

REVUE ANNUELLE

De la Seconde Opinion sur le caractère responsable de l'OAT verte de la France

V.E formule une assurance de niveau raisonnable sur le caractère vert des Dépenses Vertes identifiées par le Groupe interministériel pour 2021

Conclusions principales

Contextualisation

La République française a émis une Obligation Assimilable du Trésor français verte en janvier 2017 (OAT verte 1,75 % 25 Juin 2039) (ci-après dénommée « l'OAT verte »), dédiée à des dépenses qui s'inscrivent dans la continuité des engagements pris par la France, d'une part pour la mise en œuvre de l'Accord de Paris sur le climat et d'autre part dans le cadre de la loi de transition énergétique pour la croissance verte. L'Agence France Trésor (AFT), en charge de gérer la dette et la trésorerie de l'Etat, avait mandaté V.E en tant qu'expert indépendant pour délivrer une Seconde Opinion sur l'OAT verte¹. Depuis lors, afin d'assurer la liquidité de cette OAT verte par des abondements postérieurs à l'émission inaugurale, comme pour les autres OAT, l'AFT a procédé à dix réémissions, portant l'encours total de l'OAT verte au 2 juillet 2020 à 27,4 Md€.

Au cours de la même période, l'AFT a mis en place le Conseil d'évaluation de l'OAT verte qu'elle s'était engagée à créer, et qui s'est réuni pour la première fois le 11 décembre 2017. En 2021, l'AFT devrait publier un rapport d'allocation et de performance, et le Conseil poursuit ses travaux sur les rapports d'impacts.

Utilisation des fonds

- ▶ Nous formulons un niveau d'assurance raisonnable sur la capacité de l'émetteur à utiliser le produit des abondements à venir sur l'année 2021 pour financer des projets à bénéfices environnementaux, conformément à ses engagements initiaux dans le Document-Cadre de l'OAT Verte².
- ▶ Nous formulons une assurance de niveau raisonnable sur la capacité de l'émetteur à consacrer le produit de l'OAT pour financer des projets participant à l'atténuation et à l'adaptation aux changements climatiques, à la protection des ressources naturelles et à la réduction de la dégradation des écosystèmes, contribuant à 7 Objectifs de Développement Durable de l'ONU.

Evaluation et sélection

- ▶ Nous analysons le niveau général de déploiement des engagements de l'émetteur comme étant avancé en termes de processus d'évaluation et de sélection des projets, d'application des critères d'éligibilité et d'allocation des ressources issues de l'Obligation.

NIVEAUX D'ASSURANCE & D'ÉVALUATION DE PERFORMANCE				
UTILISATION DES FONDS	Faible	Partielle		Raisonnaible
EVALUATION ET SÉLECTION	Faible	Limité	Probant	Avancé

¹ <https://www.aft.gouv.fr/oat-verte>

² https://www.aft.gouv.fr/files/medias-aft/3_Dette/2_Framework.FR_cadre%20OAT%20Verte%20130117.pdf

PERIMETRE

V.E a été mandaté pour actualiser son opinion (ci-après « Seconde Opinion » ou « SPO ») au sujet de la prise en compte des facteurs de responsabilité sociale et environnementale et des objectifs de durabilité dans la conception et la gestion de l'OAT verte émise par l'Etat français (« l'Emetteur ») en janvier 2017, en accord avec le Document Cadre de l'OAT Verte (le « Document Cadre ») gouvernant cette émission.

Notre opinion est établie conformément à la méthodologie exclusive de V.E pour l'évaluation des performances et des risques de responsabilité sociale (facteurs Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance – ESG) des émetteurs souverains et à la dernière version des lignes directrices d'application volontaire des principes applicables aux obligations vertes (Green Bond Principles ou « GBP ») – datées de Juin 2018.

