

Green Bonds, Green Loans, comment la réglementation peut-elle stimuler la finance verte ?

La taxonomie comme pilier du développement de la finance durable

Charlotte Gardes - Deputy Head of Unit, Sustainable Finance & ESG Expert, Direction Générale du Trésor

La taxonomie européenne des activités durables constitue la colonne vertébrale du Plan d'action pour la finance durable. L'objectif poursuivi est de verdir le système financier, ce qui passe par plusieurs actions. La création d'un langage commun pour tous acteurs est la première d'entre elles, mais cela doit également s'accompagner d'une standardisation des critères de labellisation des produits financiers et d'une mise à disposition par les entreprises d'une information pertinente et comparable. Il faut, de plus, supprimer les obstacles qui demeurent pour la mise en œuvre d'un « Green deal », au cœur de la relance européenne.

Le règlement « Taxonomie » a été publié au JOUE en juin dernier et ne doit pas être confondu avec le rapport publié par le TEG (Technical Expert Group) en mars. Ce dernier a fourni une première base de classification et de travail, qui est désormais transmise à la « Plateforme ».

La classification retenue diffère de celle qui a pu être utilisée par d'autres organismes privés. La taxonomie vise en effet la neutralité carbone à horizon 2050. Pour cela, il faut une réduction substantielle des gaz à effet de serre mais aussi renforcer les puits de carbone vivants, c'est-à-dire les sols, océans, forêts, qui stockent le carbone. La taxonomie se décline autour de 6 objectifs :

- L'atténuation du changement climatique
- L'adaptation au changement climatique
- La transition vers une économie circulaire
- La protection des ressources marines et halieutiques
- La prévention de la pollution de l'air, de l'eau et des sols
- La protection et la préservation des écosystèmes et de la biodiversité

Une activité économique est supposée être alignée sur la taxonomie si elle contribue substantiellement à pouvoir réduire les émissions de gaz à effet de serre, mais ne doit pas porter une atteinte significative à ces autres objectifs environnementaux, selon le principe nommé en anglais « Do no significant harm », ou DNSH.

Les activités tomberont dans l'une des trois catégories suivantes : bas carbone ; qui contribue à la transition ; qui rend possible la transition. Il est important de noter que les analyses seront faites en cycle de vie, donc incluant la production comme le démantèlement, et que les combustibles fossiles solides seront exclus de la production électrique. Le principe de neutralité technologique a également été retenu et les impacts des activités seront mesurés tant à court terme qu'à long terme.

Il s'agit d'un travail très ambitieux et complexe. Les critères d'atténuation et d'adaptation seront adoptés d'ici la fin de l'année et entreront en application d'ici fin 2021, tandis que les autres critères environnementaux seront adoptés d'ici fin 2021, pour une entrée en vigueur d'ici fin 2022.

L'objectif est également d'encourager la transparence des acteurs de marché dans leur utilisation de la taxonomie. Ils ne seront pas obligés d'y recourir mais devront publier l'alignement de leurs investissements sur la taxonomie. Les participants de marchés financiers et les entreprises en auront des utilisations différentes selon la nature des produits concernés, selon qu'il s'agisse de produits dont l'objectif d'investissement est durable, de produits aux caractéristiques ESG ou de produits dits « mainstream ». Les modalités de publication seront précisées par acte délégué d'ici le 1er juin 2021.

Pour qu'un screening soit possible, cela implique que les acteurs aient accès à une information pertinente de la part des entreprises soumises à une obligation de publication de données extra-financières.

La taxonomie fera l'objet d'une révision deux ans après son entrée en vigueur, puis tous les 3 ans. La possibilité de faire une taxonomie brune, ou sociale, sera envisagée d'ici la fin 2021.

Cette taxonomie fixe donc les activités déjà bas carbone mais également celles rendant possible la transition. La DG Trésor travaille tout particulièrement sur la possibilité pour cette taxonomie de fixer des trajectoires de décarbonation dans tous les secteurs de l'économie, sauf le secteur énergétique. Cela nous apparaît comme l'une des manières les plus efficaces de pouvoir rattacher la taxonomie à des produits financiers qui pourront permettre l'accompagnement des entreprises dans la transition et d'inciter des acteurs de l'économie à poursuivre des objectifs de décarbonation, selon divers horizons de temps. Cela rendrait également possible la détermination de seuils pour des trajectoires liées à une taxonomie brune.

En partenariat avec l'ADEME, la DG Trésor a également mené une consultation extensive auprès d'un très grand nombre d'entreprises et d'acteurs de marché, pour comprendre les défis que posent la structuration de la taxonomie et son utilisation. L'objectif est d'en faire un langage commun, pas seulement celui de la finance durable, mais celui du verdissement de l'ensemble du système financier.

