

# Le marché des obligations vertes au Canada - Perspectives

AVRIL 2018

## PRÉFACE

Le présent document de synthèse a pour objet de définir le contexte en vue de l'élaboration de recommandations, en coordination avec le Comité des marchés des titres d'emprunt de l'ACCVM et un groupe de travail sur la syndication de dette, afin de favoriser une plus grande liquidité du marché des obligations vertes au Canada.

Nous soulignerons dans ce document l'évolution du marché des obligations vertes au Canada et dans le monde, et chercherons à identifier les structures et pratiques de financement et à nourrir la réflexion entourant des approches communes qui favoriseront l'éclosion d'un marché vigoureux. Nous avons présenté certaines des grandes caractéristiques des émissions d'obligations vertes au Canada et dans le monde en 2017, en vue d'émettre des recommandations visant une structure de financement plus uniforme et une utilisation commune des produits des émissions au Canada.

Il nous a semblé important de faire une projection au-delà de l'année 2018 afin de suggérer la création de partenariats d'émetteurs d'obligations vertes et de projets d'investissement financés par les produits dégagés par ces partenariats. Un marché plus développé des obligations vertes au Canada offrirait en effet une solution novatrice en matière de structure de financement pour les projets d'infrastructures à travers le pays. Les opérations de financement par l'émission d'obligations vertes – des secteurs privé et public – pourraient potentiellement réduire les coûts de financement si elles sont soutenues par une forte demande ou si elles permettent la réalisation de projets positifs pour l'environnement.

Il y a trois grandes catégories d'obligations vertes : les obligations à usage vert, les obligations servant au

développement de projets, et les obligations de titrisation. Au Canada, les plus courantes sont les obligations à usage vert. Soulignons ici que la Climate Bonds Initiative (CBI) a élaboré des catégories supplémentaires distinguant les obligations certifiées vertes des obligations à dénomination verte répondant aux critères de la CBI et des obligations à dénomination verte ne répondant pas aux critères de la CBI.

## MARCHÉ MONDIAL - CONTEXTE

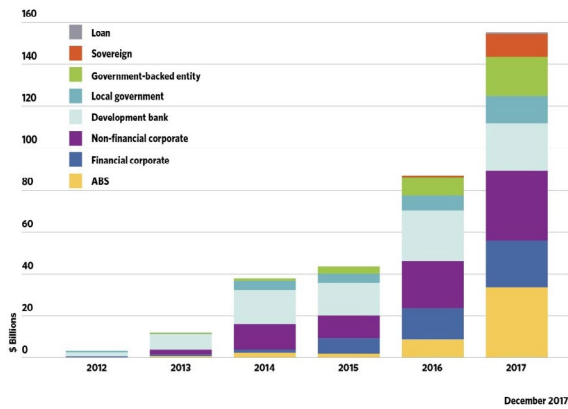
En 2017, les émissions d'obligations vertes à l'échelle mondiale ont totalisé 156,9 G\$ US (quelque 1 500 émissions d'obligations vertes au total). On entend par obligation verte l'obligation dont le produit d'émission est entièrement affecté au financement de projets ou d'une combinaison d'actifs répondant à la définition d'une « obligation climatique ».

Le résultat des émissions en 2017 a établi un record, affichant une hausse de 80 % par rapport aux émissions de 2016, selon la CBI, chef de file reconnu pour l'information financière relative aux obligations vertes (voir figure 1). Au début de l'année 2017, la CBI estimait que les émissions atteindraient 150 G\$ US, tandis que Moody's prévoyait des émissions totalisant plus de 200 G\$ US. Cette prévision bien optimiste ne s'est pas concrétisée, mais la croissance du marché des obligations vertes a néanmoins été impressionnante et selon toute attente, elle devrait se poursuivre.

Comme on peut le voir à la figure 1, l'offre d'obligations vertes provient d'une base d'émetteurs en pleine expansion. En 2017, l'on comptait sur le marché environ 239 émetteurs actifs différents. Comme l'illustre la figure 2, l'émission d'obligations vertes se fait en plusieurs monnaies, et les émissions mises en marché en 2017 comptent pour une grande part des obligations actuellement en circulation.

