

LA NORME EUROPÉENNE SUR LES OBLIGATIONS VERTES

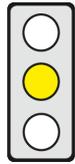
Analyse du cep N° 26/2021

ÉLÉMENTS CLÉS

Contexte : Selon la Commission, les normes sur les obligations vertes définies par le marché présentent certaines lacunes.

Objectif du règlement : Une norme européenne sur les obligations vertes permettra aux investisseurs d'investir plus facilement dans des activités économiques qui répondent aux critères de durabilité de la taxonomie verte de l'UE. Les obligations seront évaluées par des examinateurs externes. L'utilisation de la norme européenne sera laissée à la discrétion des émetteurs.

Parties concernées : Investisseurs et émetteurs d'obligations vertes, examinateurs externes.



Pro : (1) L'utilisation de la norme européenne sera volontaire, de sorte que les normes du marché existantes ne seront pas automatiquement évincées du marché.

(2) L'établissement d'un lien entre la norme européenne et la taxonomie peut fournir au marché des indications sur l'utilisation autorisée des produits.

Contra : (1) En liant la norme européenne à la taxonomie, il y a cependant un risque que la norme européenne ne soit pas pleinement utilisée car la taxonomie verte ne peut pas reproduire toutes les idées que les investisseurs se font de la durabilité.

(2) Les émetteurs comme les investisseurs devraient pouvoir compter sur le fait qu'une obligation verte européenne (« European Green Bond » ou EuGB) ne perdra pas son statut d'EuGB, même si des modifications sont apportées à la taxonomie verte. La Commission devrait donc accorder une protection complète des droits acquis.

Les passages les plus importants du texte sont indiqués par une ligne dans la marge.

CONTENU

Titre

Proposition COM(2021) 391 du 6 juillet 2021 pour un **règlement sur les obligations vertes européennes.**

Fiche technique

► Contexte et objectifs

- Les « obligations vertes » sont des titres financiers à intérêts fixes
 - qui sont principalement émis par des gouvernements, des banques ou des entreprises et
 - dont le produit est utilisé pour financer ou refinancer des investissements respectueux de l'environnement.
- Le marché des obligations vertes dans l'UE connaît une croissance vigoureuse. En 2015, les émissions d'obligations s'élevaient à environ 20 milliards d'euros ; en 2020, ce montant avait déjà atteint 129 milliards d'euros. Les obligations vertes ne représentaient toutefois qu'environ 4 % de l'ensemble des émissions d'obligations d'entreprises [p. 1].
- Il existe deux normes pour les obligations vertes développées directement par les acteurs du marché et désormais largement acceptées [cf. analyse d'impact, p. 7] :
 - les « principes définissant les obligations vertes » (« Green Bond Principles » ou GBP) élaborés par l'Association internationale des marchés de capitaux (« International Capital Market Association » ou ICMA), et
 - la « norme pour les obligations en faveur du climat » (« Climate Bonds Standard » ou CBS) développée par l'« Initiative Obligations en faveur du Climat » (« Climate Bonds Initiative » ou CBI).
- Selon la Commission, ces normes de marché présentent des lacunes. Plus précisément [p. 2 et 4],
 - leur définition de l'investissement respectueux de l'environnement est « insuffisamment claire, rigoureuse et complète », ce qui peut entraîner des risques de réputation liés à des pratiques d'écoblanchiment ;
 - la « transparence et la responsabilité » des examinateurs externes des obligations ne sont pas suffisamment garanties, notamment parce qu'ils ne sont pas soumis à supervision.
- La Commission publie donc ce règlement afin de créer sa propre norme européenne en matière d'obligations vertes [p. 1].

► Fondement de la norme européenne sur les obligations vertes

- Le règlement établit une norme européenne volontaire pour les obligations vertes. Les émetteurs peuvent décider s'ils veulent émettre une obligation verte selon la norme européenne, une norme de marché existante ou n'appliquer aucune norme [p. 6]. S'ils optent pour la norme européenne, ils doivent satisfaire aux exigences du règlement [Art. 1].

- La norme européenne peut être utilisée [considérant 3, p. 11, Art. 2, § 1]
 - par des entreprises financières et non financières, ainsi que par des émetteurs souverains, issues de l'UE ou de pays tiers ;
 - pour diverses formes d'obligations, notamment les obligations garanties, les titrisations et les obligations liées à des projets de transition.
- Les obligations vertes conformes à la norme européenne reçoivent la désignation protégée « obligation verte européenne » ou « EuGB » (ci-après : EuGB) [Art. 3].