Notre opinion est établie sur les éléments suivants :

- Emission : vérification de l'existence d'un bénéfice environnemental des Dépenses Vertes qui seraient financées par les abondements à venir sur l'année 2021.
 - ▶ Utilisation des fonds : revue documentaire de la correspondance de ces Dépenses Vertes 2021 avec les six Secteurs Verts définis dans le « Document-cadre de l'OAT verte ».
 - ▶ Processus d'évaluation et de sélection des Dépenses : examen de la visibilité et du déploiement des engagements pris par l'Agence France Trésor (AFT) relativement au processus d'évaluation et de sélection des Dépenses Vertes et à l'application des critères d'éligibilité initialement définis par l'AFT.
- Emetteur : évaluation de la performance de l'émetteur au regard de sa contribution aux objectifs de développement durable.
 - ▶ Analyse comparée, en date de novembre 2020 (date du dernier cycle de notation), du niveau auquel l'émetteur s'engage à intégrer, dans ses cadres législatifs et réglementaires et dans ses politiques publiques, les principes et les objectifs de développement durable tels qu'ils sont définis au sens large par les conventions de droit public international, ainsi que par les lignes directrices et les recommandations énoncées par les organisations publiques internationales.

Nos sources d'information combinent des données provenant (i) d'informations recueillies auprès de sources publiques, de la presse et de parties prenantes, (ii) d'informations exclusives aux bases de données de V.E, et (iii) d'informations fournies par l'Emetteur via des documents.

Nous avons mené notre due diligence du 04 Janvier au 03 Février 2021. Nous estimons avoir eu accès à tous les documents et personnes que nous avons sollicités. À cette fin, nous déployons des efforts raisonnables pour vérifier l'exactitude de ces données.

Contact

Équipe de finance durable | VEsustainablefinance@vigeo-eiris.com

EMISSION

Nous formulons une assurance de niveau raisonnable (notre meilleur niveau d'assurance) sur le caractère vert des Dépenses Vertes identifiées par le Groupe interministériel pour 2021.

Utilisation des fonds

Nous formulons une assurance de niveau raisonnable sur la capacité de l'émetteur à utiliser le produit des abondements à venir sur l'année 2021 pour financer des projets à bénéfices environnementaux, conformément à ses engagements initiaux dans le Document-Cadre de l'OAT Verte³.

A ce jour, 54 Dépenses ont été sélectionnées par l'émetteur comme éligibles pour 2021, correspondant dans leur totalité aux six Secteurs Verts initialement définis par l'émetteur dans le « Document-cadre de l'OAT verte » à savoir :

- Bâtiments
- Transport
- Energie
- Ressources vivantes et biodiversité
- Adaptation
- Contrôle de la pollution et Eco-efficacité.

Contribution aux Objectifs de Développement Durable

Nous formulons une assurance de niveau raisonnable sur la capacité de l'émetteur à consacrer le produit de l'OAT pour financer des projets participant à l'atténuation et à l'adaptation aux changements climatiques, à la protection des ressources naturelles et à la réduction de la dégradation des écosystèmes, en ligne avec 7 Objectifs de Développement Durable de l'ONU.

Nous considérons que les Secteurs visés par l'OAT verte sont de nature à contribuer aux Objectifs de Développement Durable (ODD)^o de l'ONU suivants : Objectif 7. Energie propre et d'un coût abordable, Objectif 9. Industrie, innovation et infrastructure, Objectif 11. Villes et communautés durables, Objectif 12. Consommation et production responsables, Objectif 13. Mesures relatives à la lutte contre les changements climatiques, Objectif 14. Vie aquatique et Objectif 15. Vie terrestre.



³ https://www.aft.gouv.fr/files/medias-aft/3_Dette/2_Framework_FR_cadre%20OAT%20Verte%20130117.pdf

Evaluation and Sélection

Nous analysons le niveau général de déploiement des engagements de l'émetteur comme étant avancé en termes de processus d'évaluation et de sélection des projets, d'application des critères d'éligibilité et d'allocation des ressources issues de l'Obligation.

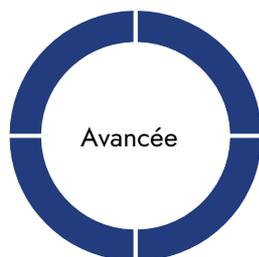
Le processus d'évaluation et de sélection des projets obéit à un processus structuré et contrôlé, et en ligne avec les politiques environnementales de la France.

