

Mobiliser les investisseurs en faveur du développement durable : l'exemple européen des marchés obligataires verts, sociaux et durables

Par Cyril ROUSSEAU

Directeur général des finances de la Banque européenne d'investissement (BEI)

Et Tomomitsu Victor MARUTA

Officier associé pour la finance durable à la BEI

Lancées par la Banque européenne d'investissement (BEI) en 2007, les obligations vertes sont émises aujourd'hui dans le monde entier, à hauteur d'environ 600 milliards d'euros par an aujourd'hui. L'essor du marché s'est accompagné d'une évolution de la gouvernance, allant de l'auto-régulation vers l'instauration de cadres réglementaires officiels. Celui de l'Union européenne est le plus ambitieux avec la classification de la finance durable la plus avancée (« la taxinomie européenne »). Cette classification doit contribuer à la transparence et au bon fonctionnement du marché, et favoriser le développement de l'union des marchés de capitaux. Toutefois, la difficulté d'application de la taxinomie risque de mener à l'inaction. La Commission européenne et la plateforme européenne sur la finance durable encouragent donc une approche proactive et graduelle. En tant que banque européenne du climat, la BEI s'efforce d'être un fer de lance de la mise en œuvre graduelle des normes européennes pour la finance durable.

Les marchés obligataires verts, sociaux et durables : entre essor mondial et mutations de gouvernance

Lancées par la BEI en 2007, les obligations vertes sont émises aujourd'hui dans le monde entier

La décarbonation de l'économie requiert de canaliser davantage d'investissements publics et privés vers des projets clairement définis. L'idée des obligations vertes, sociales et durables, qui a émergé au début du siècle et, dans le cas du financement d'actifs verts, s'est matérialisée lorsque la BEI (Banque européenne d'investissement) a émis en 2007 la première obligation verte, est d'établir, au travers de l'ensemble des activités d'une entreprise, d'une institution, d'un État, un fléchage clair et transparent des montants levés par ces obligations et des activités spécifiques, sans pour autant (à la différence par exemple d'une structure de financement de projet) exposer l'investisseur à un risque spécifique à ces activités. Ces produits

permettent donc à l'investisseur obligataire de valoriser sa contribution à des activités sans pour autant s'écarter du profil de risque habituel de ses investissements, ce qui a facilité le développement rapide de ce marché. Ces obligations impliquent avant tout une exigence de clarté à des fins durables, et le marché obligataire devient ainsi de plus en plus important pour apprécier le fléchage des capitaux vers le développement durable de l'économie. Contrairement aux obligations à usage général, ces obligations lèvent des fonds pour une utilisation spécifique : environnementale (« obligations vertes »), sociale (« obligations sociales »), ou environnementale et sociale (« obligations durables »).

Le montant annuel des émissions d'obligations vertes, sociales et durables voisine désormais le billion (mille milliards) d'euros. Cette innovation financière permet de mobiliser la communauté des investisseurs et des banques pour contribuer à relever les défis liés au changement climatique et au développement durable. Le rôle pionnier joué par la BEI reflète celui des acteurs européens en général, et l'Europe demeure la principale région d'émission des obligations thématiques.