Panorama des produits de financement durable et lien avec la réglementation

Brice Javaux - Senior Manager, Développement Durable / RSE, KPMG France

La taxonomie est un enjeu très fort pour tous les acteurs et permet de réunir autour de la table de multiples interlocuteurs, comme les directions des relations investisseurs, de la RSE, de la communication financière...

En un an, nous avons observé une multiplication du nombre de supports financiers autour de la thématique du développement durable, avec des obligations, des lignes de crédit, des convertibles. Cela soulève un point d'attention : la trop forte financiarisation de ces produits pourrait contrevenir à leurs objectifs sociaux et environnementaux. Ce marché est encore largement européen – France en tête d'ailleurs - tant en nombre d'émissions qu'en nombre d'émetteurs et d'acteurs impliqués. La variété est importante au sein des émetteurs, qui sont aussi bien des souverains que des bailleurs de fonds, des banques ou des acteurs corporate.

Les green bonds ne représentent plus les seuls produits de financement durable. Ceux-ci se déclinent en fonction des besoins des émetteurs et de leur politique financière et RSE. Les acteurs ont notamment à leur disposition des Sustainable Linked Bonds et des Sustainable Linked Loans qui réunissent plusieurs types de sous-jacents.

Les $\frac{3}{4}$ des émissions demeurent cependant des green bonds, environ 15 % sont des social bonds et le reste de ce marché est occupé par des sustainable bonds. Pour les émetteurs, au-delà du financement de leurs projets verts, les avantages de ces outils sont multiples. Cela permet de diversifier leur base d'investisseurs et d'intéresser de nouveaux profils, d'améliorer leur réputation et de proposer un « greenium » attrayant pour les investisseurs.

Les investisseurs sont également intéressés par les Sustainable Linked Loans, qui rassurent par rapport à des émissions dédiées au financement de projets strictement verts. Ces crédits représentent des moyens de financement alternatifs par rapport à des crédits classiques. Des indicateurs extra-financiers sont utilisés pour faire varier le taux d'intérêt de la ligne de crédit. Celui-ci est révisé chaque année, en fonction de la performance des indicateurs ESG de l'entreprise.

Le marché des Sustainable Linked Bonds (SLB) se structure depuis la première émission d'Enel, l'ICMA ayant publié des Sustainable Linked Bond Principles en juin 2020. Les SLB sont des obligations assorties de structures de coupons liées à certains objectifs de performance en matière de développement durable. Il n'y a pas de fléchage des fonds et le coût de financement peut être majoré si un objectif de performance durable n'est pas atteint. La BCE a récemment annoncé qu'elle accepterait ces SLB comme collatéraux. Cela devrait faire passer le marché de 5 Mds€ à 200 ou 300 Mds€ en quelques années. Plus largement, cette tendance devrait favoriser les produits financiers qui soutiennent les projets de transition écologique et de neutralité carbone.

Les Euro PP à impact constituent, quant à eux, des opérations de financement à moyen ou long terme, entre une entreprise et un nombre limité d'investisseurs professionnels. Ils reposent sur une documentation ad hoc. Le taux d'intérêt varie là encore en fonction de l'atteinte d'objectifs définis avec les investisseurs.

Le nombre d'outils disponibles en matière de financement durable est donc en progression. Toutefois, pour que ce marché se développe, il demeure un certain nombre de challenges à adresser.

La question de l'alignement des projets à financer avec la taxonomie européenne va se poser. Aucun émetteur n'a encore lancé d'émission présentée comme alignée sur cette taxonomie. Afin de capter toutes les opportunités que les émetteurs voudraient financer, il faudrait donc élargir cette taxonomie au niveau social, brun ou encore en transition. Une harmonisation dans la qualification des projets, de leur trajectoire et de leur ambition va également s'avérer nécessaire.

L'écosystème des SPO, des tiers vérificateurs et des data providers, doit être regardé avec soin, en veillant à éviter une « anglo-saxonnisation » des agences. Enfin, l'appétence croissante pour les produits de financement durable implique une financiarisation de ce marché, mais qui ne doit pas nuire aux objectifs premiers de durabilité. Des garde-fous seront sans doute nécessaires de la part des régulateurs.

Le développement du marché des obligations vertes : le point de vue du régulateur

Julien Laroche - Directeur du pôle Banque, assurance et obligataire, Direction des émetteurs, AMF

La France est la deuxième place mondiale en matière d'émission de green bonds. Il faut à la fois cadrer ce marché et préserver la compétitivité de la France et de l'Europe, grâce à une flexibilité opérationnelle.

