

# Obligations GSS+

Le marché suisse des emprunts durables en comparaison internationale



Juillet 2024

Document de réflexion de l'Association  
suisse des banquiers

## L'essentiel en bref

- Au même titre que d'autres instruments financiers, les obligations vertes, sociales, durables et liées au développement durable (*Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds*, d'où l'abréviation GSS+) sont réputées être des catalyseurs importants en vue d'un développement durable de l'Etat, de l'économie et de la société. Elles ont connu un essor considérable depuis 2015. A fin 2023, l'encours mondial des obligations GSS+ s'établissait à quelque CHF 3 360 milliards, mais se situait encore dans la fourchette basse des pourcentages à un chiffre par rapport au marché obligataire mondial.
- L'Europe s'inscrit en tête des régions du monde pour ce qui est des émissions d'obligations GSS+. Dans plusieurs pays européens, les obligations GSS+ représentent en volume 10 % ou plus des émissions obligataires annuelles.
- En Suisse, les obligations GSS+ n'ont amorcé leur croissance qu'en 2019, soit avec environ quatre ans de retard en comparaison internationale. Elles n'en affichent pas moins désormais une part de marché d'environ 10 %. La Suisse a ainsi rejoint en quelques années le peloton de tête élargi des places financières dans ce domaine.
- Le marché suisse des obligations GSS+ est très diversifié en comparaison internationale. Si ce sont souvent les Etats ou d'autres entités politiques qui ont nourri la croissance des obligations GSS+ en Europe, le volume émis en Suisse provient majoritairement d'entreprises de l'économie réelle et financière.
- Les emprunts GSS+ émis sur le marché suisse servent à financer en particulier la construction neuve durable, la rénovation énergétique des bâtiments ainsi que la transition dans le domaine des transports.
- Même si les obligations GSS+ ne sont qu'un instrument de financement du développement durable parmi beaucoup d'autres, et si leur part de marché ne permet donc de tirer aucune conclusion directe quant à la durabilité du marché suisse des capitaux, il peut être pertinent de continuer à les promouvoir. C'est d'autant plus vrai que la demande de placements financiers durables reste à un niveau particulièrement élevé en Suisse. Plusieurs approches sont envisageables:
  - **exploiter les synergies:** depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2024, toute entreprise capable d'accéder au marché des capitaux est tenue de publier un rapport sur les questions climatiques. Etablir ce rapport sur la base d'une stratégie holistique, qui fixe des objectifs concrets et mesurables en matière de durabilité, réduit les coûts liés à la mise en place d'un emprunt GSS+ et au reporting correspondant.
  - **sensibiliser les cantons et les communes:** sur le marché suisse des obligations GSS+, la part des émetteurs nationaux de droit public est inférieure à la moyenne internationale. Pourtant, les cantons et les communes sont nombreux à émettre régulièrement des obligations ordinaires. Ces acteurs ont en outre des projets qui se prêtent au financement par l'emprunt GSS+ et qui, surtout, sont d'une ampleur suffisante.
  - **émettre des obligations liées au développement durable à titre d'alternative:** la plupart des entreprises capables d'accéder au marché des capitaux continueront d'avoir du mal à générer des projets d'un volume suffisant pour être financés via des obligations *use of proceeds*. Pour ces émetteurs, les obligations liées au développement durable pourraient constituer une alternative. Cet instrument est en effet plus flexible que les obligations

vertes, sociales et durables, dans la mesure où le produit de l'émission peut être alloué à des objectifs généraux de l'entreprise concernée. En contrepartie, cette dernière s'engage contractuellement à atteindre des objectifs de durabilité prédéfinis. Mais du côté des investisseuses et des investisseurs, on semble privilégier encore les obligations *use of proceeds* classiques.

## 1. Introduction

Les obligations dites GSS+ (obligations vertes, sociales, durables et autres obligations liées au développement durable) ont connu un essor considérable depuis 2015. Elles ont enregistré ces dernières années une croissance nettement plus rapide que les obligations ordinaires. Il s'agit d'obligations classiques productives d'intérêts, mais dont le produit d'émission sert à financer des projets durables – en particulier dans les domaines environnemental, climatique et social. Dès lors, cet instrument d'emprunt est réputé être un catalyseur important en vue d'un développement durable de l'Etat, de l'économie et de la société en général comme de la transition climatique en particulier.

En octobre 2022, la Confédération suisse a émis son premier «emprunt fédéral vert» pour un montant de CHF 1,07 milliard, porté à environ CHF 1,95 milliard depuis lors. Le Conseil fédéral souhaitait expressément encourager ainsi d'autres acteurs à émettre des obligations GSS+. Ce programme est donc une pièce importante du puzzle dans sa stratégie visant à faire de la place financière suisse un leader mondial en matière de services financiers durables (Conseil fédéral 2021, Administration fédérale des finances 2022).

Toutefois, on ne dispose pour l'heure que d'informations sommaires sur la position qu'occupe le marché suisse des obligations GSS+ en comparaison internationale. Selon une étude de l'Enterprise for Society Center (E4S) publiée à l'automne 2023, la Suisse serait à la traîne de l'Union européenne (UE), du moins en ce qui concerne les obligations vertes (Chiarotti et al. 2023). Mais il n'existe à ce jour aucune analyse plus globale incluant l'ensemble du spectre des obligations GSS+. Le présent document de réflexion entend combler cette lacune.

Après avoir donné un bref aperçu des différents types d'obligations GSS+ et présenté leurs caractéristiques respectives, nous examinerons comment ces obligations se sont développées au niveau mondial et dans quels pays elles sont le plus répandues. Nous porterons une attention particulière aux branches et aux émetteurs concernés ainsi qu'aux projets financés par types d'obligations GSS+. Au vu de la situation internationale, nous analyserons ensuite l'évolution en Suisse, en mettant en lumière ses spécificités. Sur cette base, nous esquisserons enfin des approches possibles pour continuer à promouvoir ce segment obligataire.

## 2. Précisions méthodologiques

Les informations et les graphiques figurant dans cette publication reposent sur des données de marché au 31 décembre 2023 pour ce qui concerne la comparaison internationale et au 30 juin 2024 pour ce qui concerne la Suisse. L'analyse se fonde sur une définition large des obligations. Elle prend en compte tous les emprunts à taux fixe et adossés à des actifs (*bonds* et *covered bonds*) qui sont cotés sur une plateforme de négociation, indépendamment de leur classification en termes de risque, de leur durée ainsi

que des modalités du coupon. Elle ignore en revanche les titrisations, les produits structurés ainsi que les autres instruments d'emprunt (p. ex. les titres de créance).

Les obligations émises par des émetteurs déjà durables mais sans être expressément labellisées GSS+ sont traitées dans le présent document de réflexion comme des obligations ordinaires et ne sont donc pas prises en compte dans le calcul des parts de marché revenant aux obligations GSS+ dans les différentes juridictions. Enfin, seule est examinée ici l'émission d'obligations GSS+ (marché primaire), à l'exclusion du négoce subséquent de ces dernières (marché secondaire).

### 3. Les obligations GSS+, qu'est-ce que c'est?

Les obligations GSS+ sont des obligations classiques, productives d'intérêts, mais émises par des entreprises de l'économie réelle ou financière, des corporations de droit public ainsi que des organisations multilatérales ou supranationales aux fins de financer des projets durables spécifiques ou de concrétiser leurs objectifs de durabilité respectifs. On distingue pour l'essentiel quatre types d'obligations GSS+.

Dans le cas des **obligations vertes** (*green bonds*), l'émetteur investit le produit de l'émission dans des projets visant à protéger l'environnement ou à réduire les atteintes au climat. Les **obligations sociales** (*social bonds*) se focalisent sur les aspects sociaux. Quant aux **obligations durables** (*sustainability bonds*), elles servent à financer des projets visant des objectifs mixtes, à la fois environnementaux et sociaux. Les produits des émissions étant alloués à des projets concrets de développement durable, ces trois types d'obligations sont dits «*use of proceeds*» (avec engagement d'affectation du produit) (ICMA 2020).

Les **obligations liées au développement durable** (*sustainability-linked bonds*) se différencient des précédentes en ce que les produits des émissions ne sont pas utilisés pour financer des projets spécifiques, mais sont à la disposition des entreprises pour leurs objectifs généraux. L'émetteur s'engage toutefois par contrat à atteindre des objectifs de durabilité prédéfinis et mesurables. Si ces objectifs ne sont pas atteints, il est tenu en règle générale de verser des pénalités aux investisseuses et aux investisseurs – le plus souvent sous la forme d'une majoration du coupon. Il arrive aussi que l'on applique une approche inverse, à savoir une minoration du coupon et/ou du paiement aux investisseuses et aux investisseurs si les objectifs sont atteints. Dans les deux cas, l'idée est de créer une incitation financière qui pousse l'émetteur à atteindre dans les délais prévus les objectifs de durabilité qu'il s'est fixés (ICMA 2023).