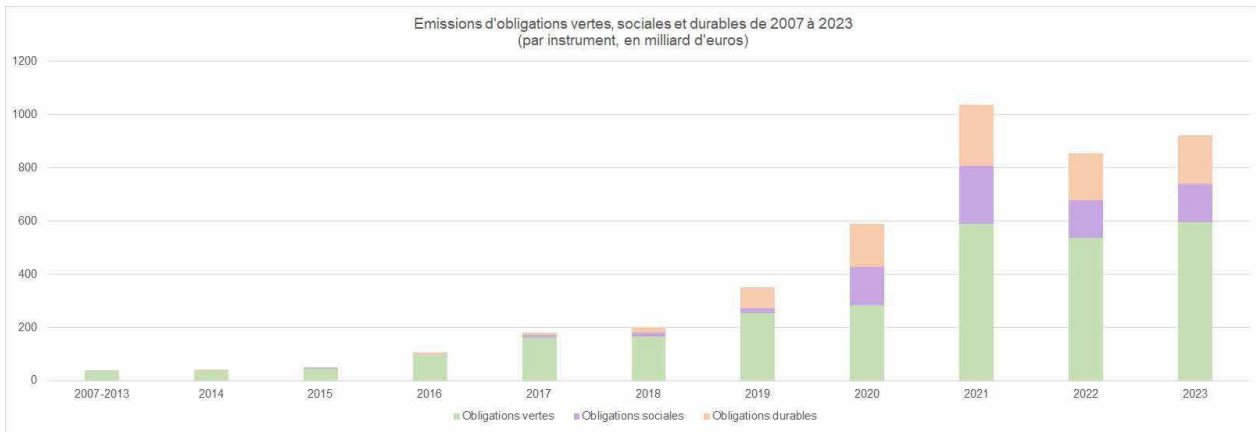


Figure 1 : Évolution des émissions d'obligations vertes, sociales et durables de 2007 à 2023, par instrument, en milliard d'euros (Source : Bloomberg New Energy Finance, données à fin 2023).

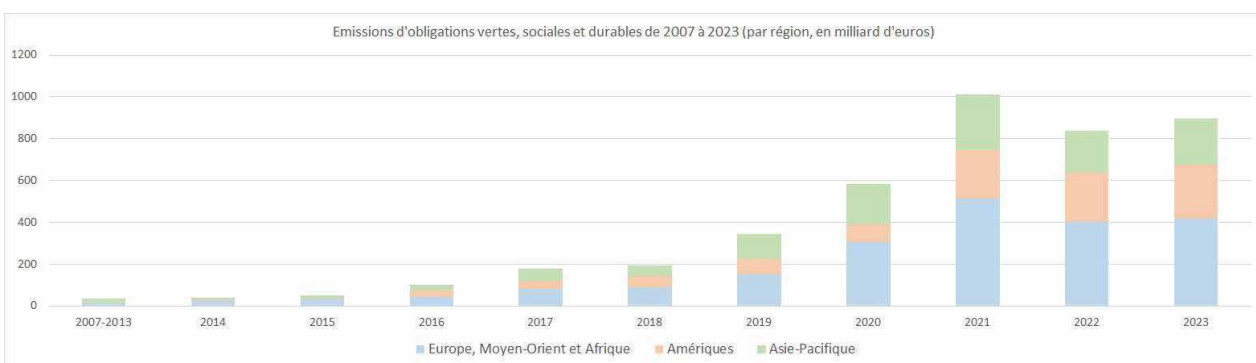


Figure 2 : Évolution des émissions d'obligations vertes, sociales et durables de 2007 à aujourd'hui, par région, en milliard d'euros, (Source : Bloomberg New Energy Finance, données au 31 mai 2024).

L'évolution du marché obligataire vert : de l'autonomie à l'intervention des régulateurs

L'analyse comparative est un élément clé de la concurrence, du fonctionnement et du développement de tout marché, y compris le marché des obligations vertes, sociales et durables. Sans règles communes permettant de comparer ces obligations, le marché peinait à pleinement se développer.

Le marché obligataire vert peut être pris comme exemple. L'absence de conditions de concurrence équitable a conduit les acteurs du marché à coopérer pour remédier au manque de clarté dans ses différentes composantes : transparence, responsabilité, comparabilité et fiabilité.

Ce processus d'autorégulation s'est traduit par l'adoption en janvier 2014 des règles fondamentales de transparence et de responsabilité promues par les « Principes des obligations vertes », association coordonnée par l'Association internationale des marchés de capitaux (en anglais ICMA), et par l'accord de onze institutions financières internationales coordonné par la BEI sur une harmonisation des rapports d'impact des obligations vertes en décembre 2015.

La comparabilité accrue des obligations vertes a attiré l'attention des décideurs politiques sur l'absence de

consensus quant à la définition et la mesure d'impact des activités économiques. Fin 2015, l'Accord de Paris plaidait en faveur de la transparence, de la responsabilité et de la conformité, et la Chine lançait le premier catalogue officiel de projets soutenus par les obligations vertes.

En septembre 2016, l'Union européenne (UE) a annoncé son plan de réforme de la finance durable dans le contexte de mesures visant à favoriser l'Union des marchés de capitaux (UMC), et, dans le même temps, le G20 qualifiait le manque de clarté de défi majeur de la finance verte¹. Le pilier de la réforme de l'UE a été la législation établissant un ensemble unique de critères dans une taxinomie pour l'évaluation uniforme des activités économiques vertes dans l'ensemble des juridictions de l'UE et tout au long de la chaîne d'investissement. Cette approche alimente des initiatives analogues en dehors de l'UE, et constitue une référence solide pour la coopération internationale, l'Europe figurant à la tête des marchés obligataires verts (cf. Figure 2 ci-dessus).

