Ces facteurs appelés «ESG» (environnementaux, sociaux et de gouvernance) sont, par exemple, les émissions de CO₂, la consommation d'eau, l'exclusion du travail des enfants, l'efficacité des structures de gestion garantissant une bonne gouvernance d'entreprise, etc. Mentionnons encore que la Suisse, et plus particulièrement Genève, est une place importante en matière de finance durable. Très récemment, la ville de Genève a été

«Même si elles ne représentent qu'une infime partie du marché international obligataire, les obligations vertes ont connu une progression très importante depuis 2013.»

choisie pour accueillir le siège mondial des places financières durables. Ce réseau réunit une vingtaine de centres financiers dans le monde (dont Genève et Zurich).

3. LES OBLIGATIONS VERTES

3.1 Qu'est-ce qu'une obligation verte? Structurée de la même manière qu'une obligation classique, une obligation verte est un emprunt émis sur le marché par une entreprise ou une entité publique pour lui permettre de financer, ou refinancer, partiellement ou en totalité, des projets verts nouveaux et/ou en cours. Les projets verts doivent avoir un bénéfice environnemental clair, qui sera estimé, et dans la

mesure du possible, mesuré par l'émetteur [8]. Il peut notamment s'agir de projets en lien avec les énergies renouvelables, l'efficacité énergétique ou encore les moyens de transport propres.

3.2 Le marché des obligations vertes. Même si elles ne représentent qu'une infime partie du marché international obligataire, les obligations vertes ont connu une progres-

«Les obligations vertes ne sont pas régies par un cadre légal spécifique. Elles doivent simplement respecter les principes généraux régissant la relation entre émetteur et investisseur.»

sion très importante depuis 2013. D'abord émises par la banque mondiale et les banques de développement il y a une dizaine d'années, les émissions d'obligations vertes ont été multipliées par quinze depuis 2013, avec l'arrivée de nouveaux acteurs tels que les grandes entreprises ou les collectivités publiques. En 2017, elles atteignaient un total d'environ USD 155 milliards et les prévisions tablent sur USD 250–300 milliards émis en 2018 [9]. Pour les entreprises et les collectivités publiques, les obligations vertes permettent notamment de communiquer sur leur engagement environnemental et de s'ouvrir à de nouveaux investisseurs dont les considérations éthiques sont importantes. Les investisseurs trouvent quant à eux un moyen de répondre aux besoins croissants en investissements durables.

3.3 Les obligations vertes en Suisse. En Suisse, la première émission d'obligations vertes a été réalisée en juillet 2017 par la société *Helvetia Environnement* pour un montant de CHF 75 millions. Les fonds sont destinés à financer des projets dans le domaine de la gestion des déchets et du recyclage en Suisse. L'État de Genève lui a emboîté le pas en novembre 2017 avec une émission totale de CHF 620 millions. Pour les deux entités précitées, le résultat des émissions vertes a été très positif, notamment en termes de rapidité de souscription.

3.4 Une absence de cadre normatif. Les obligations vertes ne sont pas régies par un cadre légal spécifique. Elles doivent simplement respecter les principes généraux régissant la relation entre émetteur et investisseur. Dans le cas de l'État de Genève, les prospectus d'émission relatifs aux obligations vertes mentionnent notamment que

«l'émetteur s'est engagé à respecter certains principes en matière d'administration du produit de l'émission et de transparence. Cela étant, le non-respect de ces principes ne constituerait pas un cas d'exigibilité anticipée au titre des modalités de l'emprunt. Chaque investisseur potentiel intéressé par le caractère écologique des obligations prend acte et accepte que les projets finan-

cés peuvent ne pas atteindre les résultats anticipés en matière écologique, sociale, de gouvernance et/ou de développement durable.»