Les obligations GSS+ ne constituent pas un univers statique et fermé sur lui-même. Ainsi les obligations bleues (*blue bonds*), destinées à financer des projets de protection des mers et des océans, suscitent-elles depuis peu un intérêt accru. De même, les obligations dites «transition» (*transition bonds*), qui visent expressément à accompagner les entreprises à fortes émissions de CO<sub>2</sub> sur la voie de la décarbonation, font de plus en plus parler d'elles (Rowntree 2023). Il ne s'agit toutefois que de formes spécifiques d'obligations vertes, sociales, durables ou liées au développement durable. L'objectif reste le même dans tous les cas: financer le développement durable de l'État, de l'économie et de la société.

## Infobox 1: quelques exemples d'emprunts GSS+ émis en Suisse

En septembre 2022, les Transports publics genevois (TPG) ont émis un **emprunt vert** d'un montant de CHF 100 millions. Les capitaux levés dans ce cadre vont au renforcement de la flotte genevoise de trams et de bus, à l'optimisation de son efficacité énergétique ainsi qu'au renouvellement et à l'extension des infrastructures correspondantes de transports publics (TPG 2022).

En juin 2022, le canton de Bâle-Ville a été la première corporation de droit public à émettre un **emprunt social**. Le produit de l'émission, d'un montant de CHF 110 millions, sert à la rénovation et à la construction de logements à loyer modéré. Le loyer des logements concernés doit être inférieur d'au moins 10 % au prix moyen des loyers sur le marché (BS 2022).

En septembre 2021, l'Allgemeine Baugenossenschaft Zürich (ABZ) a été la première coopérative de construction de logements à émettre un **emprunt durable**. Les CHF 120 millions ainsi levés servent à refinancer des projets de construction sociaux et écologiques dans l'agglomération zurichoise, notamment les nouveaux ensembles résidentiels Glattpark, Entlisberg 2 et Toblerstrasse, pour un total de 660 logements d'utilité publique (ABZ 2021).

En janvier 2022, Holcim a émis un **emprunt lié au développement durable** en francs suisses, ce qui constituait une première historique. En deux tranches à quatre et dix ans (CHF 375 millions) suivies d'une émission complémentaire (CHF 50 millions), l'entreprise a levé au total CHF 425 millions. Les conditions applicables sont liées à la réalisation d'objectifs concrets de réduction des émissions de CO<sub>2</sub> de scope 1, à savoir -9,7 % d'ici décembre 2025 et -17,5 % d'ici décembre 2030. Si ces objectifs ne sont pas atteints, les investisseuses et les investisseurs verront leurs coupons majorés de respectivement 37,5 et 75 points de base (Holcim 2022).

## 4. Quel cadre réglementaire pour les obligations GSS+?

Comme les obligations ordinaires, les obligations GSS+ sont soumises aux dispositions de la loi sur les services financiers (LSFin). Elles doivent ainsi faire l'objet d'un prospectus contenant les indications essentielles sur l'émetteur et sur le garant ou le donneur de sûretés ainsi que sur les droits, les obligations et les risques des investisseuses et des investisseurs (Chiarotti et al. 2023).

Pour le reste, il n'y a pas de prescriptions juridiques spécifiques aux obligations GSS+. Mais à l'échelon international et bien souvent sous l'impulsion de la branche elle-même, on a vu s'établir des principes clés et des lignes directrices qui servent de références tant aux émetteurs qu'aux investisseuses et aux investisseurs. L'International Capital Market Association (ICMA) est considérée comme l'organisation de normalisation la plus influente en la matière (OCDE 2023). Elle a adopté pour les quatre types d'obligations GSS+ des «lignes directrices d'application volontaire» visant à promouvoir la transparence et la publication d'informations ainsi qu'à soutenir l'intégrité du marché. Les Principes applicables aux obligations vertes, les Principes applicables aux obligations sociales et les Lignes directrices applicables aux

# • Swiss Banking

obligations durables énoncent les bonnes pratiques à adopter en ce qui concerne l'utilisation et la gestion des produits des émissions ainsi que le processus de sélection et d'évaluation des projets (ICMA 2020). Quant aux Principes applicables aux obligations liées au développement durable (ICMA 2023), ils formulent des recommandations sur la sélection, le calibrage et la vérification des objectifs de durabilité des émetteurs (indicateurs clés de performance et objectifs de performance de durabilité). Les quatre documents précités de l'ICMA ont en commun de recommander d'élaborer au moins une fois par an, en faisant appel à un tiers indépendant, un rapport sur les avancées de chaque projet (impacts et allocation des capitaux) et/ou sur les progrès réalisés au regard des objectifs de durabilité. Globalement, les lignes directrices de l'ICMA font office de norme internationale *de facto*, sur laquelle la Confédération s'est d'ailleurs appuyée pour élaborer ses emprunts fédéraux verts (Administration fédérale des finances 2022).

Le *Climate Bonds Standard and Certification Scheme* de la Climate Bond Initiative (CBI) constitue également un cadre important en ce qui concerne les obligations GSS+. Dans ce dispositif, la CBI va plus loin que l'ICMA en liant la certification «emprunt climat» (*climate bond*) au respect de prescriptions concrètes. En particulier, un emprunt climat ne peut servir à financer que des projets conformes aux critères formulés par la CBI dans sa taxonomie en matière de durabilité (compatibilité des investissements avec les objectifs climatiques de l'Accord de Paris) (OCDE 2023).

Depuis peu, l'UE se lance elle aussi dans la course réglementaire face aux différentes initiatives sectorielles. Sa norme sur les obligations vertes (*EU Green Bond Standard*, EU GBS) adoptée en octobre 2023 ambitionne rien de moins que de créer un nouvel «étalon-or» pour ces obligations. Afin d'obtenir le label «obligation verte européenne», l'émetteur doit sélectionner le projet à financer sur la base de la taxonomie de l'UE, ce qui vise à en garantir le caractère durable. L'EU GBS prévoit également diverses obligations concernant l'établissement de rapports ainsi que le contrôle du respect de ces obligations par des examinateurs externes autorisés, de manière à renforcer encore la transparence et la comparabilité des obligations vertes. En outre, les obligations vertes européennes sont soumises à un cadre de surveillance où l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) est chargée de l'enregistrement et de la surveillance des examinateurs externes, tandis que les autorités nationales de surveillance s'assurent du respect des obligations concernant la publication d'informations et l'établissement de rapports par les émetteurs. Enfin, le règlement sur les obligations vertes européennes prévoit également des modèles facultatifs de publication d'informations pour les obligations vertes non (encore) alignées sur la taxonomie de l'UE (p. ex. obligations vertes au sens de l'ICMA) ainsi que pour d'autres obligations qualifiées de durables, comme les obligations liées au développement durable (Vyvyan 2023).

## 5. Quelles sont les spécificités des obligations GSS+ à prendre en compte?

Émettre un emprunt GSS+ présente divers avantages et inconvénients pour l'émetteur (p. ex. entreprise de l'économie réelle ou financière, corporation de droit public, organisation multilatérale ou supranationale). Ainsi, il convient de noter que seuls les emprunts d'un volume au moins égal à CHF 100 millions sont retenus dans les Swiss Bond Indices (SBI) de SIX Swiss Exchange, or cette acceptation est aux yeux de beaucoup une condition d'attractivité *sine qua non*. Une émission d'obligations vertes, sociales ou durables, qui sont des obligations *use of proceeds*, peut donc échouer du seul fait que l'on manque de projets verts et/ou sociaux appropriés et surtout d'une ampleur suffisante. En outre, les émetteurs d'obligations vertes, sociales et durables sont limités dans l'allocation des fonds levés,

# • Swiss Banking

puisque ceux-ci ne peuvent servir à financer que les projets durables invoqués. Les obligations liées au développement durable constituent un instrument plus flexible dans la mesure où les produits des émissions peuvent être alloués à des objectifs généraux des entreprises concernées. Cela a aussi pour effet que le seuil minimal *de facto* de CHF 100 millions est plus facile à franchir.