¹ Groupe d'étude de la finance verte du G20, « Rapport de synthèse du G20 sur la finance verte », 5 septembre 2016, https://g20sfwg.org/wp-content/uploads/2021/07/2016_Synthesis_Report_Full_EN.pdf

L'importance du règlement de l'UE sur les obligations vertes

En novembre 2023, le Parlement et le Conseil de l'UE ont adopté le règlement sur les obligations vertes européennes et la publication facultative d'informations pour les obligations commercialisées en tant qu'obligations durables sur le plan environnemental et pour les obligations liées à la durabilité (« règlement sur les obligations vertes »).

Ce règlement requiert l'alignement de l'utilisation des fonds sur la taxinomie européenne. Applicable sur une base volontaire à partir du 21 décembre 2024, ce règlement est à la fois flexible et exigeant. Les émetteurs ont le choix de suivre ce règlement ou non ou bien en partie, ce qui leur permet de démontrer leur alignement graduel ou complet sur la taxinomie.

Combinées, la taxinomie et le règlement sur les obligations vertes favorisent la classification uniforme et fiable des activités économiques durables au sein du marché intérieur de l'UE, favorisant la diffusion d'informations standardisées qui peuvent être comparées par les investisseurs. Une telle classification est une condition essentielle à une concurrence loyale ; à l'efficacité des investissements au sein d'une Union des marchés de capitaux en cours de développement ; aux côtés des autres initiatives réglementaires (à l'instar du ratio d'actifs verts mais aussi d'indicateurs concernant l'alignement des dépenses d'investissement en capital et des dépenses d'exploitation) incitant au développement de la finance durable, elle favorise la production de données qui permettront non seulement de guider les décisions des investisseurs, mais aussi d'éclairer la recherche sur les politiques environnementales et l'analyse de leur mise en œuvre. Elles pourraient aussi, *in fine*, contribuer à une tarification efficace des alternatives d'investissements par des signaux-prix en faveur des actifs verts bien que l'expérience accumulée (avec des écarts de prix très faibles par rapport aux obligations classiques) montre qu'ils demeurent de second ordre par rapport à ceux résultant des politiques publiques indispensables, telles la tarification de prix du carbone cohérents avec les objectifs de la transition.

Une approche pragmatique de la taxinomie par le marché des obligations vertes

Appliquer la taxinomie : un défi qui appelle à la précision mais pas à l'inaction

Outre l'exigence et la complexité de certains critères techniques ainsi que l'absence de certaines données, la capacité des émetteurs à collecter les données requises par la taxinomie peut être limitée par la nature de leurs opérations, par exemple pour les États : les programmes budgétaires, ou pour les intermédiaires financiers : les prêts dont l'usage n'est pas spécifié *ex ante*, ou encore les prêts intermédiés. Par ailleurs, des différences persistent entre les critères de l'UE et les critères nationaux. Enfin, il n'existe pas encore de

pratiques de marché officiellement validées et de procédures d'audit standardisées.

Si la prudence est de mise, certains peuvent être tentés par la passivité. L'incapacité des émetteurs à fournir immédiatement l'intégralité des informations nécessaires pour démontrer sans ambiguïté un alignement complet sur la taxinomie risque de les dissuader de soutenir activement la transition.

Certains peuvent redouter qu'une application imparfaite de la taxinomie soit suivie d'accusations d'écoblanchiment. Cette crainte de critiques augmente exponentiellement lorsque la collecte de données va au-delà du périmètre des obligations vertes, et s'étend à l'ensemble des activités de l'émetteur.

Une perspective positive est nécessaire pour dissiper les craintes. Il s'agit de mettre l'accent sur la valeur instrumentale de la taxinomie pour une transition pragmatique du marché. Les investisseurs gagnent à être informés du soutien apporté par les émetteurs à la transformation de l'économie dans son ensemble, et non pas uniquement des activités pleinement alignées sur la taxinomie. Les émetteurs sont encouragés à considérer le règlement sur les obligations vertes comme une opportunité commerciale et une source d'avantage compétitif. À cette fin, il est nécessaire de préciser que :

- la classification des investissements selon la taxinomie peut s'appliquer indépendamment de la sélection des investissements pour l'affectation de fonds levés par les obligations vertes : la première n'exerce aucune contrainte sur la seconde et vise plutôt à identifier le point de départ de l'alignement graduel de la seconde ;
- en mettant en valeur l'alignement progressif, l'on peut faciliter l'obtention de premiers résultats positifs qui peuvent être communiqués aux investisseurs ; et ces derniers peuvent encourager les émetteurs à continuer à aller de l'avant dans cette tâche délicate.