- La sélection et la validation des Dépenses Vertes a été assurée via un groupe de travail interministériel, mis en place par le cabinet du Premier ministre et impliquant les ministères concernés (ministère de la transition écologique et solidaire, ministère de l'économie et des finances, ministère de l'action et des comptes publics, ministère de l'enseignement supérieur, de la recherche et de l'innovation, ministère de la cohésion des territoires et des relations avec les collectivités territoriales, le ministère de l'agriculture et de l'alimentation ainsi que le ministère de l'Europe et des affaires étrangères).
- Toutes les Dépenses Eligibles ont été publiquement documentées et un compte-rendu des décisions a été établi pour la réunion interministérielle, permettant la traçabilité des décisions de sélection.
- Des critères de sélection et d'exclusion, basés notamment sur les critères du label Greenfin (anciennement label « Transition Energétique et Ecologique pour le Climat »), ont été appliqués lors de l'évaluation et de la sélection des Dépenses vertes.

A noter que les Dépenses sélectionnées comme éligibles pour l'année 2021 ont été présentées et validées par le Conseil d'évaluation, composé d'experts internationaux.

- D'une manière générale, les projets de loi, lorsqu'ils sont transmis au Parlement, sont accompagnés d'une étude d'impact portant sur leurs incidences économiques, financières et sociales. En outre, et plus spécifiquement, les bénéfices environnementaux des Dépenses adossées à l'OAT verte font l'objet d'études spécifiques supervisées par le Conseil d'évaluation de l'OAT verte, intégrant une analyse des mesures de mitigations pour les risques associés. Celui-ci, après avoir publié des rapports sur le crédit d'impôt pour la transition énergétique (CITE), sur Voies navigables de France et sur l'Office national des forêts entend traiter l'une après l'autre les différentes Dépenses Eligibles.

EMETTEUR



Performance en matière de développement durable

D'après le *Sovereign Sustainability Rating*© mis à jour par V.E, en novembre 2020 (date du dernier cycle de notation), la France a reçu une note de 82/100 qui indique une performance globale avancée en matière de développement durable. La France se classe 4^{ème} sur 178 pays évalués dans notre indice mondial de durabilité souveraine, et également 4^{ème} sur les 37 pays de l'OCDE évalués par V.E .

L'évaluation par V.E de la performance de l'émetteur en matière de développement durable est basée sur des informations et des statistiques accessibles au public et provenant de sources dont l'utilisation a été convenue dans la collecte de données et les méthodologies de *Sovereign Sustainability Rating*.

La France a une performance avancée dans les trois piliers : la responsabilité environnementale (75/100), la responsabilité sociale (81/100) et la responsabilité institutionnelle (89/100).

DOMAINE	COMMENTAIRES	OPINION
Environnement	La France a une performance avancée en matière de responsabilité environnementale, mais son score de 75/100 est le plus bas des trois piliers du développement durable. Le pays se classe dans le premier quartile de l'univers souverain évalué par V.E (10 ^{ème} sur 178).	Avancée
	La France a ratifié toutes les conventions internationales sur l'environnement incluses dans notre cadre de notation, notamment l'Accord de Paris, la Convention sur la diversité biologique, la Convention-cadre des Nations unies sur la lutte contre la désertification, la Convention de Stockholm sur les polluants organiques persistants et la Convention d'Aarhus sur l'accès à la justice en matière d'environnement.	
	En tant que membre de l'Union européenne (UE), la France a piloté et conjointement approuvé l'engagement collectif de réduire les émissions de GES de 40 % d'ici 2030, par rapport aux niveaux de 1990 ⁴ . La France se classe au cinquième rang des pays de l'OCDE en termes d'intensité en carbone par unité de production économique (0,11 kg par PPA du PIB ⁵). Toutefois, le pays doit renforcer ses efforts pour réduire ses émissions liées à la consommation et au transport.	Robuste
	La France démontre une bonne performance en matière de lutte contre la pollution atmosphérique. Les niveaux de pollution urbaine du pays sont inférieurs à la moyenne de l'OCDE - par exemple, les niveaux moyens annuels de particules fines (PM2.5) dans les villes (pondérés en fonction de la population) étaient de 11.7 microgrammes/m3 en 2016. ⁶ Cependant, l'efficacité énergétique et la transition vers les énergies renouvelables sont des domaines qui doivent être améliorés. Le pays se classe au dix-septième rang des pays de l'OCDE pour l'intensité énergétique (3 692 kg d'équivalent pétrole/habitant ⁷) et au huitième rang pour la production d'électricité à partir de sources renouvelables hors hydroélectricité (6,2 % ⁸).	
	Les domaines liés à la protection de la biodiversité, à la croissance verte et à la transition vers une économie circulaire doivent également être améliorés. En ce qui concerne la biodiversité, la France démontre une performance mitigée en matière de gestion des écosystèmes. Le pays a développé une couverture raisonnable de zones protégées visant	Limitée