FIGURE 1

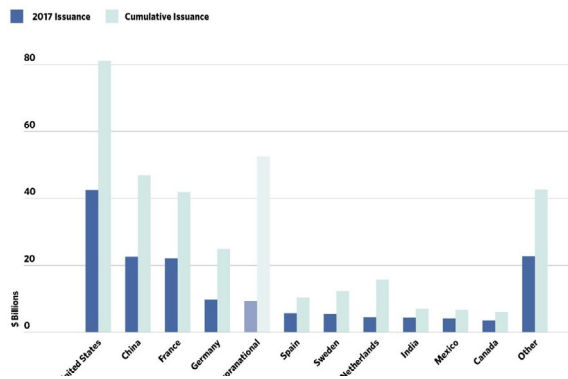
The labelled green bond market is growing rapidly



Source: CBI

FIGURE 2

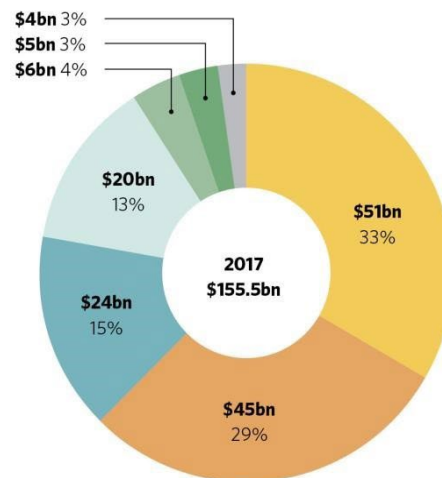
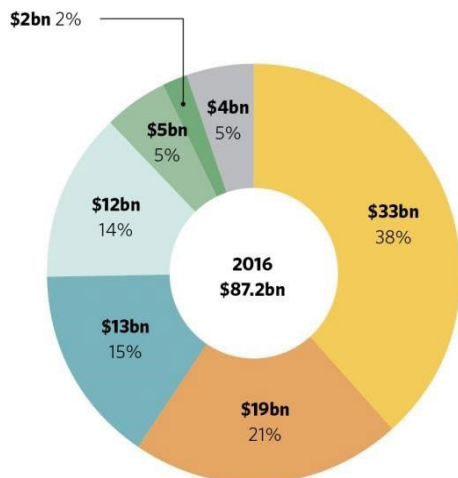
The US, China and France dominate 2017 issuance



Source: CBI

FIGURE 3

Renewable Energy going strong but Low Carbon Buildings/Energy Efficiency post record growth



Source: CBI

December 2017

Les banques internationales de développement sont présentes dans la sphère des obligations vertes depuis la première émission effectuée par la Banque européenne d'investissement en 2007, et elles figurent aujourd'hui parmi les plus grands émetteurs d'obligations vertes dans le monde. N'oublions pas qu'au cours des dernières années, ces banques se sont également muées en investisseurs. Cependant, l'émission d'obligations vertes par d'autres parties – entités gouvernementales, entreprises et institutions financières, notamment – s'est nettement accrue au cours des années, en réponse à la forte demande de la part des investisseurs institutionnels. Au regard des taux de croissance passés, les émissions d'obligations vertes pourraient fort bien s'élever à plus de 200 G\$ US en 2018. Plus précisément, la CBI estime que les émissions de 2018 pourraient atteindre les 250-300 G\$ US, tandis que Moody's porte à plus de 250 G\$US ses prévisions d'émissions offertes en 2018. Cela étant, ce ne sont que des estimations, et l'on sait que c'est l'évolution de la conjoncture dans les grands marchés qui aura le plus d'incidence sur l'offre globale.

En définitive, l'émission d'obligations vertes sera fonction de la conjoncture prévalant dans les marchés locaux – taux d'emprunt, liquidité de marché, appétit des investisseurs, considérations réglementaires et priorité accordée à l'investissement socialement responsable. À l'échelle mondiale, l'émission d'obligations vertes est liée à une myriade de facteurs propres à chaque marché régi par des principes fondamentaux.