Compte tenu de la croissance très rapide du marché des obligations vertes, plusieurs acteurs ont néanmoins élaboré

«La difficulté pour l'émetteur consiste à choisir des indicateurs pertinents pour mesurer l'utilisation des fonds et à en assurer une communication adéquate aux investisseurs.»

des principes et bonnes pratiques non contraignants visant à encadrer les relations entre les émetteurs et les investisseurs. Parmi les principes les plus reconnus figurent ceux du *Climate Bonds Initiative* [10] et de l'*International Capital Market Association* [11] (Green Bonds Principles). Ce sont ces derniers principes que l'État de Genève a retenus et qui sont expliqués ci-après. Il convient également de préciser qu'il existe dans le domaine des obligations vertes des initiatives des agences de notation ou des investisseurs. C'est le cas notamment de l'agence *Standard & Poor's* qui a annoncé en mai 2018 qu'elle allait lancer une notation évaluant les impacts sur l'environnement des projets financés par des instruments verts, ou encore de l'*association française de la gestion financière* qui a émis en mars 2015 des caractéristiques minimales et bonnes pratiques pour les fonds socialement responsables.

3.5 Les Green Bonds Principles (GBP) [12]. Elaborée en 2014, cette initiative, qui regroupe aujourd'hui plusieurs parties prenantes impliquées dans les émissions obligataires, vise à fixer des lignes directrices qui préconisent la transparence, la publication d'informations et le reporting. Les GBP reposent sur les quatre grands principes suivants: utilisation des fonds, sélection et évaluation des projets, gestion des fonds et reporting. S'agissant du principe relatif au reporting, les GBP soulignent que

«la transparence est un facteur clé de la communication sur l'impact attendu des projets. Les GBP recommandent d'utiliser des indicateurs de performance qualitatifs, et si possible, quantitatifs [...], et de présenter la principale méthodologie sous-jacente et/ou les hypothèses utilisées pour les évaluations quantitatives.»

3.6 La revue externe. Les GBP recommandent également aux émetteurs de recourir à des intervenants externes pour vérifier la conformité de leur obligation verte avec les bonnes pratiques. Plusieurs types d'interventions sont prévues: l'*analyse par un consultant* (avis d'une institution dotée d'une expertise reconnue dans le domaine du développement durable concernant p. ex. la conformité avec les principes des GBP), le *contrôle* (vérification, p. ex. par un cabinet d'audit, de l'émission obligataire ou de son cadre), la *certification* (conformité des obligations, du cadre d'émission associé ou de l'allocation du produit de l'émission au regard des normes externes de protection de l'environnement) et la *notation* (nota-

tion des obligations vertes ou du cadre de l'émission, p. ex. par une agence de notation spécialisée).

4. LES PROBLÉMATIQUES LIÉES AUX GREEN BONDS

4.1 Les trois grandes problématiques. Il ressort de ce qui précède que trois grandes problématiques peuvent se poser aux émetteurs d'obligations vertes afin de satisfaire les attentes des investisseurs: le choix des projets, le choix des indicateurs et le reporting, et enfin la revue externe. Ces trois problématiques sont explicitées ci-après en prenant l'exemple de l'émission de l'État de Genève.

4.2 Les choix des projets. Une des premières difficultés pour l'émetteur consiste à sélectionner des projets «verts» ou les plus «verts possible». En la matière, l'État de Genève a fait preuve de pragmatisme pour sa première émission en choisissant un type de projet clairement identifiable (soit des bâtiments), déjà existant (il s'agit essentiellement d'une opération de refinancement) et respectant des standards de *haute performance énergétique (HPE)* au sens de la loi genevoise sur l'énergie (LEn, L 2 30). Le caractère très concret de ces projets a ainsi permis d'assurer le succès de l'émission auprès des investisseurs. S'agissait-il néanmoins des projets les plus «verts possible» afin de répondre aux objectifs de l'État en matière de développement durable [13]? La question reste ouverte compte tenu des nombreuses autres activités potentiellement «vertes» que l'État aurait pu financer (et non refinancer comme dans le cas présent). Il est à noter que le standard HPE, qui a été appliqué aux trois bâtiments lors de leur élaboration, dépassait les exigences légales de l'époque. Entre-temps, il est devenu la norme obligatoire pour toute nouvelle construction de l'État selon la loi actuelle sur l'énergie (il existe désormais un standard plus exigeant dit de très haute performance énergétique THPE).