⁴ EU's First INDC, 2015 <https://www4.unfccc.int/sites/ndcstaging/PublishedDocuments/Italy%20First/LV-03-06-EU%20INDC.pdf>.

⁵ <https://data.worldbank.org/indicator/EN.ATM.CO2E.PP.GD>

⁶ <http://unstats.un.org/sdgs/indicators/database/?indicator=11.6.2>

⁷ <https://data.worldbank.org/indicator/EG.USE.PCAP.KG.OE>

⁸ <https://data.worldbank.org/indicator/EG.ELC.RNWX.ZS>

	<p>à sauvegarder sa riche biodiversité terrestre et marine.</p> <p>En comparaison à ses pairs de l'OCDE, la France compte une proportion globalement élevée de sites importants pour la biodiversité terrestre qui sont couverts par des zones protégées (80 % en 2019⁹). Toutefois, le Red List Index du pays a enregistré une tendance à la détérioration au fil du temps (0,87 en 2020 contre 0,93 en 2000), ce qui indique que le taux de perte de biodiversité est en augmentation.</p> <p>De même, la transition vers une croissance verte, notamment en termes de production de déchets nucléaires par rapport au PIB, de consommation d'engrais et d'allocation de fonds publics pour la R&D liée à l'environnement, peut être améliorée.</p>	Faible
Social	<p>La France a une performance avancée en matière de responsabilité sociale avec un score de 81/100. Le pays se classe dans le premier quartile de l'univers souverain évalué par V.E (6^{ème} sur 178).</p> <p>Comme la plupart des pays de l'OCDE, la France a un taux de scolarisation élevé dans l'enseignement primaire et secondaire. Les dépenses publiques en matière d'éducation, qui s'élèvent à 5,5 % du PIB (2017), sont les neuvièmes plus élevées du groupe de l'OCDE.¹⁰ L'égalité des revenus est modérée, avec un coefficient de Gini de 0,3 (2017), ce qui place la France au quinzième rang des économies les plus faibles de l'OCDE. Le chômage est élevé, en particulier le chômage des jeunes, qui s'élevait à 19,5 % en 2020, soit le sixième plus élevé du groupe de l'OCDE.¹¹ Les niveaux de pauvreté ont été stables au cours des dix dernières années pour atteindre un taux de 0,08 en 2017, le septième plus bas dans le groupe de l'OCDE. La population active jouit de droits fondamentaux tels que la liberté d'association et la négociation collective. Cependant, selon la International Trade Union Confederation (ITUC), la France a été confrontée à des violations répétées des droits des travailleurs en 2019.¹²</p> <p>Par rapport à ses pairs de l'OCDE, la France démontre une bonne performance dans des domaines tels que l'accessibilité aux soins de santé et l'égalité des sexes. Avec 11,5 infirmières et sages-femmes et 3,3 médecins pour 1 000 personnes, la densité du personnel médical en France est bien supérieure aux estimations de l'OMS, qui estiment à 2,5 le personnel médical pour 1 000 personnes nécessaire pour assurer une couverture adéquate des interventions de soins primaires.¹³ La France a un taux correct de femmes dans la vie politique et dans la population active.¹⁴ L'amélioration de l'accès des femmes à l'éducation et au marché du travail est considérée comme un facteur déterminant de changement par les objectifs de développement durable (ODD) dans la lutte contre la pauvreté dans le monde.</p> <p>La France affiche une performance globale modérée en matière de promotion d'une vie saine et d'accès à une alimentation équilibrée dans les zones pour lesquelles des données sont disponibles pour évaluer la performance. Des scores modérés sont enregistrés dans les domaines liés à la réduction des maladies infectieuses et à la consommation nocive d'alcool. Les données disponibles pour la France sont insuffisantes pour déterminer les efforts du pays en matière de prévention de la malnutrition et du retard de croissance chez les enfants.</p>	<p>Avancée</p> <p>Robuste</p> <p>Limitée</p> <p>Faible</p>