Par ailleurs, en raison d'obligations supplémentaires en matière de rapports (sans oublier l'élaboration et l'examen préalables d'un cadre d'émission), il est plus onéreux d'émettre des obligations GSS+ que de placer des obligations ordinaires. Les surcoûts correspondants se situent dans la fourchette médiane des montants à cinq chiffres (Chiarotti et al. 2023). Toutefois, sachant que le produit d'une émission d'obligations GSS+ doit être au moins égal à CHF 100 millions, il y a lieu de se demander dans quelle mesure ces surcoûts pèsent dans la balance. Ce qui est onéreux, c'est avant tout le développement préalable d'une stratégie de gestion de la durabilité ainsi que son ancrage dans l'organisation de l'entité concernée. Or en raison des évolutions sociales et réglementaires, l'un comme l'autre sont attendus de toute façon des entreprises capables d'accéder au marché des capitaux ainsi que des pouvoirs publics.

Pour autant, la persistance d'une forte demande de placements financiers durables crée aussi des opportunités. Par exemple, l'émission d'un emprunt GSS+ peut avoir un impact positif sur le cours des actions de l'émetteur (Daubanes et al. 2022). De plus, en relation avec les obligations vertes, la recherche et la pratique discutent de l'existence d'un *greenium* (prime verte) qui réduirait le coupon de ces obligations par rapport à celui d'obligations ordinaires identiques, ce qui permettrait aux émetteurs concernés de se refinancer à moindre coût. Cela a de quoi surprendre car les obligations vertes, en tant qu'obligations *use of proceeds*, correspondent à des obligations ordinaires en termes de structure et de profil de risque, de sorte que le risque de défaillance dépend non pas du projet à financer, mais directement de l'émetteur. On ne dispose pas de conclusions claires à ce stade. Des analyses récentes ont déterminé que la réduction de rendement concédée en raison de la demande – le *greenium* – était de l'ordre de 1 à 18 points de base (Kölbel et Lambillon 2022), voire dans certains cas qu'il n'y avait aucun *greenium* (Flammer 2021). Globalement, on peut considérer que les primes vertes ont diminué avec la maturation du marché des obligations vertes. A l'avenir, ce sont surtout les émetteurs initiaux ainsi que les émetteurs affichant des objectifs particulièrement ambitieux qui devraient générer une demande accrue et bénéficier ainsi d'un *greenium* (GDV 2022). Aucune étude ne traite spécifiquement du marché suisse, mais il apparaît que par rapport aux obligations ordinaires, les obligations vertes donnent même lieu à des paiements de coupons supérieurs de 12 points de base en moyenne (Chiarotti et al. 2023). Du point de vue de l'émetteur, la valeur ajoutée des obligations vertes et autres obligations *use of proceeds* réside donc à titre principal non pas dans des conditions de refinancement avantageuses, mais dans le signal envoyé aux investisseuses et aux investisseurs: l'émetteur a une approche holistique du développement durable et utilise le marché des capitaux pour atteindre des objectifs de durabilité. Les obligations vertes, sociales et durables sont ainsi un moyen pour renforcer et étendre la base d'investisseuses et d'investisseurs (Flammer 2021 et Kidney 2018).

S'agissant en revanche des obligations liées au développement durable, les dernières-nées dans la famille des obligations GSS+, les aspects financiers semblent jouer un plus grand rôle, du moins pour le moment. Selon une étude de Kölbel et Lambillon (2022), deux tiers des émissions mondiales d'obligations liées au développement durable sont assortis d'une prime de durabilité (coupon minoré). De plus, les coupons majorés prévus pour ces obligations si les objectifs de durabilité ne sont pas atteints s'avèrent souvent inférieurs à la prime elle-même. En conséquence, la plupart des émetteurs d'obligations liées au

# • Swiss Banking

développement durable se refinancent actuellement à de meilleures conditions que s'ils avaient émis des obligations ordinaires, même s'ils n'ont pas atteint leurs objectifs de durabilité (Kölmel et Lambillon 2022).

Il faut savoir en outre que les obligations GSS+ n'ont pas nécessairement d'impacts climatiques ou environnementaux supplémentaires puisque, dans bien des cas, les projets durables concernés auraient été menés à bien de toute façon (Kaiser et Oehri 2020). Cela a été rappelé par le Conseil fédéral lui-même lors de l'émission des emprunts fédéraux verts (Conseil fédéral 2021). L'impact des obligations GSS+ ne se manifeste toutefois pas seulement au niveau des projets financés, mais aussi et surtout à une échelle systémique plus vaste. Les obligations vertes peuvent constituer par exemple «a mechanism to stimulate internal debate and receive external recognition [...] to transition to a low-carbon and climate resilient economy» (Kidney 2018). De fait, diverses études montrent qu'en moyenne, les émetteurs d'obligations vertes réduisent leurs émissions de CO<sub>2</sub> plus vite et plus fortement que les émetteurs d'obligations ordinaires (Flammer 2021, Schmittmann et Teng 2021, Mazzacurati et al. 2021 ainsi que Fatica 2020). La corrélation n'est cependant pas toujours significative, en particulier sur le long terme (Ehlers et al. 2020), de sorte qu'il convient d'examiner la situation au cas par cas.

Dans ce contexte, il est essentiel de publier des informations transparentes et claires sur les objectifs et les impacts des emprunts GSS+, afin que les investisseuses et les investisseurs puissent juger de leur intérêt financier et de leur crédibilité. Cette dernière dépend en particulier de la manière dont les émetteurs traitent les questions climatiques et de durabilité dans leurs stratégies commerciales respectives. C'est d'autant plus vrai que rien n'empêche un émetteur d'obligations GSS+ de rester très engagé dans un secteur économique non perçu comme durable (Ehlers et al. 2020). Les plans de transition, par exemple, jouent dès lors un rôle important.

## **Infobox 2: le rôle des banques**

Sur le marché obligataire, les banques sont des acteurs majeurs qui peuvent jouer différents rôles:

- intervenir comme cheffes de file en cas d'émission d'obligations GSS+, sur mandat de l'émetteur concerné (p. ex. entreprise de l'économie réelle ou financière, corporation de droit public, organisation multilatérale ou supranationale),
- conseiller les émetteurs lors de l'élaboration du cadre d'émission des emprunts GSS+,
- souscrire des obligations GSS+ dans le cadre de la gestion de leur bilan et de leurs liquidités ou d'activités de tenue de marché,
- conseiller les investisseurs institutionnels et privés et exercer des activités de gestion de portefeuille dans le cadre de l'Asset Management, du Wealth Management et de l'Investment Management, et
- émettre elles-mêmes des obligations GSS+ (levées de fonds).

En outre, les banques font l'interface entre les émetteurs d'une part, les investisseuses et les investisseurs d'autre part. Elles contribuent ainsi à une meilleure adéquation entre l'offre et la demande.

## 6. Evolutions internationales

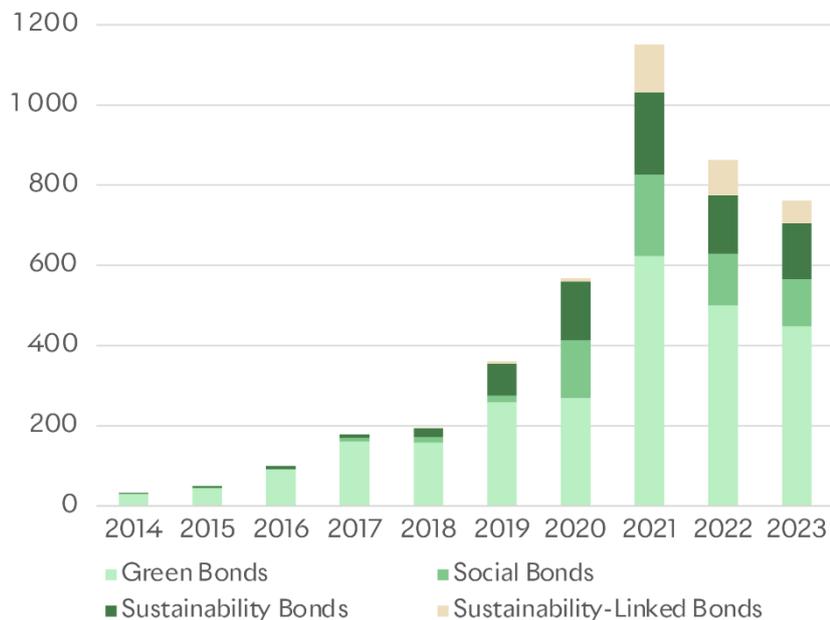
C'est en 2007 que la Banque européenne d'investissement (BEI) a émis les premières obligations vertes au monde, alors appelées «obligations climatiquement responsables» (*climate awareness bonds*) – mais sans déclencher un véritable effet d'entraînement. Au cours des premières années, les organisations multilatérales et supranationales ont été quasiment les seules à émettre des emprunts durables. Il a fallu attendre le milieu des années 2010 pour que de multiples acteurs, en particulier des entreprises de l'économie réelle et financière, recourent aux obligations GSS+ pour lever des fonds.