► **Utilisation du produit de l'EuGB**

- Le produit de l'EuGB peut être utilisé pour financer des « actifs fixes », des « dépenses d'investissement et d'exploitation » ainsi que certains « actifs financiers » [considérant 9, Art. 4 et 5] :
 - Les « actifs fixes » – par exemple, les éoliennes, les bâtiments, les installations de production – peuvent être de nature matérielle ou immatérielle et comprennent également ceux des ménages privés ;
 - Les « dépenses d'investissement et d'exploitation », en particulier, peuvent être des dépenses qui sont utilisées pour l'acquisition, la modernisation ou l'entretien d'actifs fixes, y compris les frais d'entretien, de recherche et de développement ; les dépenses d'exploitation doivent être engagées moins de trois ans avant l'émission de l'EuGB;
 - Les « actifs financiers » peuvent être des dettes ou des capitaux propres – par exemple, un prêt ou une action – dont le produit est utilisé pour des actifs fixes, des dépenses d'investissement ou d'exploitation.Les émetteurs souverains peuvent également utiliser le produit des obligations, notamment pour des allègements fiscaux ou des subventions, accordés au maximum trois ans avant l'émission [considérant 16, Art. 4, § 2].
- Le produit de l'obligation doit être utilisé [Art. 4 (1)] :
 - avant l'échéance de l'obligation ;
 - en totalité ;
 - et sans déduire les coûts d'affectation du produit à des usages différents.

► **Utilisation alignée sur la taxonomie verte européenne**

- En vertu du règlement relatif à la taxonomie verte [(UE) 2020/852, voir [Les Adhocs du cep](#)], les activités économiques sont considérées comme durables du point de vue environnemental (« alignées sur la taxonomie ») si [p. 11 ; Art. 4 du Règlement sur la taxonomie]
 - Elles apportent une « contribution substantielle » à au moins un des six objectifs environnementaux (par exemple, l'atténuation du changement climatique) ;
 - Elles ne nuisent pas « de manière significative » à l'un de ces objectifs environnementaux ;
 - Elles respectent les garanties minimales en matière de droits de l'homme et de droit du travail ;
 - Elles respectent les critères de sélection technique établis par la Commission dans des actes délégués.
- Le produit de l'EuGB doit être utilisé pour financer des activités économiques qui [Art. 6 (1) et (2)] :
 - sont déjà alignées sur la taxonomie ;
 - ou seront alignées sur la taxonomie dans un délai maximum de cinq ans ou de dix ans dans des cas exceptionnels.
- Les EuGB sont alignés sur la taxonomie si les activités financées répondent aux critères de sélection technique applicables au moment de l'émission. Si le produit des obligations est utilisé pour une dette, le moment pertinent est la date à laquelle la dette a été générée [Art. 7].
- Si les critères de sélection changent après l'émission ou après la création de la dette, l'utilisation du produit de l'obligation doit être alignée sur les nouveaux critères dans les cinq ans [Art. 7].

► **Les obligations en matière de rapports et leur contrôle externe**

- Avant d'émettre des EuGB, les émetteurs doivent publier une « fiche d'information » contenant des informations sur l'utilisation prévue du produit, la stratégie environnementale et les objectifs environnementaux [Art. 8, annexes I et IV].
- Après avoir émis une EuGB, les émetteurs doivent publier :
 - un rapport d'affectation chaque année jusqu'à l'affectation complète du produit de l'émission, puis un second rapport après l'affectation complète du produit de l'émission [Art. 9 (1) et (3), Annexes II et IV] ;
 - et au moins une fois pendant la durée de vie de l'obligation, un « rapport d'impact » sur les effets environnementaux obtenus [Art. 10, Annexe III].
- Les émetteurs doivent faire appel à des examinateurs externes – par exemple des auditeurs ou des agences de notation – qui doivent [Art. 8, § 1 et 3, Art. 9, § 7] :
 - avant l'émission, évaluer la fiche d'information et déterminer si l'émetteur prévoit d'utiliser le produit de l'émission conformément au règlement ;
 - et après l'émission, évaluer le rapport d'affectation pour savoir si l'émetteur a respecté l'affectation indiquée dans la fiche d'information et a affecté le produit conformément aux exigences du règlement.
- Une EuGB ne peut être émise que si un examinateur externe a donné un « avis positif » sur la fiche d'information [Art. 8, § 1].

- En plus des examinateurs externes, les émetteurs souverains peuvent également faire appel à un auditeur d'État ou à toute autre entité publique pour évaluer leur fiche d'information et leur rapport d'affectation [Art. 11].
- Lorsque des émetteurs souverains utilisent le produit d'obligations pour des allègements fiscaux ou des subventions, l'examen des rapports d'affectation doit uniquement déterminer si les « modalités » des allègements ou des subventions sont conformes aux exigences relatives à l'affectation du produit et à l'alignement de la taxonomie [considérant 16, Art. 9, § 8].