⁹ <https://unstats.un.org/sdgs/indicators/database/>

¹⁰ <https://data.worldbank.org/indicator/SE.XPD.TOTL.GD.ZS>

¹¹ <https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.1524.ZS>

¹² ITUC Global Rights Index 2020 <https://www.ituc-csi.org/ituc-global-rights-index-2020>

¹³ As per the definition of medical staff shortage in the 2006 World Health Report https://www.who.int/whr/2006/whr06_en.pdf?ua=1

¹⁴ Labor force participation rate, female <https://data.worldbank.org/indicator/SL.TLF.CACT.FE.ZS>; Proportion of seats held by women in national parliaments (%) <https://data.worldbank.org/indicator/SG.GEN.PARL.ZS>

Gouvernance	La performance de la France en matière de gouvernance est considérée avancée avec une note de 89/100. Le pays se classe dans le premier quartile de l'univers souverain évalué par V.E. (11 ^{ème} sur 178).	Avancée
	La France a ratifié les conventions fondamentales relatives aux droits de l'homme, aux droits de l'enfant et aux droits du travail tels que le travail forcé, la liberté d'association et la négociation collective. Cependant, la France n'a pas adhéré aux conventions internationales relatives à la santé et à la sécurité au travail ou aux droits des travailleurs migrants. Le pays a aboli la peine de mort pour tous les crimes. ¹⁵	Robuste
	La France démontre une performance élevée dans tous les domaines liés à la promotion de l'État de droit, à la gouvernance publique, au contrôle de la corruption et à la responsabilité démocratique, qui sont mesurés par les Worldwide Governance Indicators (WGI). Toutefois, les performances du pays ont enregistré une tendance à la détérioration au cours des dix dernières années dans les domaines qui mesurent la capacité des élus politiques à assurer la stabilité politique et la participation des citoyens en matière de gouvernance publique et de responsabilité. ¹⁶	Limitée
	La France a été classée le 66 ^{ème} pays le plus pacifique en 2019 selon le Global Peace Index (GPI). Tout au long de l'année, le pays a été impliqué dans des troubles civils presque constants et des manifestations du mouvement des gilets jaunes concernant l'augmentation des taxes sur les carburants et des réformes fiscales du gouvernement. ¹⁷ Selon la Coface, l'environnement politique et de gouvernance économique de la France présentait un risque modéré pour les entreprises nationales de manquer à leurs engagements financiers en 2019, mais ce risque est susceptible d'être amplifié par les répercussions économiques négatives de la pandémie Covid-19. ¹⁸ L'épargne nette ajustée de la France, y compris les dommages causés par la pollution liée aux émissions de particules (en % du RNB), n'a cessé de diminuer au cours des dix dernières années, ce qui indique une diminution constante des ressources et de la richesse globales du pays. ¹⁹	Faible

¹⁵<https://www.amnesty.org/en/countries/europe-and-central-asia/france/>

¹⁶Worldwide Governance Indicators (WGI) <https://info.worldbank.org/governance/wgi/>. Vigeo Eiris (VE) calculates performance trends where underlying historical data is available at the source.