La croissance fulgurante qui s'en est suivie est étroitement liée à la première publication, par l'ICMA, de ses Principes applicables aux obligations vertes (2014), mais aussi à l'adoption de l'Accord de Paris sur le climat (2015), lequel attribuait un rôle clé au secteur financier en matière de lutte contre le changement climatique. Entre 2010 et 2023, on a assisté à une augmentation impressionnante du volume d'émission annuel (+56 % par an en moyenne). L'année 2021 se distingue en outre par une intensification des émissions d'obligations sociales par les Etats et par d'autres acteurs de droit public. La France, par exemple, a émis un emprunt social pour un montant équivalant à CHF 21,4 milliards, afin de financer notamment ses programmes de stabilisation COVID-19. Dans le sillage de la guerre d'agression de la Russie contre l'Ukraine, des turbulences auxquelles elle a donné lieu sur les marchés mondiaux de l'énergie, de l'inflation et de la fin du contexte de taux bas, le marché obligataire dans son ensemble a enregistré une chute brutale en 2022, à laquelle les obligations GSS+ n'ont pas échappé. Le recul des émissions d'emprunts GSS+ s'est poursuivi courant 2023. En fin d'année, l'encours mondial des obligations GSS+ s'établissait à environ CHF 3 360 milliards.

Pour 2024, divers analystes tablent sur un ralentissement de la croissance et sur une tendance à la stagnation du volume d'émission (au niveau de 2023), mais aussi sur une plus grande activité d'émission des acteurs multilatéraux et supranationaux ainsi que des Etats par rapport aux entreprises. Cela s'explique par la hausse des taux d'intérêt sur les marchés financiers, par l'augmentation des coûts des matières et des capitaux, par la baisse des dépenses d'investissement, ainsi que par une pénurie temporaire de projets adéquats suite aux importantes émissions intervenues en 2021 et 2022 (ING 2023 et UBS 2024).

Graphique 1

Évolution du volume mondial des émissions d'obligations GSS+, en milliards de CHF (contrevaieur)

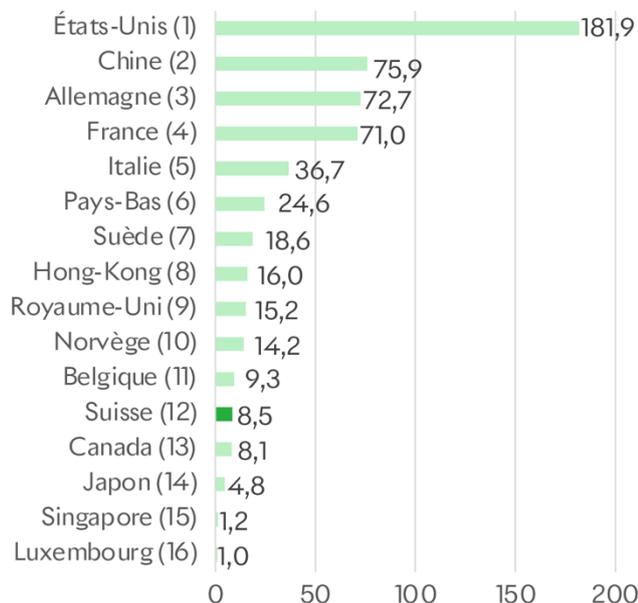


La dernière décennie a été marquée non seulement par une croissance notable en volume, mais aussi par une diversification des obligations GSS+ émises. Les premières années, il s'agissait exclusivement d'obligations vertes. Mais après la publication des dix-sept objectifs de développement durable des Nations Unies, en 2015, les obligations sociales et durables ont connu à leur tour un essor. Parmi les obligations GSS+, les dernières-nées sont les obligations liées au développement durable, qui n'existent en tant que telles que depuis 2019 et sont émises par des entreprises. Les obligations vertes n'en continuent pas moins de se tailler la part du lion, puisqu'elles représentent 59 % des obligations GSS+.

Le graphique 2 présente la répartition de l'encours des obligations GSS+ entre seize juridictions, dont les pays du Benelux, la Chine, les pays membres du G7, la Suisse, certains pays scandinaves ainsi que des places financières asiatiques de référence. Au total, ces juridictions représentent environ trois quarts de l'encours mondial susmentionné. L'UE, les Etats-Unis et la Chine occupent les trois premières marches du podium, ce qui n'a rien d'étonnant compte tenu de leur taille et de leur puissance économique. Si l'on considère l'Europe géographique, l'Allemagne et la France constituent clairement le duo de tête, suivies de l'Italie, des Pays-Bas et de la Suède. La Suisse occupe le douzième rang. Mais avec un volume d'émission d'environ CHF 8,5 milliards, elle devance nettement les places financières auxquelles on la compare traditionnellement, à savoir Singapour (CHF 1,2 milliard) et le Luxembourg (CHF 1,0 milliard), qui s'inscrivent respectivement aux quinzième et seizième rangs.

Graphique 2

## Émissions d'obligations GSS+ en 2023, en milliards de CHF (contrevaieur)<sup>1</sup>

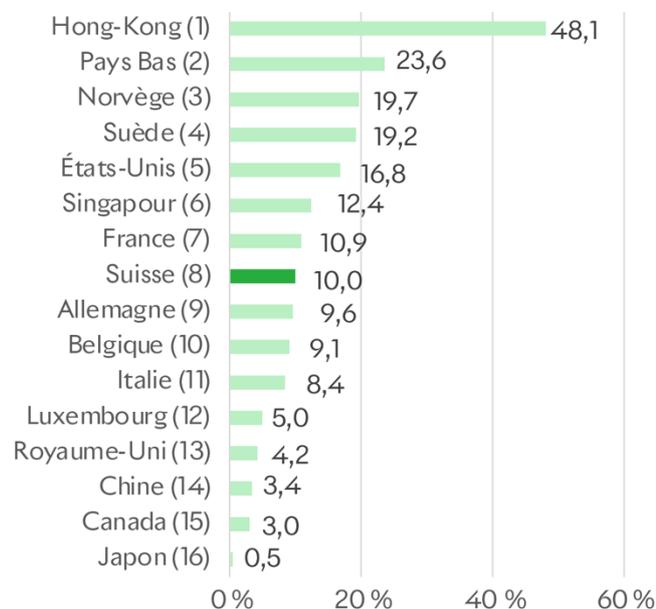


Un simple examen des volumes émis ne reflète cependant qu'une partie de la réalité. Il occulte non seulement la dimension économique des marchés obligataires, mais aussi l'importance variable de ces derniers selon les pays. Le marché obligataire suisse, par exemple, se caractérise traditionnellement par une profondeur relativement faible, ce qui s'explique en particulier par le rôle prégnant des investisseuses et des investisseurs du côté de la demande, par les obstacles réglementaires auxquels se heurtent les investisseuses et les investisseurs étrangers (p. ex. impôt anticipé et droits de timbre) ainsi que par la situation de concurrence avec le marché du crédit, qui fonctionne bien pour les entreprises. Afin d'évaluer le succès et l'attractivité des obligations GSS+ sur les différents marchés, il convient donc d'adopter une approche pondérée.

<sup>1</sup> Il est impossible d'opérer une répartition stricte des marchés GSS+ mondiaux entre différentes juridictions. Pour simplifier, on considère ici que le rattachement d'une obligation GSS+ à une juridiction est déterminé par le code ISIN (International Securities Identification Number) et la monnaie d'émission. Ainsi, par exemple, toutes les obligations GSS+ libellées en francs suisses (CHF) et dont le code ISIN commence par CH sont réputées être suisses. Tel n'est pas le cas en revanche des obligations GSS+ d'entreprises suisses (p. ex. Holcim, Novartis, UBS) libellées en euros (EUR) ou dans d'autres monnaies. Pour les obligations GSS+ dont le code ISIN commence par XS (règlement via Clearstream ou Euroclear, sans code pays spécifique), le rattachement à une juridiction est déterminé par le domicile de l'émetteur.

Graphique 3

## Parts de marché des obligations GSS+ en 2023<sup>2</sup>



Le graphique 3 présente les parts de marché des obligations GSS+ dans les seize juridictions de référence en 2023. En termes de parts de marché, les États-Unis n'occupent plus que le cinquième rang et la Chine le quatorzième (avec des parts de marché respectives de 16,8 % et 3,4 %). La France (10,9 %, septième rang) et l'Allemagne (9,6 %, neuvième rang) baissent également dans le classement. En revanche, la Suisse (10 %, huitième rang) gagne quatre places. Grâce à de vastes programmes d'obligations vertes lancés par son gouvernement en 2023 ainsi qu'à des dispositifs d'incitation financière à l'émission d'obligations vertes (notamment les *Tax Concessions and Incentive Schemes* de la banque centrale), Hong Kong (48,1 %) s'inscrit en tête du classement. Viennent ensuite les Pays-Bas. Leur part de marché (23,6 %) résulte en particulier d'une forte activité d'émission d'obligations GSS+ par les holdings financières, dont la présence aux Pays-Bas est particulièrement forte en comparaison européenne (De Nederlandsche Bank 2023). Les troisième et quatrième rangs reviennent à deux pays scandinaves, respectivement la Norvège et la Suède, dont le leadership s'explique par trois facteurs principaux: une culture d'entreprise traditionnellement axée sur le développement durable, un tissu d'entreprises dense et diversifié, une étroite collaboration entre émetteurs d'une part et investisseuses et investisseurs d'autre part (Torvanger et al. 2021).

