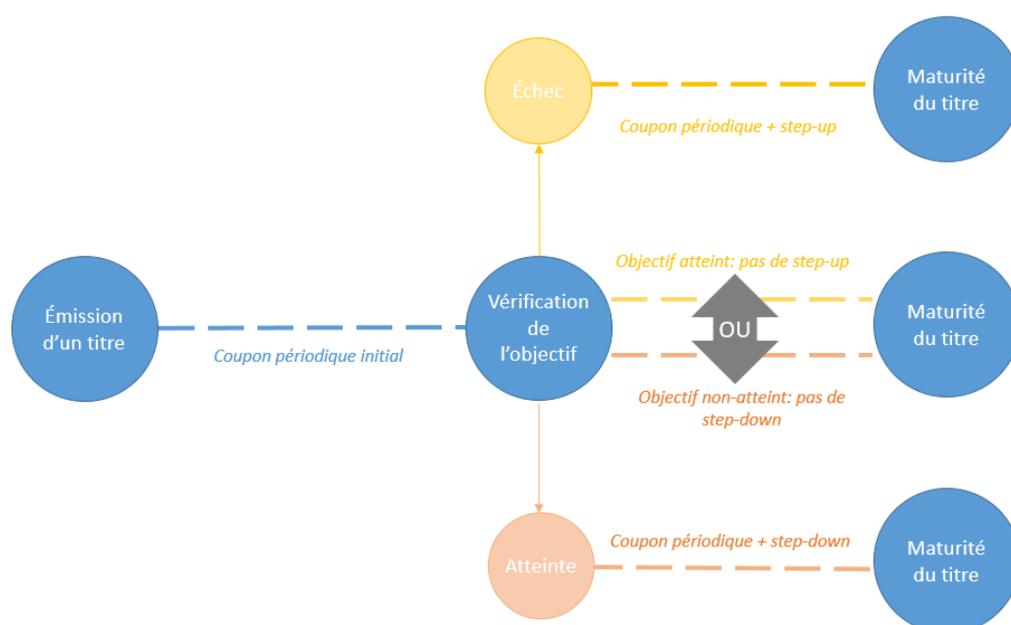


Les sustainability-linked bonds, un outil efficace de décarbonation ?

Par Pauline Bacos et Naelle Verniest

Les Sustainability-linked bonds (SLB) ont un format innovant permettant de lier le taux d'intérêt d'une dette à l'atteinte d'objectifs environnementaux, sociaux ou de gouvernance. Beaucoup de SLB comportent aujourd'hui des objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre. Ce mécanisme doit néanmoins contraindre davantage les émetteurs pour devenir un véritable outil de décarbonation.

Graphique 1 : Mécanismes des titres SLB



Source : Banque de France

Note : Un step-up est une hausse de coupon appliquée en cas de non-atteinte d'un objectif ESG. Un step-down est une baisse de coupon appliquée en cas d'atteinte d'un objectif ESG. Ces mécanismes sont définis à l'émission.

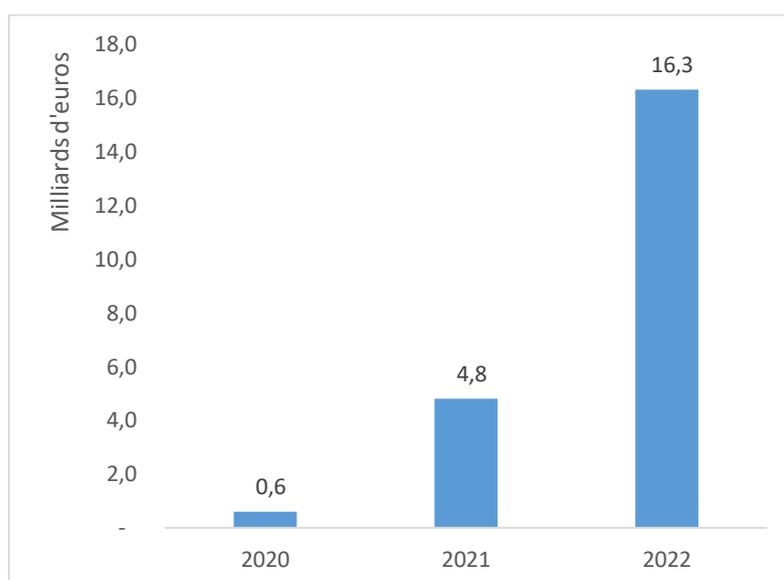
Les SLB, un instrument en plein essor

Les *Sustainability-linked bonds* (SLB) sont des titres obligataires assortis d'une contrainte environnementale, sociale ou de gouvernance (ESG) pour l'émetteur. À l'émission, celui-ci se fixe un (des) objectif(s) ESG, dont l'atteinte est vérifiée à une date précise, grâce à des indicateurs, également fixés par l'émetteur. Atteindre ou manquer l'objectif modifie les caractéristiques du titre. Lorsqu'un *coupon step-up* est défini à l'émission, le coupon variera

à la hausse en cas de manquement, et restera inchangé en cas d'atteinte de l'objectif. Lorsqu'un *coupon step-down* est défini, le coupon variera à la baisse en cas d'atteinte, et ne variera pas en cas d'échec. Plus rarement, le mécanisme SLB peut combiner un *step-up* et un *step-down*, ou consister en un versement d'une prime aux investisseurs à la maturité de l'obligation en cas de manquement de l'objectif.