4.3 Le choix des indicateurs et le reporting. La deuxième difficulté pour l'émetteur consiste à choisir des indicateurs pertinents pour mesurer l'utilisation des fonds et à en assu-

«La difficulté pour l'émetteur est de donner aux investisseurs, via des revues externes a priori et a posteriori de l'émission, une assurance quant à la qualité des informations communiquées sur l'obligation verte.»

rer une communication adéquate aux investisseurs. D'une manière générale, les indicateurs financiers [14] ne posent pas de problème dans la mesure où ils sont établis et suivis par des spécialistes comptables et financiers, et ressortent de la comptabilité de l'émetteur qui fait l'objet d'une révision par un auditeur externe agréé. Se pose en revanche la question de

la pertinence des indicateurs non financiers ou d'impact. Dans ce cadre, l'État de Genève a appliqué les GBP en choisissant des indicateurs non financiers reconnus et utilisés par les spécialistes (indice de dépense de chaleur, consommation d'électricité, estimation ex post de l'évitement de CO₂ au regard de bâtiments de même usage, et pourcentage de toitures végétalisées), et en formalisant une méthodologie détaillée de calcul de ses indicateurs [15]. Il a également mis en place une communication transparente d'informations à destina-

«Les indicateurs devraient être standardisés en fonction de la typologie des projets concernés.»

tion des investisseurs en les publiant dans ses comptes annuels (tome 1 des comptes individuels [16] et sur son site internet via un espace dédié [17]). Une problématique importante demeure néanmoins: l'absence de cible liée aux indicateurs (notamment selon l'usage des bâtiments). En effet, comment appréhender au mieux l'indicateur si aucune cible n'est définie? À titre d'illustration, dans le cas de l'État de Genève, une consommation de 5 986 645 kWh est reportée pour le bâtiment du Centre médical universitaire. Sans cible avec laquelle comparer ce chiffre, l'information reportée pourrait ainsi paraître moins pertinente. De même, une comparaison entre les indicateurs des différents bâtiments pourrait amener à s'interroger sur les raisons pour lesquelles l'indice de dépense de chaleur du bâtiment de la nouvelle maternité est quasiment deux fois plus élevé que celui des deux autres bâtiments financés. Cela est-il dû à l'enveloppe thermique du bâtiment moins performante ou à des usages de consommation différents?

4.4 La revue externe. Finalement, la troisième difficulté pour l'émetteur est de donner aux investisseurs, via des revues externes a priori et a posteriori de l'émission, une assurance quant à la qualité des informations communiquées sur l'obligation verte. Là encore, l'État de Genève a appliqué les GBP en mandatant un expert dans le domaine du développement durable pour formuler une opinion indépendante sur le caractère responsable de l'obligation (cf. chapitre 1.2). Par ailleurs, l'État a mandaté un tiers externe, la Cour des comptes, pour émettre une attestation sur les informations relatives aux emprunts obligataires verts. L'État a finalement communiqué ces informations sur son site internet en toute transparence. La difficulté en la matière pour les investisseurs réside dans la compréhension des travaux effectués par chacun des experts indépendants et sur le degré d'assurance donné. Dans le cas présent, s'agissant d'une première expérience en Suisse et en l'absence de modèle d'attestation existant, la Cour des comptes a effectué plusieurs entretiens avec l'État sur la manière dont les informations contenues dans le reporting avaient été établies, puis a procédé à différents travaux d'audit (visites des bâtiments, entretiens avec des experts externes en charge de l'établissement de certains indicateurs extrafinanciers, analyse de l'exactitude des com-

posants de la méthodologie retenue toujours pour les indicateurs extrafinanciers) afin d'obtenir un degré d'assurance raisonnable sur les informations attestées.

