

OCTOBRE 2020

Standard européen des obligations vertes - état des lieux et dernières réactions



Le marché des obligations vertes connaît un rebond après un ralentissement au deuxième trimestre au plus fort de la crise liée à la Covid-19. Au troisième trimestre, les émissions d'obligations vertes se sont élevées à 63,56 milliards de dollars, soit une augmentation de 10% par rapport au troisième trimestre de l'année 2019¹. Les indicateurs pointent vers une confirmation de cette tendance pour l'avenir de sorte que les produits verts et sociaux sont susceptibles de jouer un rôle de plus en plus important dans la création d'une reprise économique durable après la crise².

Nous constatons que les émetteurs souverains européens et les entreprises européennes représentent la majeure partie des émetteurs d'obligations vertes et sociales³ et que l'euro est déjà la principale monnaie utilisée pour l'émission d'obligations vertes dans le monde.

La question de la création d'un standard européen d'obligations vertes se pose donc plus que jamais pour consolider la place de l'Union Européenne (UE) comme plaque tournante mondiale du financement vert.

Contexte du nouveau standard européen

Il n'existe actuellement aucune norme internationale harmonisée pour les obligations vertes. Différentes initiatives ont été développées dans diverses juridictions et régions. A l'international, les principes de l'*International Capital Market Association (ICMA)* sont largement reconnus (voir le diagramme ci-dessous).

Toutefois, il existe encore une grande marge de manœuvre quant à la labellisation des obligations vertes, notamment en ce qui concerne le choix des projets, de la méthode de reporting ainsi que de la méthode de vérification. Comme l'ont fait remarquer certains acteurs du marché, le manque de clarté et de normes dans ces domaines engendre des inquiétudes concernant le "**greenwashing**" — manipulation du message marketing prétendant que les produits sont plus verts que la réalité.

¹ Source : Analyse de l'ICMA à partir de la base de données Environmental Finance (Données recueillies jusqu'au 20.09.2020)

² Le 16 septembre 2020, la présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, a annoncé que 30% des 750 milliards d'euros destinés au budget de l'Union Européenne de la prochaine génération seront levés par le biais d'obligations vertes. Elle a également indiqué que 37% des fonds seront investis dans les objectifs du Green Deal européen. En parallèle, le 7 octobre 2020, la Commission européenne a annoncé qu'elle allait émettre des obligations EU SURE à effet social pour un montant maximal de 100 milliards d'euros.

³ Pour plus d'informations sur les obligations sociales, se référer à notre article : <https://www.shlegal.com/insights/les-obligations-sociales-et-durables-une-arme-pour-lutter-contre-la-pand%C3%A9mie>