► Exigences applicables aux examinateurs externes

- Les examinateurs externes de l'EuGB doivent s'enregistrer auprès de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) [Art. 14].
- L'AEMF ne les enregistrera que si [Art. 15 (2)] :
 - leur gestion jouit d'une réputation et d'une compétence reconnues et suffisantes ;
 - le nombre de membres du personnel participant aux évaluations est suffisant et que ces derniers sont suffisamment qualifiés ;
 - ils ont pris des « dispositions efficaces » pour assurer le respect des exigences du règlement.
- Les examinateurs externes de l'EuGB doivent également :
 - veiller à ce que le personnel qui participe aux activités d'évaluation ait les connaissances nécessaires pour les tâches qui lui sont confiées et ne prenne pas part aux négociations sur les honoraires ou les paiements [Art. 20],
 - établir et maintenir une fonction de vérification de la conformité pour les activités d'évaluation [Art. 21] ;
 - veiller à ce que leurs intérêts commerciaux ne nuisent pas à l'indépendance ou à l'exactitude de leurs évaluations [Art. 22] ;
 - veiller à ce que les évaluations soient fondées sur une analyse « approfondie » de toutes les informations disponibles, qui doivent être de « qualité suffisante » et provenir de « sources fiables » [Art. 23] ;
 - identifier, éliminer et divulguer tout conflit d'intérêts parmi le personnel impliqué ; par exemple, les honoraires pour les évaluations ne doivent pas dépendre du résultat de celles-ci [Art. 27] ;
 - s'assurer que les activités d'évaluation de l'examineur ne créent pas de conflits d'intérêts avec les autres activités de ce dernier [Art. 28] et
 - mettre leurs évaluations à la disposition du public sur leurs sites web avant l'échéance de l'EuGB [Art. 30].

► Supervision

- Les autorités nationales de surveillance désignées en vertu du règlement sur les prospectus [(UE) 2017/1129, voir [cepPolicyBrief](#)] sont responsables de la surveillance des émetteurs d'EuGB [titre IV, chapitre 1].
- L'AEMF est responsable de la supervision des réviseurs externes de l'EuGB [titre III, titre IV, chapitre 2].

Déclaration de la Commission sur le respect du principe de subsidiarité

Les marchés des obligations vertes et des examinateurs externes sont des marchés transfrontaliers. Des mesures législatives nationales entraîneraient donc une fragmentation du marché intérieur et des distorsions de concurrence.

Contexte politique

En janvier 2018, le groupe d'experts de haut niveau sur la finance durable a recommandé l'introduction d'une norme européenne sur les obligations vertes. Dans son plan d'action sur le financement de la croissance durable [COM(2018) 97, voir [cepPolicyBrief](#)], la Commission a annoncé l'élaboration d'une telle norme. En juin 2019, le groupe d'experts a soumis des [recommandations](#) en vue d'introduire la norme. Dans les années à venir, dans le cadre de NextGenerationEU, la Commission émettra des obligations vertes pour un montant pouvant atteindre 250 milliards d'euros. À cet égard, elle s'appuiera principalement sur la norme de marché de l'ICMA mais souhaite déjà aligner les émissions obligataires « autant que possible » sur l'EuGB.

Procédure législative

Adoption par la Commission	06.07.2021
Adoption par le Parlement européen et le Conseil	non déterminé
Publication au Journal Officiel de l'Union européenne	non déterminé
Entrée en vigueur	non déterminé

Options pour influencer le processus politique

Directions générales :	DG Stabilité financière, Services financiers et Union des marchés de capitaux (compétente)
Commissions du Parlement européen :	Affaires économiques et monétaires (ECON), Rapporteur : Paul Tang (groupe S&D, Pays-Bas)

Mode de prise de décision au Conseil : majorité qualifiée (adoption par 55 % des États membres représentant 65 % de la population de l'UE).

Formalités

Compétence : Art. 114 du TFUE (marché intérieur)
Forme de la compétence législative : compétence partagée (art. 4 (2) TFUE)
Procédure : Art. 294 TFUE (procédure législative ordinaire)

ÉVALUATION

Évaluation de l'impact économique

Selon le groupe d'experts sur la finance durable, le « marché des obligations vertes [...] n'est pas confronté à des dysfonctionnements majeurs » [EU Green Bond Standard, Interim Report, mars 2019, p. 21]. Selon la Commission, l'utilisation des normes existantes pour les obligations vertes, élaborées par le marché, est « répandue » et elles sont « communément acceptées comme fixant une norme » [p. 2]. Il n'est donc pas nécessaire de créer une norme supplémentaire. **L'utilisation de la norme européenne sera au moins volontaire, de sorte que les normes existantes et les futures normes possiblement produites par le marché ne seront pas automatiquement exclues du marché.** Fondamentalement, la concurrence permettant d'obtenir la meilleure norme est donc maintenue et tous les développeurs de normes – y compris la Commission européenne – sont toujours incités à améliorer continuellement leurs normes respectives et à les adapter aux tendances du marché. Cette pression concurrentielle ferait défaut si la norme européenne était obligatoire.