Une stratégie d'alignement progressif sur la taxinomie et le règlement sur les obligations vertes peut devenir un instrument d'amélioration continue de la durabilité pour toutes les activités de l'émetteur, y compris celles respectant uniquement le principe d'innocuité.

Un tournant bénéfique pour le développement du marché : les récents encouragements des instances en faveur d'une approche proactive et graduelle

Les autorités de régulation et de surveillance souhaitent voir le marché entreprendre volontairement des stratégies d'alignement progressif, tout en réaffirmant légitimement qu'aucun alignement complet ne peut être revendiqué tant que toutes les conditions ne sont pas remplies.

Le 21 décembre 2023, en parallèle de l'entrée en vigueur du règlement sur les obligations vertes, la Commission

a déclaré² : « [...] en l'absence de données suffisantes et d'éléments de preuve adéquats, les entreprises financières sont encouragées à publier volontairement [...] toute information relative à un alignement partiel de leurs expositions sur la taxinomie de l'UE (c'est-à-dire lorsque seuls certains critères de la taxinomie sont remplis ou s'avèrent remplis) ».

La Commission est conseillée par une plateforme européenne sur la finance durable, composée d'acteurs du marché et de la société civile et d'institutions européennes. En janvier, cette plateforme a publié son rapport sur le recueil des pratiques de marché³. Ce rapport fournit des recommandations aux émetteurs d'obligations vertes du secteur public, fondées sur une analyse détaillée du marché. Celle-ci repose sur l'étude de données publiques et un dialogue avec des émetteurs représentant plus de 90 % des obligations vertes émises par des émetteurs du secteur public établis dans l'UE, et plus de 40 % des obligations vertes émises par l'ensemble des émetteurs établis dans l'UE⁴.

Les principales conclusions^{5,6} sont :

- la reconnaissance de la valeur de la taxinomie pour le marché – son usage est de plus en plus attendu et demandé par les investisseurs ;
- l'alignement graduel des émetteurs d'obligations vertes sur la taxinomie en combinant : une analyse plutôt détaillée concernant la contribution substantielle, et une évaluation plus générale concernant l'innocuité et les garanties minimales.

Conformément à l'article 26 du règlement sur la taxinomie, cela souligne que l'établissement de la taxinomie est un processus qui tient compte de l'expérience réelle des praticiens du marché recueillie par la plateforme.

² COMMISSION EUROPÉENNE, « Projet de communication sur l'interprétation et la mise en œuvre de certaines dispositions juridiques de l'acte délégué sur la publication d'informations au titre de l'article 8 du règlement sur la taxinomie de l'UE concernant la déclaration des activités et actifs économiques éligibles à la taxinomie et alignés sur la taxinomie », décembre 2023, https://ec.europa.eu/finance/docs/law/231221-draft-commission-notice-eu-taxonomy-reporting-financials_en.pdf

³ PLATEFORME EUROPÉENNE SUR LA FINANCE DURABLE, « Recueil de pratiques du marché – comment la taxinomie européenne et le cadre de la finance durable aident la transition des acteurs financiers et non financier vers le net zéro », janvier 2024, https://finance.ec.europa.eu/document/download/ff44591e-9d83-4027-a079-f3fe23bbaf41_en?filename=240129-sf-platform-report-market-practices-compendium-report_en.pdf

⁴ Cf. pages 175-222 de l'annexe du rapport de la plateforme précédemment mentionné, https://finance.ec.europa.eu/document/download/19dde02d-591c-4ad3-9afc-bd3f372857d4_en?filename=240129-sf-platform-report-market-practices-compendium-annex_en.pdf

⁵ Cf. résumé aux pages 176-179 de l'annexe du rapport de la plateforme, https://finance.ec.europa.eu/document/download/19dde02d-591c-4ad3-9afc-bd3f372857d4_en?filename=240129-sf-platform-report-market-practices-compendium-annex_en.pdf