Les SLB connaissent une croissance importante sur les marchés obligataires ESG européens depuis leur apparition fin 2019 (cf. graphique 2), bénéficiant d'un effet de rattrapage par rapport aux obligations vertes.

Graphique 2 : Volumes de SLB émis en milliards d'euros (Trimestre 1)



Source : Bloomberg

Depuis le 1er janvier 2021, les SLB environnementaux sont éligibles en tant que collatéral auprès de l'Eurosystème ainsi qu'au programme d'achat d'obligations émises par les entreprises (*Corporate sector purchase programme* - CSPP). Cette décision a permis à l'Eurosystème de marquer son soutien aux innovations en matière de finance durable.

Les émetteurs de SLB, principalement des entreprises, lient engagements financiers et ESG

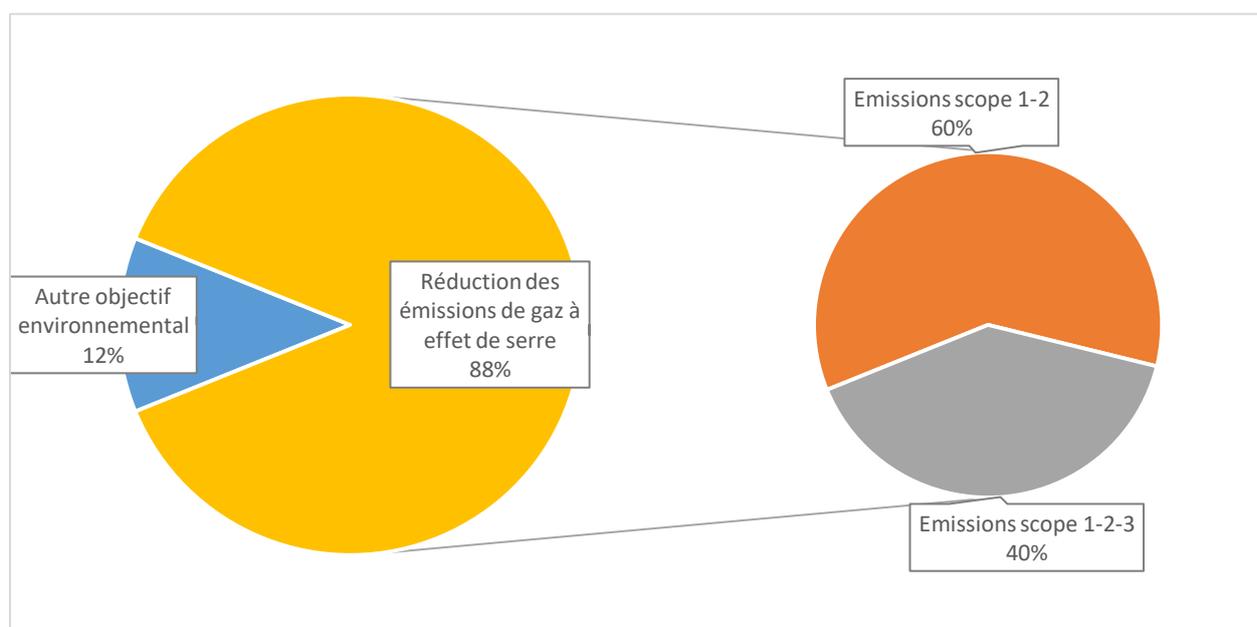
Les entreprises non-financières sont les principales entités émettrices de SLB, qui leur permettent d'accéder à une base d'investisseurs spécialisés à l'origine d'une importante demande. Depuis janvier 2020, 90 % des SLB, en montant, ont été émis par des entreprises.

Parmi les entreprises émettrices de SLB, le secteur des *Utilities (production et distribution d'eau, de gaz et d'électricité)* est le plus représenté, comptabilisant 21% des émissions depuis 2020. Une diversification est néanmoins observée, avec une forte croissance des émissions SLB dans des secteurs comme les télécommunications, l'agro-alimentaire et la santé.