Le fait que, pour la norme européenne, la Commission exige que l'affectation du produit des obligations soit alignée sur la taxonomie, est compréhensible au vu de ses efforts pour développer la taxonomie verte. **Le fait de lier la norme européenne à la taxonomie verte peut éliminer certains risques de responsabilité pour les émetteurs et fournir au marché des indications sur l'utilisation autorisée du produit.**

Cependant, il existe également un risque que la norme européenne ne soit pas pleinement utilisée parce que la taxonomie verte très détaillée ne peut pas reproduire de manière adéquate toutes les idées que les investisseurs se font de la durabilité. C'est ce qui ressort déjà du conflit ouvert sur la classification de l'énergie nucléaire et du gaz naturel, qui reflète des intérêts de politique industrielle. Si la taxonomie verte ne parvient pas à satisfaire les préférences des investisseurs en matière de durabilité, la norme européenne risque d'entraver le marché des obligations vertes au lieu de le soutenir. C'est particulièrement vrai si les normes du marché des obligations vertes, qui fixent leurs propres critères pour l'affectation de produits considérés verts, sont évincées. Ce risque existe sans aucun doute car la Commission vise à faire progressivement de la taxonomie verte le seul point de référence pour la définition des produits financiers durables (voir les [Les Inputs du cep](#)). On peut se demander si les normes du marché pour les obligations vertes, qui se fondent sur leur propre approche en matière de durabilité, pourront y résister à long terme.

Les émetteurs comme les investisseurs devraient pouvoir compter sur le fait qu'une obligation verte ne perdra pas son statut d'EuGB au cours de sa durée de vie, même si des changements interviennent dans la taxonomie verte. Premièrement, une telle perte entraînerait une incertitude juridique et économique et, deuxièmement, cela signifierait que les actifs qui étaient – mais ne sont plus – alignés sur la taxonomie devraient être échangés contre de nouveaux actifs alignés sur la taxonomie. Troisièmement, cela conduirait les émetteurs à se concentrer sur les obligations EuGB à courte échéance. La Commission devrait donc accorder une protection complète des droits acquis, comme elle l'a annoncé dans l'analyse d'impact (p. 28), sans avoir réussi à les ajouter à la proposition de règlement.

Les normes de marché existantes comprennent déjà des exigences de transparence pour les émetteurs. Avec ses exigences en matière de rapports, la Commission européenne a largement et à juste titre suivi cette pratique du marché : elle réduit les asymétries d'information entre les émetteurs et les investisseurs, favorise la transparence et la comparabilité des obligations et, en fin de compte, renforce la confiance du marché dans l'EuGB.

Les règles d'enregistrement et de surveillance proposées pour les examinateurs externes visent à remédier aux lacunes des normes de marché existantes. Elles peuvent en fait renforcer la confiance dans les obligations vertes conformes aux normes de l'UE et dans leurs émetteurs, ainsi que la confiance des investisseurs quant à l'affectation correcte du produit des obligations. Cela peut également réduire les risques de réputation liés à l'écoblanchiment. Dans le même temps, toutefois, ces règles rendront plus coûteuse l'émission d'obligations vertes selon la norme européenne. Il reste à voir si les investisseurs sont prêts à supporter ces coûts supplémentaires au nom d'une plus grande confiance dans les obligations vertes. Il est en tout cas approprié que la Commission se soit abstenue – du moins pour l'instant – de proposer des mesures de soutien public – qui avaient été recommandées par le groupe d'experts – pour compenser les coûts supplémentaires. Cela fausserait, d'une part, la concurrence avec les normes du marché et, d'autre part, imposerait aux contribuables des coûts qui devraient être supportés par les investisseurs privés.

Évaluation juridique

Compétence législative

Le règlement est à juste titre fondé sur l'art. 114 du TFUE.

Subsidiarité

Principe respecté.

Proportionnalité par rapport aux États membres

Principe respecté.

Résumé de l'évaluation

L'utilisation de la norme européenne sera volontaire, de sorte que les normes existantes du marché ne seront pas automatiquement évincées du marché. Le fait de lier la norme européenne à la taxonomie verte peut fournir au marché des indications sur l'utilisation autorisée des produits d'EuGB. Cependant, il existe également un risque que la norme européenne ne soit pas pleinement utilisée car la taxonomie verte ne peut pas reproduire toutes les idées que les investisseurs se font de la durabilité. Les émetteurs comme les investisseurs devraient pouvoir se reposer sur le fait qu'une obligation verte ne perdra pas son statut d'EuGB, même si des modifications sont apportées à la taxonomie verte. La Commission devrait donc accorder une protection complète des droits acquis.