¹⁷The Global Peace Index (GPI) scores 169 countries on a scale of 1-5, where 1 is most peaceful and 5 is least peaceful. Source: https://www.visionofhumanity.org/wp-content/uploads/2020/10/GPI_2020_web.pdf

¹⁸V.E (Vigeo Eiris) uses country risk analysis published by Coface to assess the country's business resilience to market risks. Source: <http://www.coface.com/Economic-Studies-and-Country-Risks>

¹⁹Adjusted Net Saving (ANS) was developed as an indicator to approximate the change in wealth—based on simple economic theory in which savings equals investment, and investment equals the change in wealth. ANS measures gross national savings, adjusted for gains (spending on education) and losses (consumption of fixed capital, depletion of subsoil assets and forests, pollution damages). Source: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.ADJ.SVNG.GN.ZS>

METHODOLOGIE

V.E considère comme indissociables et complémentaires les dimensions environnementales, sociales et de gouvernance dans l'évaluation de la responsabilité sociale de toute organisation et de toute activité, y compris l'émission obligataire et l'emprunt. À ce titre, nous délivrons une opinion portant à la fois sur la responsabilité sociale de l'Émetteur en tant qu'organisation, sur les processus, et les engagements applicables à l'émission visée.

Nos opinions indépendantes (SPOs) font l'objet d'un contrôle qualité (consultants en charge de la mission, responsable de production, et validation par un superviseur sénior). Un droit de réclamation et de recours est garanti aux entreprises, selon trois niveaux : d'abord l'équipe en contact avec la société, puis le Directeur des Méthodes, de l'Innovation et de la Qualité, et enfin le Conseil Scientifique de V.E. L'ensemble des employés sont signataires du Code de Conduite de V.E, et tous les consultants ont également signé son addendum sur les règles financières de confidentialité.

EMISSION

Lors de l'opinion initiale, notre analyse portait notamment sur :

Utilisation des fonds :

Les critères d'allocation des fonds sont définis pour garantir que le produit de l'émission soit utilisé pour financer et/ou refinancer un Projet Eligible et soit traçable au sein de l'émetteur. Chaque projet retenu doit être conforme à la définition d'au moins une Catégorie de Projet Eligible pour être considéré comme un Projet Eligible. V.E évalue la pertinence, la visibilité et la mesurabilité des objectifs environnementaux et/ou sociaux associés. L'objectif de développement durable des dépenses éligibles financées par l'émission a été précisément défini, en cohérence avec les engagements de l'émetteur, et évalué au regard des bénéfices décrits et estimés des Projets Eligibles. La contribution des Projets Eligibles au développement durable est évaluée au regard des Objectifs de Développement Durable des Nations Unies.

Processus d'évaluation et de sélection des dépenses :

Le processus d'évaluation et de sélection a été évalué par V.E au regard de sa transparence, sa gestion responsable et son efficacité. La pertinence et l'exhaustivité des critères de sélection et des éléments d'appui associés tels qu'ils sont intégrés au cadre de l'OAT verte, ainsi que la cohérence du processus sont analysés au regard des enjeux des projets et sur la méthodologie d'évaluation V.E.

Nous avons actualisé notre opinion initiale sur le caractère environnemental des Dépenses vertes identifiées par le Groupe interministériel et qui seraient financées par les abondements à venir sur l'année 2021.

L'actualisation porte sur la transparence et le déploiement des engagements pris par l'AFT quant à la correspondance de ces Dépenses vertes 2021 avec les six Secteurs Verts et au processus d'évaluation et de sélection des Dépenses vertes, ainsi qu'à l'application des critères d'éligibilité initialement définis par l'AFT dans le « Document-cadre de l'OAT verte » en date du 10 Janvier 2017.

PERFORMANCE DE L'EMETTEUR EN MATIERE DE DEVELOPPEMENT DURABLE

V.E a procédé à une révision de sa recherche de notation des pays, résultant d'un processus d'amélioration continue et fondé sur un suivi permanent des évolutions normatives internationales ainsi que des attentes et des débats des parties prenantes. Cette version améliorée comprend 69 nouveaux facteurs visant à répondre aux besoins des marchés. Les 172 indicateurs sont mis en perspective avec les Objectifs de Développement Durable de l'ONU et sont organisés en 56 critères, 17 sous-domaines et 3 domaines de notation. La nouvelle méthodologie conduit à une diminution des scores absolus de la majorité des pays.