⁶ Cf. commentaires d'experts partagés lors d'un webinar diffusé par la Commission et la plateforme le 6 février, <https://webcast.ec.europa.eu/webinar-on-the-compendium-of-market-practices-platform-on-sustainable-finance-24-02-06>

Le rôle de la BEI en appui au développement des normes européennes sur la finance durable

Dès leur création, les obligations vertes de la BEI ont eu pour objectifs la reddition de compte des décaissements de prêts en faveur de projets éligibles, et la définition précise des projets éligibles. La taxinomie sert de manière significative ce double objectif. C'est la raison pour laquelle la BEI a adapté en septembre 2018 la documentation relative à ses obligations pour le climat ("*climate awareness bonds*", qui se concentrent sur la lutte contre le changement climatique) et ses autres obligations pour le développement durable ("*sustainability awareness bonds*", qui se concentrent sur les autres objectifs environnementaux et sociaux) en fonction de l'évolution de la législation de l'UE sur la finance durable. Dans ce cadre, la BEI fit référence à la taxinomie alors qu'elle n'était qu'une proposition en cours de discussion.

L'objectif d'un alignement progressif sur le règlement européen sur les obligations vertes a été formalisé par la BEI en novembre 2020 dans sa feuille de route de banque du climat pour la période 2021-2025. Grâce à cet alignement progressif, la BEI a élargi le périmètre de l'utilisation des fonds levés par ses obligations climat et durables.

Cet élargissement du périmètre a permis la croissance du volume des émissions. Au sein de la communauté des banques multilatérales, à fin mai 2024, la BEI est la première émettrice d'obligations vertes et durables avec plus de 93 milliards d'euros émis depuis 2007.

Depuis 2020, la BEI a révisé ses critères d'éligibilité afin d'aligner progressivement l'utilisation des fonds levés par ses obligations pour le climat sur les critères d'examen technique relatifs à la contribution substantielle à l'atténuation du changement climatique, prévus par l'acte délégué sur le climat. En 2022, pour toutes les activités éligibles à la taxinomie, la réalisation de cet objectif fut confirmée par un audit externe avec le plus haut niveau d'assurance du marché⁷. C'est en établissant des faits pouvant être audités que l'on peut progresser dans l'alignement. Concernant l'innocuité et les garanties minimales, la BEI a fourni une estimation auditée de son alignement, grâce à une analyse comparative de ses standards environnementaux et sociaux et des dispositions pertinentes du règlement sur la taxinomie, garantissant ainsi un alignement sur la logique de la taxinomie. Ces étapes permettent désormais une analyse plus concrète de l'alignement des projets sur les critères techniques liés au principe d'innocuité et sur les garanties minimales, en dialogue avec les clients, la plateforme et les auditeurs. Cette expérience peut aussi bénéficier à des clients par le biais d'activités de conseil.

⁷ BANQUE EUROPÉENNE D'INVESTISSEMENT, "2022 Climate Awareness Bond Framework", <https://www.eib.org/attachments/finance/eib-cab-framework-2022.pdf>