Il est intéressant aussi d'examiner, dans le cadre d'une analyse pondérée en fonction du volume, les parts de marché des obligations GSS+ selon les espaces monétaires. Là encore, Hong Kong mène la marche – et de loin. Les obligations labellisées GSS+ représentent 44 % du volume des obligations libellées en dollars de Hong Kong (HKD). Aux deuxième et troisième rangs, on trouve les obligations GSS+ libellées en couronnes suédoises (SEK, 25 %) et en couronnes norvégiennes (NOK, 12 %). Avec une part de marché de 11 %, les obligations GSS+ libellées en francs suisses (CHF) occupent le quatrième rang. Celles libellées en euros (EUR) affichent également une part de marché à deux chiffres, à 10 %. Dans la zone des parts de marché à un chiffre viennent ensuite les obligations GSS+ libellées en livres sterling (GBP, 6 %), en dollars

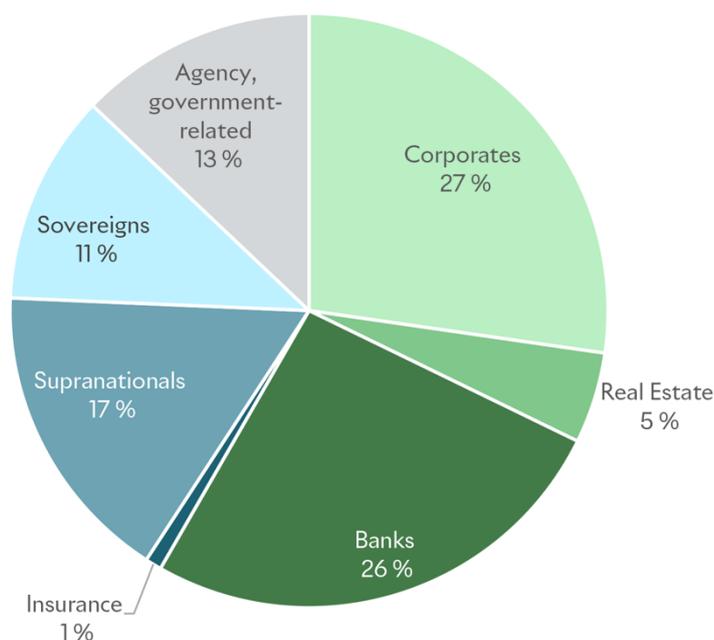
<sup>2</sup> Part des obligations GSS+ dans le total des obligations émises en 2023.

# • Swiss Banking

canadiens (CAD, 5 %), en dollars américains (USD, 3 %), et en dernier lieu en renminbi (RMB, 1 %). A l'échelon mondial, les obligations GSS+ se situent encore dans la fourchette basse des pourcentages à un chiffre par rapport au marché obligataire mondial, de sorte qu'elles restent un produit de niche en dépit de leur croissance fulgurante.

Graphique 4

## Émetteurs selon l'encours des obligations GSS+



L'évolution des obligations GSS+ à travers le monde se subdivise sommairement en trois phases. Au cours des premières années, les émissions ont été principalement le fait d'organisations multilatérales et supranationales. A partir du milieu des années 2010, les Etats ont été de plus en plus actifs en la matière. Mais depuis 2019, ce sont les entreprises de l'économie réelle et financière qui sont le moteur de la croissance en volume. Sur l'encours mondial actuel des obligations GSS+, 32 % ont été émis par des institutions financières, 27 % par des entreprises, 17 % par des organisations multilatérales et supranationales et 11 % par des Etats. Les 13 % restants peuvent être considérés comme provenant d'autres acteurs de droit public (p. ex. communes et Etats fédérés). Dans la catégorie Institutions financières, les banques émettent 81,7 % du volume concerné, les sociétés immobilières 15,5 % et les entreprises d'assurance 2,8 %.

Graphique 5

## Objectifs des projets selon l'encours des obligations GSS+<sup>3</sup>

Utilisation des fonds	Part
Renewable energy	14,1
Clean transportation	11,1
Energy smart technologies and energy efficiency	10,5
Pollution prevention and control	7,5
Green buildings and infrastructure	7,0
Sustainable water management	6,8
Access to essential services	6,3
Terrestrial and aquatic biodiversity conservation	5,0
Climate change adaption	4,9
Agriculture and forestry	4,7
Socioeconomic advancement and empowerment	4,5
Affordable housing	4,1
Employment generation	4,0
Eco-efficient products, production technologies and processes	3,1
General purposes	2,9
Food security	1,8
Affordable basic infrastructure	1,7
<b>Total</b>	<b>100</b>

Au vu de la position dominante des obligations vertes évoquée plus haut, l'utilisation des fonds ne surprend guère. Les produits des émissions vont dans leur grande majorité à des projets verts relevant principalement des catégories Energies renouvelables (14,1 %), Transports propres (11,1 %), Efficacité énergétique (10,5 %), Prévention et contrôle de la pollution (7,5 %) et Bâtiments durables (7,0 %). Les autres catégories liées au climat et/ou à l'environnement (p. ex. Gestion durable de l'eau, Biodiversité, Adaptation au changement climatique) jouent un rôle secondaire. Les projets à objectifs sociaux (p. ex. Accès aux services sociaux essentiels, Logements abordables) se voient allouer 22,4 % du total des produits des émissions. Quant aux obligations liées au développement durable, qui peuvent servir à financer des objectifs généraux de l'entreprise concernée, elles représentent seulement 2,9 % de l'encours des obligations GSS+.

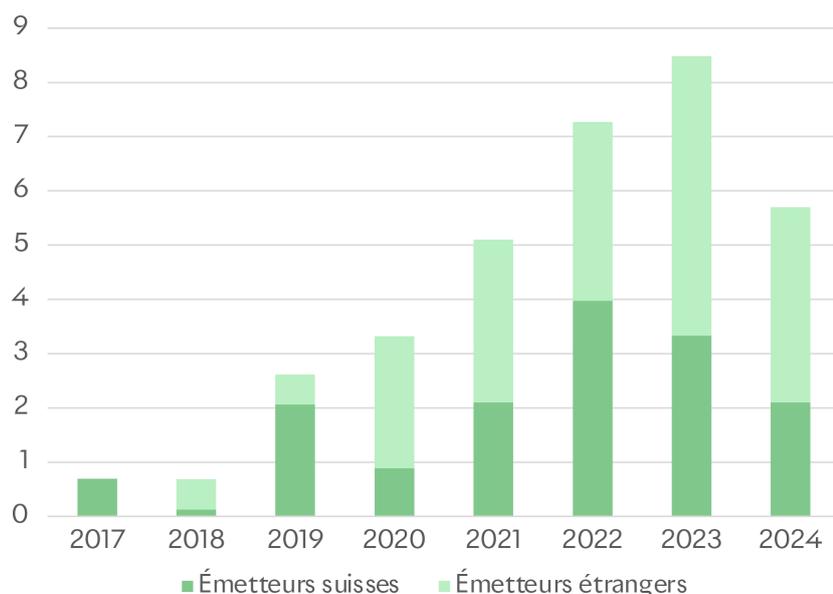
<sup>3</sup> Les emprunts GSS+ peuvent servir à financer plusieurs projets, sans que l'on puisse déterminer l'allocation des fonds (par projets) avec exactitude. Dès lors, en présence de plusieurs projets ayant plusieurs objectifs, les montants levés dans le cadre d'un emprunt GSS+ sont pris en compte à plusieurs reprises dans cette analyse.

## 7. La Suisse à la loupe

Premier constat: la Suisse n'a pas été aux avant-postes, mais elle a rattrapé son retard à grands pas.