## À L'ÉCHELLE MONDIALE, L'INVESTISSEMENT DANS LES ÉNERGIES RENOUVELABLES EST PORTEUR

Bien que l'investissement dans des projets d'énergies renouvelables représente la plus grande part des fonds d'obligations vertes dans le monde, d'autres projets - immeubles à faible émission de carbone, efficacité énergétique - ont récolté une plus grande part des produits d'émission en 2017, les investissements dans les énergies renouvelables reculant de 5 %. Il est prévisible qu'une gamme élargie de projets seront financés ainsi dans l'avenir. De fait, les investissements dans les domaines des déchets, de l'utilisation du territoire et de l'adaptation pourraient bien augmenter à mesure que s'articuleront des mandats mieux définis pour des projets dans ces domaines.

## LE MARCHÉ DES OBLIGATIONS VERTES AU CANADA – TOILE DE FOND

Comme on le voit à la figure 2, le Canada fait partie des participants au marché des obligations vertes, mais les émetteurs canadiens sont de bien plus petite taille que les principaux émetteurs, soit les États-Unis, la Chine et la France.

Nombre des premiers émetteurs canadiens ont offert leurs obligations vertes sur les marchés internationaux, mais depuis quelques années les investisseurs canadiens sont très réceptifs à l'offre d'obligations vertes canadiennes. Certains de ces investisseurs se sont engagés à suivre les lignes directrices des Principes pour l'investissement responsable (PIR) des Nations Unies et ont même adopté leurs propres lignes directrices en la matière.

Les plus grands émetteurs canadiens en 2017 (marchés national et international) :

|                                       |             |
|---------------------------------------|-------------|
| • Banque TD                           | 1,25 G\$ CA |
| • Exportation et Développement Canada | 1,1 G\$ CA  |
| • Province de l'Ontario               | 800 M\$ CA  |
| • Province de Québec                  | 500 M\$ CA  |
| • Ville d'Ottawa                      | 102 M\$ CA  |
| • CoPower                             | 20 M\$ CA   |

Source : CBI

Les émetteurs municipaux ayant droit à du crédit de l'État émettent régulièrement des titres verts sur le marché des États-Unis depuis plusieurs années, mais en 2017 la Ville d'Ottawa

a été la première à offrir une émission d'obligations vertes au Canada. À ce jour au Canada, les obligations vertes sont offertes principalement par des émetteurs du secteur public, contrairement à d'autres marchés internationaux où l'on doit de nombreuses émissions au secteur privé. Autre caractéristique du marché canadien, la plupart des émissions ont des échéances plus courtes que la moyenne des obligations vertes émises dans d'autres marchés à travers le monde. L'échéance des émissions offertes sur le marché canadien devrait se prolonger au fil du temps.

### CARACTÉRISTIQUES ATTRAYANTES DES ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS VERTES AU CANADA :

- Elles attirent les investisseurs ayant des mandats verts qui n'investissent peut-être pas dans les obligations traditionnelles.
- Les obligations vertes canadiennes pourraient potentiellement attirer davantage les investisseurs étrangers que les obligations traditionnelles.
- Elles favorisent la mise sur pied au Canada de projets novateurs sur le plan de l'environnement.
- Au Canada, les obligations vertes ont généralement été offertes à un prix aligné sur la courbe obligataire normale des prêteurs, mais elles se négocient à prime par rapport aux obligations traditionnelles dans les marchés secondaires, ce qui est probablement attribuable à la rareté des obligations vertes canadiennes.
- La demande des investisseurs sur le marché secondaire canadien en obligations vertes affiche un potentiel de croissance parallèlement à la participation accrue des syndicats de courtiers, ce qui procurera un soutien à la liquidité rassurant pour les investisseurs.
- Les programmes d'obligations vertes et les documents de souscription, de marketing et de communication y afférents affirment tous leur sensibilité aux enjeux climatiques. Aussi y a-t-il possibilité de développer l'intérêt des investisseurs à l'endroit des émetteurs qu'ils voient appuyer des projets à vocation verte.

Il est plausible qu'à mesure que le marché canadien des obligations vertes prendra de la maturité, de plus en plus d'investisseurs y participeront et cela aura un effet positif sur la liquidité du marché pour les noms bien établis sur les marchés. La plus grande part de l'offre d'obligations vertes au Canada provenait - et l'on peut penser qu'elle continuera de provenir - d'émetteurs qui fondent leur programme sur les Green Bond Principles de l'International Capital Market Association (ICMA) et ont accès aux examens indépendants d'organismes tels que Sustainalytics et CICERO.