Au sein des marchés ESG, le format SLB représente une alternative intéressante aux obligations vertes (Descombes, Kergadallan et Le, 2022) pour les émetteurs. Il permet de financer tout type d'investissement, en prenant des engagements ESG au niveau de l'émetteur ou de son groupe, alors que les obligations vertes sont strictement allouées au financement d'actifs « verts ». De ce fait, les SLB permettent à des émetteurs ne disposant pas d'actifs « verts » à financer d'émettre de la dette ESG. Ces deux formats de titres sont complémentaires et certains titres combinent les deux, en liant leur coupon à une cible tout en allouant leurs fonds à des actifs « verts ».

Une grande majorité des SLB émis par des entreprises non-financières ont des cibles environnementales, et spécifiquement liées aux émissions de gaz à effets de serre (GES). Au 19 août 2022, 88% des SLB environnementaux éligibles en tant que collatéral auprès de l'Eurosystème avaient une cible de réduction de GES (cf. graphique 3), en légère majorité sur un périmètre étroit (cf. paragraphe suivant).

Graphique 3 : Cibles des SLB éligibles (en nombre)



Source : Documentation financière des SLB

Note : Le scope 1-2 concerne les émissions de gaz à effet de serre directes de l'émetteur. Le scope 3 représente ses émissions indirectes.

Les SLB permettent-ils réellement d'améliorer la performance climatique des entreprises ?

Les acteurs économiques doivent s'adapter au changement climatique, ce qui se traduit par un engagement de décarbonation de leurs activités. Au regard de cet impératif, la performance climatique des entreprises peut se définir par leur volume d'émissions de GES, et/ou par leur engagement dans une trajectoire de diminution de ces émissions. Les émissions sont distinguées par champ d'application (ou *scopes*) : le *scope 1* concerne les émissions directes d'une entreprise provenant de sources qu'elle détient ou contrôle. Le *scope 2* désigne les émissions résultant de l'utilisation d'électricité, de chaleur ou de vapeur

par une entreprise. Le *scope 3* concerne les autres émissions indirectes, en amont ou en aval du cycle de production. Les activités économiques ne sont pas affectées de la même manière par ce besoin d'adaptation et certains secteurs doivent engager des efforts importants pour y parvenir. L'absence d'adaptation génère un risque financier à terme ([Boissinot, Clerc et Dees, 2021](#)).

Face à ce besoin, le mécanisme SLB à cible environnementale signale l'engagement de l'émetteur à réduire ses émissions de GES, en y associant des conséquences financières. Cependant, la pertinence et l'ambition des cibles sont difficiles à évaluer et le niveau de pénalité financière en cas de non atteinte des objectifs reste, en général, bas. Les émissions de GES indirectes (*scope 3*) sont par exemple parfois absentes dans les cibles climatiques d'émetteurs de SLB appartenant à des secteurs où ce niveau d'émission est élevé. De plus, le niveau de *step-up* des SLB (i.e. de prime à verser aux investisseurs en cas de manquement de la cible) le plus répandu se situe en moyenne à 25 points de base (0,25 %), contre 125 points de base (1,25 %) pour un *step-up* lié à la variation de la notation de crédit de l'émetteur, courant dans le marché. Enfin, les éventuelles clauses de remboursement anticipé affaiblissent la contrainte du mécanisme ([Kölbel et Lambillon, 2022](#)).

Dans ce contexte, les marchés ESG ne traitent pas les titres SLB de façon homogène. La majorité des SLB ne semble pas bénéficier d'une prime significative (équivalente à un *greenium* pour les obligations vertes) par rapport aux titres obligataires classiques ([Mirova 2022](#)). Des émissions SLB avec un niveau de *step-up* ou de *step-down* plus élevé semblent néanmoins bénéficier d'une prime de la part des investisseurs (Kölbel et Lambillon, 2022). Les SLB prennent des formes variées et parfois complexes à valoriser sur les marchés, car ils résultent de choix propres à chaque émetteur.

En réponse à ces limites, l'*International Capital Market Association* (ICMA) a récemment répertorié 300 cibles ESG standardisées pour les SLB, par secteur d'activité. L'ICMA fournit des références permettant aux émetteurs de calibrer leurs cibles et recommande d'adopter, pour la plupart des secteurs, des cibles fondées sur les émissions *scope 1, 2 et 3*. Par ailleurs, la Commission européenne a annoncé en juillet 2021 son projet d'élaborer un label pour les titres SLB. Ces initiatives sont susceptibles de consolider à terme les émissions sous le format SLB et d'améliorer l'évaluation de la pertinence des cibles.

Pour les secteurs les plus polluants, le projet européen d'atteinte de la neutralité carbone en 2050 crée des mécanismes de décarbonation plus efficaces, notamment avec les quotas d'émissions et les marchés du carbone auxquels sont soumis un nombre croissants d'acteurs. Dans ce contexte, le choix d'un format SLB est une marque d'engagement supplémentaire des entreprises vers la transition.