Graphique 6

Évolution des volumes d'émission d'obligations GSS+ en Suisse, en milliards de CHF (contre valeur)<sup>4</sup>



Si la croissance des emprunts durables s'est amorcée vers 2015 au niveau international, elle a mis longtemps à se manifester sur le marché suisse. Jusqu'en 2017, les émissions d'emprunts durables sont restées ponctuelles dans notre pays, imputables notamment à des acteurs multilatéraux et supranationaux comme la BEI. Mais à partir de 2019, on a assisté à un développement fulgurant. Le nombre des nouveaux émetteurs et le volume d'émission ont bondi. Et les années record se succèdent depuis lors. On notera ainsi qu'en 2022, le marché suisse des obligations GSS+ ne s'est pas contenté de résister à la tendance baissière mondiale, il a enregistré un volume d'émission en hausse de 43 % par rapport à l'année 2021, qui était elle-même une année record à l'échelon mondial. Sur le seul premier semestre 2024, les obligations GSS+ émises représentent déjà un montant de CHF 5,7 milliards, ce qui laisse à penser que l'année en cours pourrait être à son tour une année record.

A ce jour, au total, 189 emprunts GSS+ ont été émis par 87 émetteurs sur le marché suisse, pour un montant de CHF 34,2 milliards. Dix emprunts ordinaires ont en outre été labellisés verts *a posteriori*. On compte 187 emprunts toujours en circulation, pour un montant de CHF 33,9 milliards. La croissance en volume supérieure à la moyenne internationale enregistrée en Suisse entre 2019 et 2023 a eu pour corollaire une forte augmentation de la part de marché des obligations GSS+. En 2023, celle-ci s'établissait

<sup>4</sup> Les volumes d'émission ont été corrigés manuellement. Par exemple, les tranches pour compte propre non négociables (détenues par l'émetteur lui-même) ainsi que les requalifications *a posteriori* d'obligations ordinaires déjà émises ne sont pas considérées comme des émissions dans cette analyse. Les émissions complémentaires ont été imputées en outre sur l'année où elles sont intervenues et non sur l'année de l'émission initiale.

# • Swiss Banking

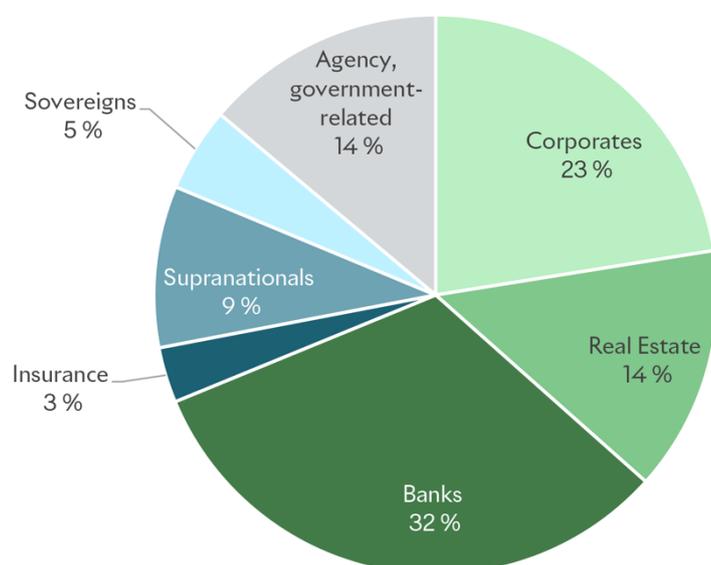
à 10 % voire 11 %<sup>5</sup>, ce qui signifie qu'une émission sur dix est aujourd'hui labellisée GSS+. Si l'on peut dire de la Suisse qu'elle a été dure à la détente en comparaison internationale, force est de constater qu'elle a rattrapé son retard en quelques années et qu'elle s'inscrit désormais dans le peloton de tête élargi des grandes places émettrices d'obligations GSS+.

## Deuxième constat: la Suisse a un pool d'émetteurs très diversifié en comparaison internationale.

Les institutions financières sont prépondérantes sur le marché suisse des obligations GSS+. Leurs émissions représentent au total 49 % de l'encours, dont 32 % placés par des banques, 14 % par des sociétés immobilières et 3 % par des entreprises d'assurance.

Graphique 7

### Émetteurs selon l'encours des obligations GSS+ en Suisse



Au total, 23 % des obligations GSS+ sont des obligations d'entreprises, ce qui est en dessous de la moyenne mondiale. Les entreprises concernées opèrent pour l'essentiel dans les domaines de l'approvisionnement énergétique et des transports. Les obligations GSS+ émises par l'Etat (5 %) et par des corporations de droit public (14 %) sont également sous-représentées en comparaison internationale (24 % au total). Il en va de même des organisations multilatérales et supranationales (p. ex. Eurofima ou la BEI), qui sont à l'origine de 9 % de l'encours des obligations GSS+.

L'émetteur individuel le plus important par la taille est la société immobilière PSP Swiss Property qui, en novembre 2022, a reclassifié la totalité de son encours obligataire en obligations vertes. Cet émetteur totalise depuis lors quatorze emprunts verts pour un montant d'environ CHF 2,38 milliards. En deuxième place, on trouve la Confédération, avec un emprunt fédéral vert pour un montant de CHF 1,95 milliard. Le canton de Genève occupe la troisième place, avec cinq emprunts GSS+ pour un montant de CHF 1,28 milliard. La quatrième et la cinquième place reviennent respectivement à la Münchener Hypothekbank (8 emprunts à CHF 1,18 milliard) et à la Berlin Hyp (8 emprunts à CHF 1,11 milliard), qui

<sup>5</sup> Voir page 10.

# • Swiss Banking

ont émis des obligations vertes afin de refinancer les crédits hypothécaires qu'elles octroient pour des projets de rénovation énergétique de bâtiments ou de construction d'immeubles durables. Parmi les banques suisses, la principale émettrice est la Zürcher Kantonalbank, avec cinq emprunts verts pour un montant d'environ CHF 1,03 milliard.

En comparaison européenne, il apparaît que la Suisse dispose d'un marché des obligations GSS+ très diversifié. En Allemagne, environ la moitié de l'encours provient de banques et un tiers de l'Etat et/ou d'autres collectivités de droit public (p. ex. les Länder). Les obligations d'entreprises, qui représentent 14,7 % de l'encours, jouent un rôle secondaire. En France, les acteurs étatiques sont très présents sur le marché des obligations GSS+. La République française est à l'origine de 12,3 % de l'encours; s'y ajoutent les emprunts durables émis par des structures de droit public (le plus souvent des autorités étatiques) ainsi que par des communes et des régions (49,3 % au total). A la différence de ce que l'on observe en Suisse, les obligations d'entreprises et d'institutions financières représentent des parts quasi-identiques de l'encours des obligations GSS+, à respectivement 18,4 % et 18,5 %.

## **Troisième constat: le marché suisse des obligations GSS+ est attrayant, y compris pour les émetteurs étrangers.**

En 2023, le volume des émissions d'obligations GSS+ s'est établi à quelque CHF 8,5 milliards – un résultat record auquel les émetteurs étrangers ont très fortement contribué, à hauteur d'environ CHF 5,2 milliards. La principale émettrice était la banque néerlandaise ABN AMRO, avec un programme d'obligations vertes de CHF 800 millions. Si l'on examine en outre le ratio obligations GSS+ / obligations ordinaires en 2023, on constate qu'il était nettement supérieur chez les émetteurs étrangers (16,8 %) par rapport aux émetteurs suisses (4,6 %). Cet écart notable permet de conclure que le marché suisse des obligations GSS+ est perçu comme très attrayant par les émetteurs étrangers. Et de fait, des indices laissent à penser que ceux-ci gardent sciemment leurs projets verts et sociaux en réserve afin d'atteindre un volume global suffisant pour émettre des obligations GSS+ en Suisse (Global Capital 2023).

La part de marché des obligations GSS+ d'émetteurs suisses déçoit à première vue tant elle est faible, mais ne doit pas induire en erreur: en effet, le volume des obligations GSS+ émises jusqu'à présent, d'un montant de CHF 34,2 milliards, se répartit à parts quasiment égales entre émetteurs suisses et étrangers. Il convient de prendre en compte également la structure spécifique du marché suisse des capitaux. Ainsi, par exemple, un tiers de l'encours obligataire national revient aux lettres de gage suisses, régies par une loi spéciale, qui ne peuvent être qualifiées d'obligations vertes, sociales ou durables à l'heure actuelle.

### **Infobox 3: les lettres de gage suisses**

Avec un encours de plus de CHF 173,6 milliards, les lettres de gage suisses sont la catégorie de placement de loin la plus importante sur le marché obligataire suisse. Au total, plus d'un tiers de l'encours obligataire national provient des deux institutions de refinancement des banques suisses, la Banque des Lettres de Gage d'Etablissements suisses de Crédit hypothécaire SA et la Centrale de lettres de gage des banques cantonales suisses SA.