Périmètre actuel des obligations climat et durables de la BEI

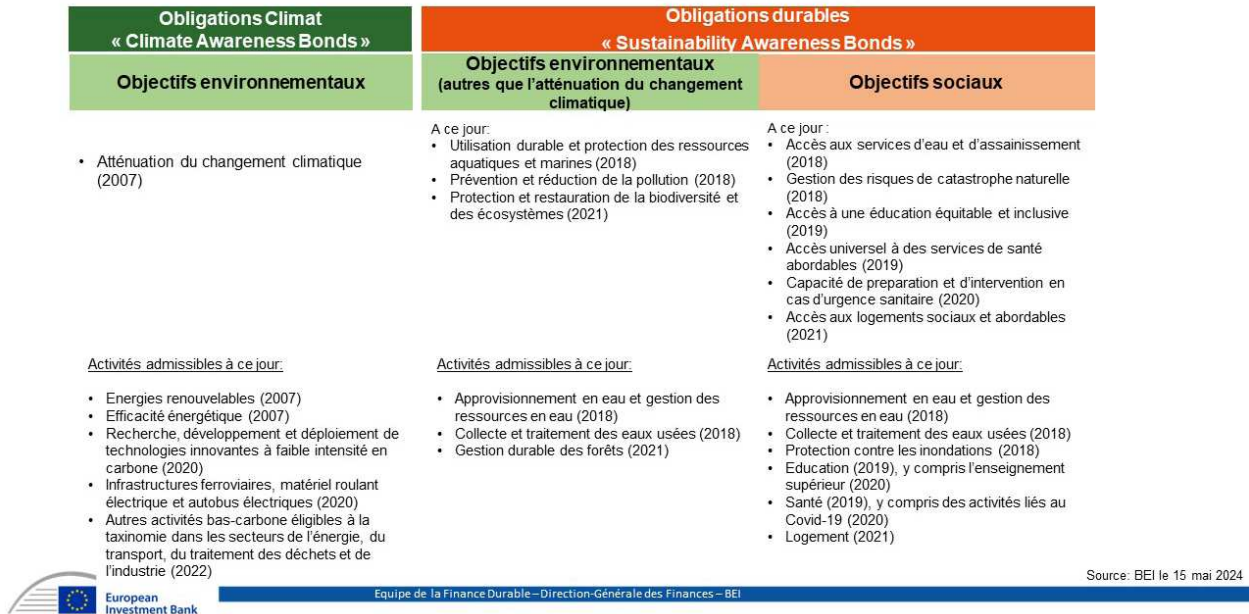
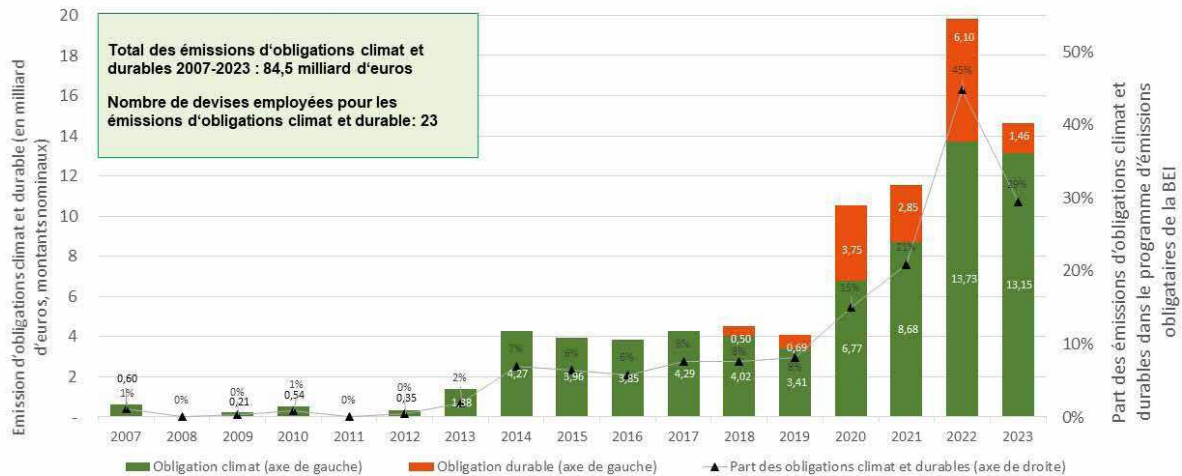


Figure 3 : Périmètre actuel des obligations climat et durables de la BEI (Source : BEI, mai 2024).

La stratégie d'alignement graduel avec la taxinomie et le règlement européen sur les obligations vertes sont les moteurs de la croissance des émissions obligataires climat et durables de la BEI



Source: BEI, 15 mai 2024

Figure 4 : Évolution des émissions d'obligations climat et durables de la BEI, en milliards d'euros, et en part du programme d'émissions obligataires de la BEI (Source : BEI, fin 2023).

Conclusion

En conclusion, le développement du marché obligataire vert démontre la complémentarité des marchés et des régulateurs pour la mobilisation des investisseurs en faveur du développement durable. Dans son rôle hybride de banque et d'institution européenne, la BEI soutient pleinement les récentes positions de la Commission et de la plateforme en faveur d'une approche proactive concernant la taxinomie. En tant

que banque européenne du climat, la BEI réalise désormais plus de la moitié de ses investissements sur des activités vertes, et s'est engagée à soutenir la mobilisation de 1 000 milliards d'euros d'investissements verts au cours de la décennie 2021-2030. L'ambition de la BEI est de faire avancer la finance durable en déployant avec pragmatisme l'éventail de ses activités bancaires et institutionnelles : émission obligataire, prêt, conseil, et contribution à la révision de la taxinomie *via* la plateforme européenne sur la finance durable.