5. LES PISTES DE SOLUTION

5.1 Les choix des projets. La problématique du choix des projets «les plus verts» devrait à notre avis être traitée dans le cadre de l'établissement d'une déclinaison de la stratégie de développement durable de l'émetteur, communiquée de manière transparente aux investisseurs. Cette dernière préciserait, entre autres éléments, l'ensemble des projets verts éligibles, leur typologie (bâtiments, production d'énergies renouvelables, déchets, biodiversité, etc.) ainsi que leur affectation (financement ou refinancement). Cette démarche permettrait aux émetteurs de rassurer les investisseurs sur leurs intentions et leur capacité à offrir une palette de projets dont les caractéristiques ont été clairement définies au préalable plutôt que par opportunité. De ce point de vue, les nouveaux projets liés au développement durable sont vraisemblablement plus à même de répondre aux objectifs fixés parce qu'ils correspondent aux attentes et aux normes du moment. À l'inverse, les projets de refinancement ont été développés ou mis en place selon des normes et des critères qui ont été fixés il y a plusieurs années, dont certains ont pu depuis lors être intégrés dans des lois.

5.2 Les choix des indicateurs d'impact et le reporting. Pour renforcer la qualité et la pertinence des indicateurs extrafinanciers, certaines caractéristiques devraient être respectées. D'abord, les indicateurs devraient être standardisés en fonction de la typologie des projets concernés. Cela consisterait notamment à proposer pour chaque indicateur de même nature une méthodologie unique (tout le monde

«Il s'agirait de définir une cible pour chaque indicateur afin que l'investisseur soit réellement en mesure d'évaluer ex post les résultats obtenus.»

calcule de la même manière), à le rendre contrôlable de manière aisée et à le faire calculer, dans la mesure du possible, par un professionnel reconnu. Les indicateurs ne devraient également pas être trop complexes à établir afin que les investisseurs soient en mesure de comprendre leur structure et leur résultat, sans faire appel à leur tour à des spécialistes.

Ensuite, il s'agirait de définir une cible pour chaque indicateur afin que l'investisseur soit réellement en mesure d'évaluer ex post les résultats obtenus. S'agissant de la typologie de projets «bâtiments», une cible selon des normes nationales devrait être privilégiée.

Dans le cas de projets très spécifiques, par exemple dans leur usage (hôpital), il serait nécessaire de déterminer soigneusement des indicateurs qui sont en relation avec le pro-

jet et d'expliquer précisément leur choix et leur mode de calcul. Le résultat devrait être commenté si celui-ci s'écarte notablement d'une cible reconnue et pourquoi il remplit néanmoins les conditions d'une obligation verte.

Enfin, en matière de reporting, et toujours pour des raisons de comparaison, il serait dans l'intérêt des émetteurs de

«Relativement aux auditeurs externes, les parties prenantes (émetteurs, investisseurs, associations, etc.) devront déterminer ce qu'elles attendent d'un rapport ou d'une attestation qui porte sur une obligation verte.»

mettre à la disposition des investisseurs, dans leurs états financiers annuels, les éléments suivants:

- la politique en matière de développement et de finance durables, qu'il s'agisse de financement ou de refinancement;
- la liste des projets financés et/ou refinancés, leur état d'avancement/de réalisation, leur date de mise en service;
- les indicateurs utilisés, leur méthode de calcul, le responsable de leur établissement et les cibles associées;
- les projections d'investissements sur des projets de développement durable et leur financement à terme;
- la liste des experts externes sollicités pour le calcul de certains indicateurs extrafinanciers.

5.3 Les revues externes. Deux éléments importants sont à prendre en compte dans le type de travaux qui sont attendus des experts et auditeurs externes en matière de revue externe: les attentes des parties prenantes et les contraintes normatives des auditeurs.

Relativement aux auditeurs externes, les parties prenantes (émetteurs, investisseurs, associations, etc.) devront déterminer ce qu'elles attendent d'un rapport ou d'une attestation qui porte sur une obligation verte. S'agit-il simplement d'attester de l'existence d'indicateurs financiers et extrafinanciers, ou souhaitent-ils davantage d'assurance, à savoir que les auditeurs se prononcent sur la pertinence des indicateurs, la méthode de calcul utilisée, l'exactitude des chiffres fournis et l'intégrité des informations fournies dans le re-

porting? Gageons que la deuxième proposition aura leur faveur afin d'améliorer l'attractivité des obligations vertes.