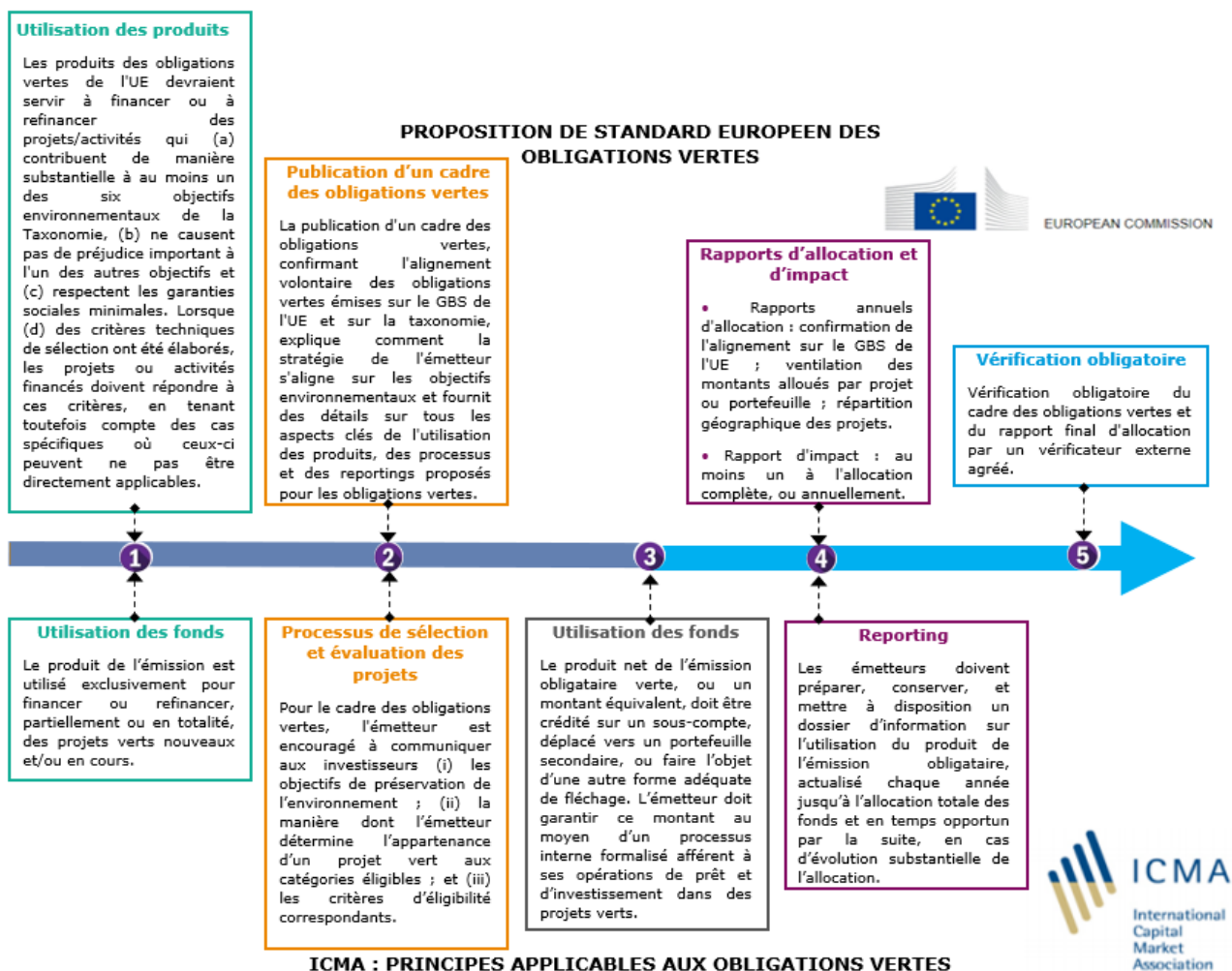
C'est afin de réduire cette incertitude et de soutenir la croissance en renforçant l'efficacité, la transparence, la comparabilité et la crédibilité du marché des obligations vertes que la Commission européenne a publié un plan d'action en mars 2018⁴, dans lequel elle s'engage à élaborer des normes et des labels pour les produits et instruments financiers verts, y compris une norme européenne pour les obligations vertes (**GBS**).

Un groupe d'experts techniques sur le financement durable (**TEG**) a été désigné pour fournir des recommandations sur les meilleures pratiques actuelles du marché, tout en incluant les commentaires des parties prenantes. Les dernières orientations ont été publiées en mars 2020 et contiennent notamment une proposition actualisée du GBS⁵.

Que propose le standard européen d'obligations vertes ?

Les obligations vertes de l'UE pourront se définir comme des obligations, cotées ou non, alignées avec le GBS. Elles pourront être émises par toute entité européenne ou internationale dans n'importe quel secteur d'opérations.

Le GBS reste une norme volontaire proposée aux émetteurs qui souhaitent s'aligner sur les meilleures pratiques du marché. Les propositions du TEG contiennent plusieurs nouveautés par rapport aux normes existantes :



⁴ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP_18_1404

⁵ https://ec.europa.eu/info/files/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en

1. L'alignement avec la taxonomie européenne des projets et activités verts financés

L'utilisation des produits de l'émission sera alignée avec le règlement sur la taxonomie européenne du 18 juin 2020 qui établit un système de classification à l'échelle de l'UE (**Taxonomie**) et fournit aux entreprises et aux investisseurs un langage commun pour déterminer les activités économiques qui peuvent être considérées comme durables sur le plan environnemental⁶.

2. L'harmonisation des standards de reporting

Grâce à la standardisation du cadre des obligations vertes (*Green Bond Framework*), des rapports d'allocation ainsi que des rapports d'impact⁷, les reportings fournis par l'émetteur au marché seront harmonisés en ce qui concerne la stratégie verte, les types de projets, la méthodologie d'évaluation et l'impact.

3. L'harmonisation des standards de certification

Un système de vérificateurs externes officiellement accrédités sera mis en place, d'abord sur une base volontaire fondée sur le marché, et ensuite sous la supervision de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (**ESMA**). La vérification du "*Green Bond Framework*" et du rapport final d'allocation sera obligatoire ; la vérification des rapports d'impact n'est quant à elle pas obligatoire mais encouragée.

Consultation de la Commission Européenne

Une consultation ciblée des parties prenantes sur le GBS et les travaux du TEG s'est déroulée pendant une période de 16 semaines entre le 12 juin et le 2 octobre 2020⁸.