Notre méthodologie "*Sustainability Sovereign Rating*™", mesure et compare les niveaux auxquels les Etats s'engagent à intégrer dans leurs cadres législatifs et réglementaires et dans leurs politiques publiques les principes et les objectifs définissant le développement durable au sens large par les conventions de droit public international, et les lignes directrices et les recommandations énoncées par les organisations internationales. Nous avons inclus à notre référentiel pour la période récente les Objectifs de Développement Durable (ODD) et les programmes d'action d'Agenda 21 adoptés par 173 pays au Sommet de la Terre de Rio en 1992. Nous prêtons une attention particulière aux engagements, aux politiques et aux impacts des politiques publiques en matière de respect des droits humains fondamentaux, d'accès aux droits économiques, sociaux, culturels et environnementaux, à la qualité de la gouvernance et aux engagements pris en faveur de la solidarité et de la coopération internationales. Sur la base de l'analyse d'un univers composé de 178 pays, les résultats fournissent une vision comparée des risques et des performances, en ce qui concerne les objectifs de durabilité universellement reconnus.

La performance en matière de développement durable de la République Française a été évaluée par V.E en novembre 2020 sur la base de trois domaines : Environnement (protection de l'environnement), Social (protection sociale et solidarité) et Institutions (Etat de droit et gouvernance), analysés à travers 56 critères équilibrés, regroupant 172 indicateurs de deux types :

- Indicateurs d'engagement : reflétant le niveau d'engagement de l'État vis-à-vis des objectifs et des principes définis par les principaux accords internationaux : conventions, recommandations et déclarations de l'OIT ; chartes et traités des Nations Unies ; principes directeurs de l'OCDE ; instruments régionaux (en supposant qu'ils respectent pleinement la Charte des Nations Unies) ; la Déclaration universelle des droits de l'Homme et ses protocoles et traités connexes.
- Indicateurs de résultats : mesure de l'efficacité des actions de développement durable du pays.

Nous avons utilisé l'information issue de diverses sources, en particulier des organisations internationales telles que des organisations intergouvernementales, des syndicats internationaux et des organisations non gouvernementales.

La revue des prises de positions de parties prenantes n'est pas incluse dans notre évaluation des émetteurs obligataires souverains.

ECHELLE D'EVALUATION DE V.E

Niveau d'évaluation de performance		Niveau d'assurance	
Avancé	Engagement avancé ; preuves solides de maîtrise des facteurs managériaux dédiés à la réalisation de l'objectif de responsabilité sociale. Degré d'assurance raisonnable de maîtrise des risques et sur la capacité de l'émetteur, et orientations innovantes en faveur de l'anticipation de risques émergents	Raisonnable	Constat probant de conformité avec les principes et les objectifs prescrits par le Référentiel
Probant/ Robuste	Engagement probant et/ou processus robuste ; preuves significatives et concordantes de maîtrise des facteurs managériaux. Degré d'assurance raisonnable de maîtrise des risques et sur la capacité de l'émetteur	Partielle	Constat de compatibilité ou de convergence partielle avec les principes et les objectifs prescrits par le Référentiel
Limité	Engagement amorcé et/ou partiel ; preuves fragmentaires de maîtrise des facteurs managériaux. Degré d'assurance de maîtrise des risques et sur la capacité de l'émetteur faible	Faible	Constat de carence, de méconnaissance ou de non-compatibilité avec les principes et les objectifs prescrits par le Référentiel
Faible	Engagement en faveur de l'objectif de responsabilité sociale non tangible ; pas de preuve de maîtrise des facteurs managériaux. Degré d'assurance de maîtrise des risques très faible à faible		

DISCLAIMER

Transparency on the relation between V.E and the Issuer: V.E has carried out 4 audit missions for France until now. No established relation (financial or commercial) exists between V.E and the Issuer. V.E conflict of interest policy is covered by its Code of Conduct, which can be found at <http://vigeo-eiris.com/wp-content/uploads/2018/07/Code-of-Conduct-Vigeo-Eiris-EN.pdf>.