Par ailleurs, les autorités en charge d'établir des normes d'audit devront proposer des modèles de rapport ou d'attestation pour les auditeurs externes qui répondent aux attentes des investisseurs, mais aussi aux dispositions légales et réglementaires. Il s'agira là encore de tendre vers une uniformisation des textes pour permettre une comparaison entre les émetteurs à travers le monde (ou à défaut au sein d'un même pays) et offrir aux investisseurs un choix sûr parmi les nombreuses possibilités offertes par le marché.

6. CONCLUSION

Face à la croissance rapide du marché des obligations vertes, l'amélioration de la transparence des informations communiquées aux investisseurs devrait être au cœur des préoccupations des émetteurs. Le présent article a eu pour ambition d'esquisser quelques pistes de solutions en la matière, en se basant sur l'exemple récent de l'émission verte de l'État de Genève qui s'est calquée sur les GBP, et qui a connu un réel succès auprès des investisseurs.

Le sujet demeure complexe et évoluera ces prochaines années au rythme des nouvelles émissions. À ce titre, soulignons l'initiative novatrice de l'Agence *France Trésor* (gestionnaire de la dette et de la trésorerie de l'État français) qui a émis un emprunt obligataire vert de €7 milliards en janvier 2017. Dans ce cadre, un conseil d'évaluation a été institué visant notamment à mesurer les impacts environnementaux ex-

«Face à la croissance rapide du marché des obligations vertes, l'amélioration de la transparence des informations communiquées aux investisseurs devrait être au cœur des préoccupations des émetteurs.»

post des projets financés. Ce conseil est composé de sept experts indépendants et de deux observateurs. Ces derniers sont le cofondateur et président du Climate Bond Initiative et le directeur principal et secrétaire général des Green Bond Principles. ■

Notes: 1) Le greenwashing consiste à afficher des préoccupations environnementales qui sont dans les faits éloignées de la réalité. 2) <https://www.ge.ch/document/seconde-opinion/telecharger> 3) <https://www.are.admin.ch/are/fr/home/developpement-du-rable/politique-et-strategie/strategie-pour-le-developpement-durable-2016-2019.html> 4) http://ge.ch/agenda21/media/site_agenda21/files/documents_telechargeables/conceptdd2030_20170831-final.pdf 5) https://www.ge.ch/legislation/rsg/f/s/rsg_a2_60.html 6) http://ge.ch/agenda21/media/site_agenda21/files/documents_telechargeables/conceptdd2030_20170831-final.pdf 7) <https://www.bafu.admin.ch/>

[bafu/fr/home/themes/economie-consommation/info-specialistes/finance-durable.html](https://www.bafu.admin.ch/bafu/fr/home/themes/economie-consommation/info-specialistes/finance-durable.html). 8) Green Bonds Principles (GBP) de l'International Capital Market Association (ICMA). 9) <https://www.climatebonds.net/market>. 10) <https://www.climatebonds.net/>. 11) <https://www.icmagroup.org/>. 12) <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>. 13) En particulier, l'État, conscient de sa responsabilité face au changement climatique, a décidé d'agir en initiant, en 2013, l'élaboration d'un plan climat cantonal. Celui-ci s'appuie sur l'ensemble des politiques publiques de la collectivité visant à lutter contre les

émissions de gaz à effet de serre et à améliorer les capacités d'adaptation du territoire aux changements climatiques. <http://ge.ch/agenda21/plan-climat-cantonal/strategie-climatique-cantonale>. 14) Dans le cadre de l'émission de novembre 2017, l'État a choisi les indicateurs financiers suivants: allocation des fonds, part de refinancement et avancement du projet par rapport au crédit voté. 15) <https://www.ge.ch/dossier/obligations-vertes-green-bonds/methode>. 16) [https://www.ge.ch/document/comptes-2017\(tome1,rubrique5.Obligationsvertes\)](https://www.ge.ch/document/comptes-2017(tome1,rubrique5.Obligationsvertes)). 17) <https://www.ge.ch/dossier/obligations-vertes-green-bonds>