Quelques résultats de la consultation

1. ICMA – 2 Octobre 2020⁹

Les réponses de l'ICMA ont été de loin les plus détaillées parmi celles évoquées dans cet article. La réponse de l'ICMA a sans doute été motivée, dans une large mesure, par le désir de s'assurer du travail accompli dans le prolongement de leurs propres principes applicables aux obligations vertes, plutôt que de voir ces principes compromis par de nouvelles normes européennes. L'ICMA était sans doute aussi soucieuse de s'assurer que le standard soit utilisable par les acteurs des marchés de capitaux internationaux et peut-être même préoccupée par certaines des inefficacités et déceptions qui ont résulté des précédentes interventions de l'UE dans la réglementation des marchés de capitaux. De fait, le Règlement Prospectus, et les modifications potentielles rendues nécessaires par l'introduction du GBS ont occupé une certaine place dans la réponse de l'ICMA à la consultation publique sur la nouvelle stratégie de financement durable qui s'est tenue plus tôt dans l'année. Lors de cette consultation l'ICMA a milité contre la modification de la législation européenne relative aux prospectus pour tenir compte spécifiquement des obligations vertes de l'UE¹⁰.

L'une des principales préoccupations de l'ICMA découlant de la consultation sur le GBS, peut-être en raison de la nature internationale de l'organisation, était que le standard ne devait pas se révéler trop eurocentrique au point de s'écarter trop des normes internationales, et de rendre difficile, voire impossible, la mise en conformité des émetteurs situés en dehors de l'Union.

Par ailleurs, l'ICMA a encouragé une approche pragmatique et globale de l'interprétation du GBS, en tirant parti des normes existantes et des formes de certification internationalement acceptées et équivalentes, du moins au début, pendant que la taxonomie est en cours de développement et d'essai. A l'instar de l'Autorité des Marchés Financiers (**AMF**), l'ICMA soulève une inquiétude sur le fait que si les critères pour le rapport d'impact et la vérification de l'impact sont trop normatifs, cela pourrait simplement avoir pour effet d'ajouter un coût substantiel au

⁶ Les six objectifs environnementaux définis dans la Taxonomie sont les suivants : (i) atténuation du changement climatique, (ii) adaptation au changement climatique, (iii) utilisation durable et protection des ressources hydrologiques et marines, (iv) transition vers une économie circulaire, prévention et recyclage des déchets, (v) prévention et contrôle de la pollution, et (vi) protection des écosystèmes sains.

⁷ Des modèles pour ces trois éléments sont fournis dans la proposition de GBS. Ils devront être publiés sur le site internet de l'émetteur ou sur un autre canal de communication.

⁸ https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-eu-green-bond-standard_en

⁹ <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/EU-GBS-consultationICMA-Final-Response021020.pdf>

¹⁰ <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/ICMA-Responses-to-the-Renewed-Sustainable-Finance-Strategy-Consultation15-July-2020FINAL-160720.pdf>

détriment de la mise en avant des principaux avantages environnementaux du projet, surtout lorsque ce projet est innovant¹¹.

Enfin, l'ICMA a soulevé d'autres points spécifiques :

- Souhait de continuer à laisser aux émetteurs la possibilité de produire le rapport sur les impacts environnementaux après l'allocation définitive et donc, dans de nombreux cas, après l'émission¹² ;
- Difficultés potentielles de vérification du principe consistant à "ne pas causer de préjudice important" pour les petits projets, même si la conformité peut être vérifiée au niveau de l'entreprise, surtout lorsque les lignes directrices sont encore en cours d'élaboration ; et
- Recommandation selon laquelle les obligations sociales devraient être traitées séparément dans le cadre d'un processus de consultation différent.

2. ESMA – 23 Septembre 2020¹³

Les réactions de l'ESMA ont été beaucoup plus concises et se sont appuyées sur sa réponse à la consultation publique sur la nouvelle stratégie de financement durable fournie plus tôt dans l'année¹⁴. L'ESMA a elle aussi accueilli favorablement la création d'une norme solide pour les obligations vertes.

Tant lors de cette consultation que lors de la précédente consultation publique sur la nouvelle stratégie européenne de financement durable, l'ESMA a mis l'accent sur le processus d'évaluation. En tant qu'organisme européen des marchés de capitaux, l'ESMA souhaite encourager la création d'un régime centralisé d'enregistrement et de contrôle des vérificateurs externes au niveau européen et devenir l'organe de surveillance. Elle fait valoir qu'une structure de surveillance européenne bénéficiera d'économies d'échelle, sera garant de la cohérence, permettra de réaliser des économies de coûts tant pour les utilisateurs du GBS que pour les vérificateurs

externes, et évitera la fragmentation du marché en termes de réglementation et de surveillance. En outre, l'ESMA pourrait déjà tirer parti de son expérience en matière de supervision des autorités locales compétentes, compte tenu des similitudes d'activités et d'acteurs.