## ÉMETTEURS ACTUELS ET PROSPECTIFS D'OBLIGATIONS VERTES AU CANADA

Des provinces, autres que le Québec et l'Ontario, et de nombreuses municipalités étudient le marché des obligations vertes comme moyen de financer des projets durables sur le plan de l'environnement.

Les entreprises canadiennes n'ont pas encore participé au marché canadien en qualité d'émetteurs, ce qu'elles ont fait dans d'autres pays. Cette situation pourrait changer au regard de l'accueil positif des investisseurs à l'égard des mandats et des prix concurrentiels des obligations vertes.

## ÉMETTEURS CANADIENS ET DYNAMIQUE DE MARCHÉ EN 2018

Au début de 2018, l'Ontario a placé une émission de 1 G\$ d'obligations vertes à échéance de 7 ans et le Québec, une émission de 500 M\$ d'obligations vertes à échéance de 5 ans. La province de l'Ontario demeure le plus grand émetteur d'obligations vertes sur le marché canadien. À l'heure actuelle, l'émission d'obligations vertes par l'Ontario et le Québec compte pour moins de 3 % du financement provincial total, et l'on prévoit que ce pourcentage de l'ensemble des émissions se maintiendra en 2017-2018. D'autre part, les besoins de financement liés à l'offre d'obligations vertes de l'Ontario et du Québec n'auront pas d'effet sur le maintien d'un marché de bonne taille pour les obligations classiques de référence, et les obligations vertes occuperont une part croissante du marché à mesure que ce dernier se déploiera.

En outre, il semble possible d'accroître l'offre d'obligations vertes par les entreprises et les municipalités, car l'intérêt des investisseurs pour les investissements socialement responsables demeure élevé. Si les obligations vertes continuent de se négocier à faible prime sur le marché, il n'est pas clair si et comment une hausse de l'offre influera sur cette prime dans les marchés secondaires. Il faudra ainsi surveiller les questions suivantes au cours des années à venir :

- La prime actuelle par rapport à la courbe des titres de dette traditionnels des émetteurs sera-t-elle maintenue lorsque le nombre d'émissions d'obligations vertes augmentera?
- Les investisseurs responsables sur le plan environnemental et ayant un engagement global envers les obligations vertes ont-ils une influence notable sur la fixation des prix?
- L'appui actuel des gouvernements - municipaux, provinciaux et fédéral - au financement et aux

programmes d'investissement en obligations vertes est-il susceptible de changer à la suite d'une élection?

## CONCLUSION ET SUITE DES CHOSES

La planète se dirige de plus en plus vers une réduction des émissions de GES et le marché canadien des obligations vertes ne pourra que prendre de l'expansion au rythme de celle du marché mondial. Au Canada, les marchés des capitaux d'emprunt engloberont le marché des titres verts à mesure qu'augmentera le financement de projets de nature sociale et environnementale par les grands investisseurs engagés à soutenir les projets durables. Ce secteur a déjà gagné en vigueur depuis qu'un bassin élargi d'investisseurs s'est tourné vers ce nouveau marché.

L'engagement des gouvernements envers le marché des obligations vertes reflète leur appui à des projets durables sur le plan de l'environnement, et les Canadiens apprécient que le gouvernement continue de soutenir les projets en cours et nouveaux. Divers gouvernements provinciaux ont adopté des mesures pour reconnaître l'importance des enjeux liés aux changements climatiques - taxe sur le carbone, système de plafond et d'échange, etc. L'Ontario demeure en tête de peloton et a démontré que son engagement à émettre des obligations vertes est bien réel. Le Québec devrait proposer d'autres émissions et contribuer à la hausse de l'offre d'obligations vertes.

Pour la suite des choses

Ce document sera mis à jour au début de l'été 2018.

- L'ACCVM travaillera en coordination avec son Comité des marchés des titres d'emprunt et un groupe de travail sur la syndication de dette, des institutions côté acheteur (Association canadienne des investisseurs obligataires) et la Banque du Canada, afin de contribuer à l'élaboration d'une procédure visant à bâtir un marché plus liquide pour les obligations vertes au Canada.
- L'ACCVM soumettra et défendra des recommandations entourant la mise sur pied d'une structure de financement plus uniforme et d'un usage commun des produits d'émissions au Canada.