Les green bonds sont un « bond » classique, mais l'allocation des fonds devient un élément déterminant. Or il n'existe pas de définition juridique de ce qu'est un projet vert. Cette utilisation est subjective. Pour allier ces deux aspects, l'exigence de transparence est donc élevée.

Cette transparence est aujourd'hui bien observée par les émetteurs. Il existe plusieurs points d'attention qui chacun ont trouvé une réponse adaptée.

La description des projets éligibles se traduit par un Green Bond Framework ; le confort sur la caractéristique est apporté par l'intervention d'une seconde opinion ; le suivi sur l'allocation des fonds fait l'objet d'un reporting ; une vérification indépendante de cette allocation est faite par une tierce partie. Les standards de place sont satisfaisants.

En tant que régulateur, nous n'obligeons pas mais incitons les émetteurs à indiquer dans leur prospectus ce qu'ils comptent faire et inscrire un lien clair pour indiquer où trouver la documentation relative à l'émission (souvent sur leur site internet). Il s'agit d'une approche pragmatique. Cette incitation est cependant exigeante si on la combine à ce que dit la réglementation sur les prospectus.

Autre point majeur d'attention de la part de l'AMF le « greenwashing ». Nous voulons préserver la confiance du marché en évitant tout scandale autour d'une émission. Nous sommes également attentifs à l'hyper segmentation du marché, avec des produits de plus en plus nombreux : green bonds, blue bonds, transition bonds, impact bonds, climate bonds, sustainability bonds. Nous ne voudrions pas que le marché perde en lisibilité pour l'investisseur.

Il est également légitime de se demander quel est l'impact réel sur la transition écologique des projets financés par ce biais. D'autant plus qu'il est parfois peu visible aux yeux des investisseurs car il existe une différence importante entre le temps de remboursement de l'obligation et le temps très long de réalisation des projets financés.

Nous souhaitons nous assurer d'une réciprocité mondiale des exigences en dehors de l'Union européenne, afin de ne pas pénaliser les acteurs français et européens. Il ne faudrait pas que des exigences trop complexes conduisent à ce que les émissions se fassent ailleurs.

Delphine Dirat – Directrice de la Division Régulation des émetteurs, Direction de la Régulation et des affaires internationales, AMF

Faut-il ou non un Green Bond Prospectus ?

A l'AMF, nous plaidons en faveur d'un lien entre le prospectus et le framework, mais non pour une incorporation par référence, comme le prône l'ESMA.

Le 2 octobre 2020, la consultation menée par la Commission européenne sur un nouveau standard européen pour les obligations vertes s'est achevée. L'AMF y a répondu. Nous sommes favorables au fait que ce standard soit lié à la taxonomie européenne. Nous soutenons la mise en place d'un régime européen d'accréditation et de supervision des organismes vérificateurs. Nous trouvons intéressant que le reporting post-émissions devienne obligatoire pour l'obtention du standard.

La taxonomie constitue le principal atout de ce standard toutefois, comme elle n'a pas encore été testée, nous sommes favorables à une certaine souplesse dans les premiers temps.

Nous estimons également que l'action européenne sur les social bonds sera plus efficace si une taxonomie européenne intervient. Nous attendons les conclusions de la consultation menée sur ce sujet.

La qualité et la fiabilité de la donnée ESG est un pan qui a été oublié par la Commission européenne en 2018, or elle est centrale. L'AMF défend trois axes : une revue de la directive extra-financière (NFRD) qui se doit d'être ambitieuse, notamment en matière de champ d'application. Les entreprises non-cotées devraient être incluses et l'impact de l'entreprise sur son environnement devrait être pris en compte dans la DPEF.

Nous souhaitons de plus que les fournisseurs de produits et services ESG soient réglementés, au travers d'un cadre européen. L'enregistrement et la supervision pourraient être confiés à l'ESMA. Le régime devrait être proportionné et prendre en compte la nature variée des produits.

Enfin, la création d'une base de données ESG européenne gratuite a été annoncée dans le Plan CMU en 2015. Depuis le 24 septembre dernier, nous sommes entrés dans la v2 de ce plan et nous attendons les modalités relatives à la création de cette base.

Standardization of ESG data

Elena Philipova, Global Head of ESG Proposition, Refinitiv

Les changements fondamentaux qui traversent l'économie et la société modifient la façon dont les décisions d'investissement sont prises. Il y a 5 ans, les considérations ESG ont vraiment commencé à gagner en importance, il y a eu un momentum favorable à l'ESG, et elles n'ont fait que croître depuis.

Les régulateurs européens jouent un rôle clé dans cette évolution. Il demeure bien entendu de multiples problématiques à résoudre, mais les Européens ont réussi à imposer un réel leadership en matière d'investissement durable.