3. AMF – 9 Octobre 2020¹⁵

Les sociétés françaises et les émetteurs souverains français ont pris une telle part lors des récentes émissions d'obligations vertes et durables que le point de vue de l'AMF a désormais un certain poids.

L'AMF accueille positivement le projet de GBS et estime que son contenu répond à ses attentes en termes de transparence et de reporting. Elle reste cependant vigilante sur l'utilisation des mesures liées à la Taxonomie européenne à court terme. En effet l'AMF préconise d'attendre la finalisation des critères techniques de la taxonomie.

L'AMF s'est alignée avec l'ESMA et le TEG dans leur volonté de soutenir la mise en place d'un régime européen d'accréditation et de supervision par l'ESMA des organismes vérificateurs d'obligations vertes. Toutefois, l'AMF ne soutient pas entièrement la proposition du TEG et suggère d'aligner l'entrée en vigueur du standard européen des obligations vertes avec celle du régime d'accréditation des vérificateurs.

Sur la question de savoir si les émetteurs ou les projets de pays tiers devraient ou non bénéficier d'un régime plus flexible et de dérogations au GBS, l'AMF préconise ici la rigueur et la conformité. Sur des tons qui rappellent les discussions paneuropéennes sur le brexit, elle souligne que l'adhésion au GBS est volontaire - personne n'est forcé d'y adhérer — mais une fois qu'ils l'ont fait, tous les émetteurs doivent respecter les mêmes règles pour garantir un pied d'égalité.

Un point spécifique et important, qui a également été traité par l'ICMA, est de savoir à quel moment l'éligibilité doit être testée : au début de la vie des obligations uniquement, ou régulièrement par la suite. Le dépistage au début de la vie de l'obligation

¹¹ L'AMF a suggéré qu'une marge d'erreur pourrait être laissée pour qu'une petite partie des produits soit constituée de projets innovants non encore classés par la Taxonomie.

¹² De nombreux émetteurs d'obligations vertes utilisent le produit de l'émission pour financer et refinancer un portefeuille de projets verts, ce qui permet un décaissement immédiat. Exiger un rapport d'impact avant l'allocation et donc avant l'émission retarderait ce processus et le rendrait moins efficace.

¹³ <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-responds-eu-green-bond-standard-consultation>

¹⁴ <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-responds-european-commission-consultation-renewed-sustainable-finance>

¹⁵ <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/lamf-repond-la-consultation-publique-europeenne-sur-le-nouveau-standard-europeen-pour-les>

uniquement est recommandé par l'AMF afin d'éviter la confusion sur le marché et ou un éventuel risque pour la réputation découlant de la perte d'un label vert si les critères changent par la suite¹⁶.

Sur la question des autres types de financement durable, l'AMF s'aligne globalement sur les propositions de l'ICMA : laisser le marché obligataire social et hybride "durable"¹⁷ se stabiliser en premier, puis consulter et mettre en place les normes européennes appropriées.

Quelle est la prochaine étape ?

Sur la base des résultats de ces deux consultations, ainsi que des dialogues bilatéraux en cours avec les parties prenantes, la Commission devrait prendre, avant la fin de l'année, une décision sur la question de savoir si une approche législative sera suivie et quelle forme devrait prendre la version finale du GBS.

Get in touch



Jeremy Grant

Associé – Marchés de capitaux
T: +44 207 329 4422 (London)
T: +33 1 44 15 82 69 (Paris)
E: jeremy.grant@shlegal.com



Cloé Nguyen

Collaboratrice – Marchés de capitaux
T: +33 1 44 15 81 99
E: cloe.nguyen@shlegal.com

Stephenson Harwood est un cabinet d'avocats international, ambitieux et en croissance, fort de plus de 180 associés et 1 200 professionnels à travers 9 bureaux dans le monde. Le cabinet parisien, composé de plus de 30 avocats dont 10 associés, offre à ses clients français et internationaux un accompagnement juridique et fiscal combinant l'excellence technique à une approche résolument pragmatique.

Les avocats du cabinet partagent une vision entrepreneuriale et innovante du métier. Grâce à leur expertise et leur connaissance approfondie du marché, ils adoptent pour chaque dossier une vision facilitatrice et tournée vers la création de valeur. Les synergies avec les autres bureaux du réseau offrent les avantages d'un cabinet international tout en maintenant l'agilité et la flexibilité d'un bureau parisien proche de ses clients.

¹⁶ Pour sa part, l'ICMA a suggéré que les obligations vertes ayant une longue maturité soient à nouveau testées pour leur éligibilité après dix ans.

¹⁷ C'est-à-dire lorsque les produits sont utilisés pour des projets verts et pour des projets sociaux.