This opinion aims at providing an independent opinion on the sustainability credentials and management of the French OAT, based on the information which has been made available to V.E. V.E has neither interviewed stakeholders out of the Issuer's employees, nor performed an on-site audit nor other test to check the accuracy of the information provided by the Issuer. The accuracy, comprehensiveness and trustworthiness of the information collected are a responsibility of the Issuer. The Issuer is fully responsible for attesting the compliance with its commitments defined in its policies, for their implementation and their monitoring. The opinion delivered by V.E neither focuses on the financial performance of the OAT, nor on the effective allocation of its proceeds. V.E is not liable for the induced consequences when third parties use this opinion either to make investments decisions or to make any kind of business transaction.

Restriction on distribution and use of this opinion: The deliverables remain the property of V.E. The draft version of the Second Party Opinion by V.E is for information purpose only and shall not be disclosed by the client. V.E grants the Issuer all rights to use the final version of the Second Party Opinion delivered for external use via any media that the Issuer shall determine in a worldwide perimeter. The Issuer has the right to communicate to the outside only the Second Party Opinion complete and without any modification, that is to say without making selection, withdrawal or addition, without altering it in any way, either in substance or in the form and shall only be used in the frame of the contemplated concerned issuance. The Issuer acknowledges and agrees that V.E reserves the right to publish the final version of the Second Party Opinion on V.E's website and on V.E's internal and external communication supporting documents.

© 2020 Vigeo SAS and/or its licensors and subsidiaries (collectively, "V.E"). All rights reserved.

V.E provides its customers with data, information, research, analyses, reports, quantitative model-based scores, assessments and/or other opinions (collectively, "Research") with respect to the environmental, social and/or governance ("ESG") attributes and/or performance of individual issuers or with respect to sectors, activities, regions, stakeholders, states or specific themes.

V.E'S RESEARCH DOES NOT ADDRESS NON-ESG FACTORS AND/OR RISKS, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: CREDIT RISK, LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. V.E'S RESEARCH DOES NOT CONSTITUTE STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. V.E'S RESEARCH: (i) DOES NOT CONSTITUTE OR PROVIDE CREDIT RATINGS OR INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE; (ii) IS NOT AND DOES NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES; AND (iii) DOES NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. V.E ISSUES ITS RESEARCH WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

V.E'S RESEARCH IS NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE V.E'S RESEARCH WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER. V.E'S RESEARCH IS NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT V.E'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS OBTAINED BY V.E FROM SOURCES BELIEVED BY IT TO BE ACCURATE AND RELIABLE. BECAUSE OF THE POSSIBILITY OF HUMAN OR MECHANICAL ERROR AS WELL AS OTHER FACTORS, HOWEVER, ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROVIDED "AS IS" WITHOUT WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, OF ANY KIND, INCLUDING AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE. V.E IS NOT AN AUDITOR AND CANNOT IN EVERY INSTANCE INDEPENDENTLY VERIFY OR VALIDATE INFORMATION IT RECEIVES.

To the extent permitted by law, V.E and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers (together, "**V.E Parties**") disclaim liability to any person or entity for any (a) indirect, special, consequential, or incidental losses or damages, and (b) direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded); on the part of, or any contingency within or beyond the control of any **V.E Party**, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

Additional terms For PRC only: Any Second Party Opinion or other opinion issued by V.E: (1) does not constitute a PRC Green Bond Assessment as defined under any relevant PRC laws or regulations; (2) cannot be included in any registration statement, offering circular, prospectus or any other documents submitted to the PRC regulatory authorities or otherwise used to satisfy any PRC regulatory disclosure requirement; and (3) cannot be used within the PRC for any regulatory purpose or for any other purpose which is not permitted under relevant PRC laws or regulations. For the purposes of this disclaimer, "PRC" refers to the mainland of the People's Republic of China, excluding Hong Kong, Macau and Taiwan.