Le système suisse des lettres de gage, régi par une loi spéciale, est unique au monde et est donc difficilement conciliable avec les lignes directrices de l'ICMA applicables aux obligations GSS+. En conséquence, les lettres de gage suisses ne peuvent être qualifiées

aujourd'hui d'obligations vertes, sociales ou durables. Pourtant, il serait erroné de considérer cette catégorie de placement comme non durable. Au contraire: dans la mesure où les deux institutions de lettres de gage octroient des prêts (financés sur le produit des émissions de lettres de gage) à leurs banques membres, elles assurent – conformément à leur mandat légal – un refinancement pérenne, stable et avantageux des activités hypothécaires.

Les institutions de lettres de gage contribuent ainsi matériellement à ce que le parc immobilier, indispensable à la population pour se loger, vivre, travailler, soit finançable durablement et à des conditions avantageuses. Mais au-delà de cet aspect social, elles favorisent aussi la transition du parc immobilier vers une durabilité et une efficacité énergétique accrues. Celle-ci prendra des décennies et engloutira des sommes considérables. Les projets de rénovation n'étant réalisables que s'ils sont finançables, les lettres de gage suisses constituent un préalable essentiel à la transition écologique du secteur du bâtiment.

**Quatrième constat: les emprunts GSS+ se focalisent principalement sur le secteur du bâtiment.**

## Graphique 8

### Objectifs des projets selon l'encours des obligations GSS+<sup>6</sup>

Utilisation des fonds	Part
Green buildings and infrastructure	25,9
Clean transportation	24,3
Energy smart technologies and energy efficiency	13,4
Renewable energy	13,0
Terrestrial and aquatic biodiversity conservation	5,3
Agriculture and forestry	4,7
Pollution prevention and control	3,8
General purposes	3,4
Climate change adaption	2,9
Eco-efficient products, production technologies and processes	1,0
Others	2,3
<b>Total</b>	<b>100</b>

Comme indiqué plus haut, à l'échelon mondial, les emprunts durables sont fortement axés sur les projets climatiques et environnementaux. Tel est aussi le cas en Suisse. La part des emprunts répondant à des

<sup>6</sup> Les emprunts GSS+ peuvent servir à financer plusieurs projets, sans que l'on puisse déterminer l'allocation des fonds (par projets) avec exactitude. Dès lors, en présence de plusieurs projets ayant plusieurs objectifs, les montants levés dans le cadre d'un emprunt GSS+ sont pris en compte à plusieurs reprises dans cette analyse.

# • Swiss Banking

objectifs verts dans l'encours total est d'environ 94,5 %. Parmi les catégories de projets, la principale est la catégorie Bâtiments durables, à 25,9 %. Viennent ensuite les catégories Transports propres et Efficacité énergétique, à respectivement 24,3 % et 13,4 %, puis la catégorie Energies renouvelables, à 13 %. Il convient toutefois de souligner que les différentes catégories ne sont pas strictement cloisonnées. Un coup d'œil aux prospectus permet de constater – et c'est particulièrement vrai pour la Suisse – que les emprunts durables dédiés à des projets d'efficacité énergétique servent avant tout à la rénovation énergétique des bâtiments. Le secteur du bâtiment peut donc être considéré comme le principal bénéficiaire des emprunts GSS+. En comparaison, d'autres projets verts comme ceux des catégories Prévention et contrôle de la pollution, Biodiversité et Adaptation au changement climatique jouent un rôle secondaire. Par ailleurs, la catégorie Objectifs généraux représente 3,4 % de l'encours. Cela correspond logiquement à la part des obligations liées au développement durable sur le marché suisse des obligations GSS+, puisque ces obligations peuvent servir à financer des objectifs généraux des entreprises concernées. Enfin, à peine 0,9 % et 0,2 % de l'encours vont respectivement aux catégories Logements abordables et Accès aux services sociaux essentiels, qui correspondent à des projets sociaux.

Cette allocation des fonds n'a rien de surprenant. La focalisation sur les secteurs des transports et du bâtiment semble cohérente y compris sous l'angle climatique, puisque tous deux comptent parmi les principaux émetteurs de CO<sub>2</sub> tant en Europe qu'en Suisse. De plus, ces deux secteurs – en particulier celui du bâtiment – bénéficient de méthodologies établies en ce qui concerne la mesure de l'impact climatique des différentes initiatives, ce qui facilite la mise en place d'emprunts GSS+ crédibles.

## 8. Approches possibles pour promouvoir les obligations GSS+

Comme indiqué plus haut, la Suisse a rattrapé son retard et s'inscrit désormais dans le peloton de tête élargi des grandes places mondiales en matière d'emprunts GSS+. Elle le doit à un écosystème performant composé d'émetteurs, de Bourses, de banques, de gestionnaires d'actifs, d'investisseuses et d'investisseurs, d'agences de notation ainsi que de fournisseurs d'opinions indépendantes (*second party opinion providers*). Sur le terrain de la diversité des émetteurs en particulier, le marché suisse des obligations GSS+ peut se démarquer nettement par rapport à ses concurrents étrangers. Afin que la place financière suisse, conformément à l'objectif du Conseil fédéral, devienne un leader mondial en matière de services financiers durables, elle doit consolider sa position sur le marché et idéalement la développer. Pour cela, il convient de miser sur les forces du marché et non sur des réglementations qui, quoique bien intentionnées, ont souvent un effet de frein. Nous esquissons ci-après quelques approches possibles pour continuer à promouvoir les obligations GSS+.

**Rassembler les pièces du puzzle:** la place financière suisse est très dynamique en matière de finance durable. Ces dernières années, de nombreux établissements financiers ont adhéré à des alliances «zéro émission nette». Par ailleurs, l'Association suisse des banquiers (ASB) et l'Asset Management Association Switzerland (AMAS) ont édicté des autorégulations sur la prise en compte des critères de durabilité dans le conseil en placement et le conseil hypothécaire ainsi que sur la transparence et la publication d'informations par les fortunes collectives se référant à la durabilité. Enfin, en collaboration avec la branche, le Secrétariat d'Etat aux questions financières internationales (SFI) a élaboré les Swiss Climate Scores, qui visent à créer de la transparence sur la compatibilité climatique des placements financiers. Il convient à présent de rassembler ces éléments épars en un ensemble cohérent. Les établissements de crédit hypothécaire disposant d'un portefeuille suffisamment important pourraient par exemple envisager de lier les efforts demandés par leurs autorégulations du côté de la clientèle avec l'émission d'obligations

# • Swiss Banking

GSS+, ce qui leur permettrait notamment de refinancer sur le marché des capitaux les crédits octroyés pour la rénovation énergétique des bâtiments. Dans les domaines de la gestion de portefeuille et de la gestion de fortune ainsi que dans l'Asset Management, il faudrait examiner comment faire pour que les obligations GSS+, malgré leurs différences en termes d'objectifs ou justement à cause d'elles, soient intégrées efficacement dans les prestations de conseil au niveau de la clientèle et des produits. Cette dernière suggestion suppose un étroit dialogue avec et entre les émetteurs d'une part, les investisseuses et les investisseurs d'autre part, ce qui favoriserait la mise en place commune de bonnes pratiques. Les émetteurs auraient ainsi l'assurance que leurs obligations GSS+ répondent à une demande, les investisseuses et les investisseurs quant à eux disposeraient d'une possibilité de placement conforme à leurs attentes.

**Labelliser «obligations GSS+» les lettres de gage suisses:** il convient d'examiner en outre si et comment les lettres de gage suisses peuvent être labellisées «obligations GSS+» compte tenu du mandat légal les concernant et de leur nature. Une telle mesure permettrait de porter d'un coup à environ 30 % la part des obligations GSS+ sur le marché suisse des capitaux, ce qui pourrait avoir un effet d'entraînement considérable sur d'autres émetteurs.

**Exploiter les synergies:** la publication d'informations sur la durabilité revêt une importance croissante pour les entreprises. Au plan réglementaire également, la pression ne cesse de s'intensifier. Par exemple, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2024, les sociétés ouvertes au public, les banques et les entreprises d'assurance qui atteignent un effectif d'au moins 500 personnes ainsi qu'un total du bilan d'au moins CHF 20 millions ou un chiffre d'affaires d'au moins CHF 40 millions sont tenues de publier un rapport sur les questions climatiques. Ce rapport rend compte à la fois de l'impact du changement climatique sur l'entreprise concernée en termes de risque financier et de l'impact de l'activité de l'entreprise sur le changement climatique. Il formule et décrit en outre les objectifs de réduction des émissions directes et indirectes de gaz à effet de serre ainsi que les mesures permettant d'atteindre ces objectifs. Globalement, dans leurs stratégies d'affaires, les entreprises vont donc devoir se pencher plus attentivement sur les questions climatiques et de durabilité – mais cela réduit potentiellement le travail à effectuer dans le cadre de la structuration d'un emprunt GSS+. Il convient donc de rechercher des solutions pour que la publication (réglementaire) d'informations sur les questions climatiques et le financement via le marché des capitaux aient une influence mutuelle positive.