## Annexe I

### CATÉGORIES D'OBLIGATIONS VERTES

#### 1. OBLIGATIONS À USAGE VERT

Ces obligations sont semblables aux obligations traditionnelles, sauf que les fonds sont réservés à des projets à vocation verte. Les fonds sont déposés dans un sous-portefeuille et investis dans des titres à court terme jusqu'à leur affectation aux projets approuvés. Le remboursement n'est pas lié aux projets et les investisseurs peuvent en cas de recours se tourner du côté de l'émetteur.

#### 2. OBLIGATIONS LIÉES AU DÉVELOPPEMENT DE PROJETS

Les produits de l'émission de ce type d'obligations financent une entité à vocation spéciale (EVS) qui détient un projet unique ou un groupe de projets à vocation verte admissibles. Le remboursement et les risques sont liés aux projets et les investisseurs ne peuvent avoir recours qu'à l'endroit des projets eux-mêmes.

#### 3. OBLIGATIONS DE TITRISATION

Ces obligations sont garanties par un bloc de créances émises pour financer un certain nombre de projets à vocation verte.

### INFRASTRUCTURES AU CANADA

Le Canada, comme bien d'autres pays, se tourne massivement vers les dépenses en infrastructures pour faire face aux défis que posent les changements climatiques, la croissance démographique, et la croissance économique sous-optimale.

La nouvelle Banque de l'infrastructure du Canada (BIC) est une initiative fédérale mise sur pied pour soutenir une croissance durable à long terme. Il s'agit d'une priorité pour le gouvernement fédéral, et elle pourrait bénéficier grandement du soutien du financement vert au Canada.

La BIC est un outil dont pourront user les partenaires provinciaux, territoriaux, municipaux et autochtones pour investir dans des projets d'infrastructures. La BIC utilisera le soutien du gouvernement fédéral pour attirer des investissements privés et industriels dans le cadre de nouveaux projets qui généreront des revenus. La BIC pourra, grâce à la formule de partenariat avec le secteur privé, contribuer au financement de projets de manière efficace.

La Banque de l'infrastructure du Canada investira 35 G\$ du gouvernement fédéral dans des projets d'infrastructure transformateurs. De ce montant, 15 G\$ proviendront du plan d'infrastructure Investir dans le Canada, de plus de 180 G\$, notamment pour ce qui suit :

- 5 milliards de dollars pour les réseaux de transport en commun;
- 5 milliards de dollars pour les corridors de commerce et de transport;
- 5 milliards de dollars pour les projets visant les infrastructures vertes, notamment ceux qui permettent de réduire les émissions de gaz à effet de serre, qui favorisent l'assainissement de l'air et de l'eau, et qui encouragent l'utilisation de l'énergie renouvelable.<sup>1</sup>

### PARTENARIATS PUBLIC-PRIVÉ – UN MARCHÉ À DÉVELOPPER

Les divers paliers de gouvernement – municipal, provincial et fédéral – ont tous un rôle à jouer dans le marché des obligations vertes. Ils doivent ainsi adopter des politiques de soutien aux technologies propres, émettre des obligations vertes à des taux d'intérêt moins élevés, proposer des garanties et des mesures incitatives sur le plan fiscal. En outre, des synergies pourront être créées au moyen de partenariats avec le secteur privé.

- Les partenariats public-privé (PPP) permettent de réunir des compétences diversifiées et complémentaires et de répartir les risques et les responsabilités entre les membres du groupe.
- Les PPP permettent aux entités gouvernementales d'accéder à l'expertise du secteur privé et au financement nécessaire à la réalisation de projets publics; un PPP permettrait ainsi de pallier les cas où le financement public n'étant pas rapidement disponible, certains projets doivent être reportés ou annulés.
- Actuellement, les émissions d'obligations vertes et d'obligations climatiques représentent moins de 1 % du marché obligataire mondial. Des projets durables permettront l'accès à un volume important de capital au moyen de l'émission d'obligations vertes, particulièrement si elles sont assurées dans le cadre de PPP. De plus, une offre accrue de titres canadiens donnerait aux investisseurs étrangers en obligations vertes la possibilité de diversifier davantage leurs investissements.

<sup>1</sup> Banque de l'infrastructure du Canada