**Sensibiliser les cantons et les communes:** sur le marché suisse des emprunts durables, la part des émetteurs nationaux de droit public est inférieure à la moyenne internationale. Outre la Confédération, seuls les cantons de Bâle-Ville et de Genève ainsi que la ville de Zurich ont émis de tels emprunts. Cette situation contraste avec le nombre considérable de cantons (AG, AR, BE, BL, BS, GE, GR, LU, NE, SG, SO, TG, TI, VD et ZH) et de communes (Berne, Bienne, Genève, Köniz, Lausanne, Lugano, St-Gall, Winterthour et Zurich) qui couvrent leurs besoins de financement – au moins partiellement – en émettant des obligations traditionnelles. Or les cantons et les communes ont des projets diversifiés et surtout de suffisamment grande ampleur qui, en raison de leurs priorités thématiques (p. ex. développement des transports publics, rénovation énergétique du parc immobilier local, construction communale de logements) se prêteraient idéalement à un financement par des obligations GSS+.

**Emettre des obligations liées au développement durable à titre d'alternative:** en Suisse comme dans le reste du monde, les emprunts GSS+ sont fortement axés sur le financement de la transition climatique dans les secteurs des transports et du bâtiment – un financement à forte intensité de capital. Cela tient principalement au fait que les projets extérieurs à ces secteurs ne permettent souvent pas à un seul

# • Swiss Banking

émetteur d'atteindre le seuil *de facto* de CHF 100 millions, de sorte qu'un financement par des obligations *use of proceeds* (vertes, sociales et durables) n'a guère d'intérêt. Pour les entreprises qui tiennent néanmoins à être présentes sur le marché GSS+, les obligations liées au développement durable peuvent constituer une alternative. Cet instrument est en effet plus souple d'utilisation que les obligations vertes, sociales et durables, dans la mesure où le produit de l'émission peut être alloué à des objectifs généraux de l'entreprise concernée. Le seuil de CHF 100 millions est dès lors plus facile à franchir. En contrepartie, l'émetteur s'engage par contrat à atteindre des objectifs de durabilité prédéfinis et mesurables. Mais il faut savoir que les investisseuses et les investisseurs privilégient les obligations *use of proceeds*, qui offrent la garantie d'une utilisation durable des fonds.

**Améliorer le cadre fiscal:** à l'échelon international, on propose ici et là d'accorder un traitement fiscal préférentiel aux obligations GSS+. Mettre en place une telle mesure supposerait toutefois que l'on dispose d'une définition claire de la durabilité, ce qui n'est pas le cas pour l'instant. En outre, compte tenu de l'évolution toujours dynamique des normes et des méthodologies en la matière, on peut se demander si une définition claire de la durabilité ne serait pas contreproductive. Du point de vue suisse, il faudrait donc s'attacher non pas à créer des incitations fiscales en faveur des obligations GSS+, mais à lever les barrières fiscales en général, pour toutes les obligations (p. ex. impôt anticipé et droits de timbre). Le marché suisse des capitaux dans son ensemble, et donc le segment des emprunts durables, s'en trouveraient encore renforcés, ils gagneraient en attractivité pour les investisseuses et les investisseurs étrangers et de nouvelles opportunités s'ouvriraient pour les émetteurs suisses.

## 9. Sources et bibliographie

Administration fédérale des finances (2022): La Confédération a émis avec succès son premier emprunt fédéral vert, [lien](#).

Allgemeine Baugenossenschaft Zürich, AZB (2021): ABZ Sustainability Bond-Framework (en allemand uniquement), [lien](#).

Chiarotti Edoardo, Danthine Jean-Pierre, Bonardi Jean-Philippe et Hugard Florence (2023): The Swiss Market of Green Bonds: Breaking Down the Barriers to Scale, Enterprise for Society (E4S), White Paper 7.

Conseil fédéral (2021): Le Conseil fédéral veut encourager la durabilité en émettant des emprunts fédéraux verts, communiqué de presse du 11 novembre 2021, [lien](#).

Daubanes Julien Xavier, Mitali Shema Frédéric et Rochet Jean-Charles (2022): Why Do Firms Issue Green Bonds? MIT Center for Energy and Environmental Policy Research (1).

De Nederlandsche Bank (2023): The Netherlands European leader in green bonds, [lien](#).

Département des finances du canton de Bâle-Ville (2022): Social Bond Rahmenbedingungen des Kantons Basel-Stadt (en allemand uniquement), [lien](#).

Diethelm Urs (2020): Green Bonds: Channeling Proceeds into Green Solutions, Swiss Sustainable Finance, Financing the Low-Carbon Economy.

Ehlers Torsten, Mojon Benoît et Packer Frank (2020): Green Bonds and Carbon Emissions: Exploring the Case for a Rating System at the Firm Level, BIS Quarterly Review.

Fatica Serena et Panzica Robert (2020): Green bonds as a tool against climate change? Business Strategy and the Environment (30), pp. 2688-2701.

Flammer Caroline (2021): Corporate Green Bonds, Journal of Financial Economics 142 (2), pp. 499-516.

Gesamtverband der Versicherer, GDV (2022): Greenium bei europäischen Anleihen, Analyse zu möglichen Renditeunterschieden bei grünen Anleihen (en allemand uniquement).

Global Capital (2023): Competition heats up in thriving Swiss market, article du 15 décembre 2023, [lien](#).

Holcim (2021): Sustainability-Linked Financing Framework (en anglais uniquement), [lien](#).

ING Groep N.V. (2023): Global ESG Bond Supply Outlook: Slowing down in 2024, [lien](#).

International Capital Market Association (2023): Principes applicables aux obligations liées au développement durable.

International Capital Market Association (2020): Guidance Handbook.

Kaiser Lars et Oehri Oliver (2020): Vue d'ensemble de l'impact climatique des mesures mises en œuvre par les acteurs financiers, CSSP – Center for Social and Sustainable Products SA, sur mandat de l'Office fédéral de l'environnement (OFEV).

Kidney Sean (2018): Green Bond Additionality, the Big Picture, Bonds & Loans, article du 24 décembre 2018, [lien](#).

# • Swiss Banking

Kölbel Julian F. et Lambillon Adrien-Paul (2022): Who Pays for Sustainability? An Analysis of Sustainability-Linked Bonds, Swiss Finance Institute Research Paper n° 23-07.

Mazzacurati Julien, Paris William et Tsiotras Alexandra (2021): Environmental impact and liquidity of green bonds, ESMA Reports on Trends, Risks and Vulnerabilities, n° 2, pp. 91-105.

Organisation de coopération et de développement économiques, OCDE (2023): Report on green, social and sustainability bonds issued by multilateral development banks and its use for infrastructure financing.

Rowntree Ashton (2023): The evolution of transition bonds, Environmental Finance, COP28 – Financing Net Zero, pp. 18-19.

Schmittmann Jochen et Teng Chua Han (2021): How Green are Green Debt Issuers? IMF Working Paper (194), pp. 5-21.

SIX Swiss Exchange (2024): Sustainable Bonds (en anglais uniquement), [lien](#).

Torvanger Asbjørn, Maltais Aaron et Marginean Iulia (2021): Green bonds in Sweden and Norway: What are the success factors? Journal of Cleaner Production, 324:129177.

Transports publics genevois (2022): Green Bond Framework (en anglais uniquement), [lien](#).

UBS (2024): Perspectives: What is next for sustainable investing in 2024? Sustainable investing (en anglais uniquement), [lien](#).

Vyvyan Kate (2023): The EU's Gold Standard – the final EU Green Bond Standard has landed but what does it mean for the green bond market? Clifford Chance.

**Auteur**

Remo Kübler, Responsable Recherche et immobilier

**Contacts médias**

Deborah Jungo-Schwalm, Senior Communications Manager

media@sba.ch, +41 58 330 62 73

[www.swissbanking.ch](http://www.swissbanking.ch) • [twitter.com/SwissBankingSBA](https://twitter.com/SwissBankingSBA) • [linkedin.com/company/swissbanking](https://linkedin.com/company/swissbanking)

**Disclaimer**

La série «Documents de réflexion» de l'ASB regroupe des contributions sur les tendances et les évolutions actuelles dans les domaines politique, bancaire et social. Les auteur.e.s y formulent des analyses et des commentaires qui leur sont propres et ne reflètent pas la position de l'ASB.