En tant que fournisseur de données, la régulation qui aura le plus d'impact est la taxonomie. Le besoin du marché pour plus de transparence, mais aussi de flexibilité et d'innovation, est important. La régulation ne doit pas restreindre le marché, mais plutôt lui apporter la capacité à prendre de meilleures décisions d'investissement, à augmenter la quantité de données disponibles.

Si le confinement a, dans un premier temps, pu être vu comme une menace pour l’agenda ESG, il s’avère finalement que cette crise joue un véritable rôle d’accélérateur en faveur du développement durable, en Europe et plus largement dans le monde. Le sujet est désormais vu comme un moyen de relancer l’économie dans son ensemble, et pas seulement d’œuvrer en faveur de l’environnement. On le voit au travers de diverses initiatives, par exemple aux Etats-Unis ou en Chine, qui a annoncé vouloir atteindre une neutralité carbone d’ici 2060. Une telle déclaration aurait été impensable l’année dernière encore.

L’accélération de ce momentum se voit aussi dans les chiffres. Depuis le début de l’année 2020, nous avons atteint des records historiques, tant dans les montants que représentent les émissions de green bonds que dans le nombre d’émetteurs. La nouvelle tendance est celle des Sustainable Linked Bonds, trois émissions ayant récemment eu lieu. Leur intérêt : un coût moindre et la possibilité de financer des projets plus variés.

Ces nouveaux flux de capitaux nécessitent un langage commun et une transparence accrue, d’où l’importance d’une taxonomie. Un rapport du FMI sur la stabilité financière, publié plus tôt cette année, insiste d’ailleurs sur le fait que l’information est nécessaire pour assurer la stabilité financière. Et cela à un moment où une augmentation des risques physiques et des risques de transition fait peser une menace sur cette stabilité.

Nous avons besoin de standards communs, toutefois ils ne devraient pas s’appliquer à l’analyse et à l’évaluation des risques, où il est important de préserver une diversité d’opinions. Les standards doivent s’imposer sur l’information que les entreprises doivent fournir au public pour les informer quant à leurs décisions d’investissement. Cela facilitera l’accès au marché. On observe d’ailleurs une uniformisation des formats des rapports ESG émis par le secteur privé.

Si la tendance à la transparence est bien là, au cœur du travail des régulateurs comme des initiatives des acteurs de marché, on remarque cependant qu’elle porte avant tout sur les risques liés au climat. Cela ne permet pas d’avoir une vision globale. De plus, s’il est important de pouvoir connaître les données historiques, il faut aussi pouvoir établir des trajectoires futures, fixer des objectifs avec des horizons de temps précis. Dans la plupart des cas, les objectifs existants portent sur le court terme, mais manquent d’une vision long terme, pourtant indispensable pour atteindre l’objectif d’une neutralité carbone en Europe d’ici 2050.

Les discussions sur l’élaboration de standards liés au social sont évidemment très complexes, car il existe des sensibilités et approches nationales très variées au sein de l’Europe.

Le travail des fournisseurs de données sera capital pour combler le « data gap ». Toutefois, je pense que le rôle des institutions financières est également d’encourager les acteurs à fournir les données adéquates. Pour l’instant, l’alignement entre les acteurs est encore très faible. Il est important de savoir d’où l’on part, d’avoir ce point de départ commun et connu de tous, pour ensuite progresser.

L’émission d’une dette subordonnée verte, retour d’expérience

Jean-Philippe Médecin, Directeur compte propre et financement, CNP Assurances

CNP est le 7e assureur européen et le 17e mondial avec un bilan de 440 Mds€. Nous sommes presque exclusivement positionnés sur de l’assurance vie et occupons des positions de leader en France et au

Brésil. Le groupe est coté et compte 21 % de flottant, la Banque Postale possède près de 63 % de l'entreprise. En tant qu'assureur, nous sommes soumis à Solvency 2 et notre ratio de solvabilité s'élevait à 214 % fin juin 2020. Nous disposons d'assez de cash pour payer les dividendes et émettons uniquement de la dette dans une optique de capital. Nous avons des besoins réguliers de refinancement et faisons partie des émetteurs de dette subordonnée importants en Europe.

En juin dernier, nos encours de dette s'élevaient ainsi à 9 Mds€. Nous avons établi, en 2019, que nous devrions opérer pour 3 Mds€ de refinancement sur les années 2020, 2021 et 2022. Nous avons donc décidé, en 2019, de faire une émission green, sur 10 ans.

Nous sommes en effet une entreprise positionnée depuis longtemps sur le segment de l'ESG. Nous publions un rapport ESG et un rapport d'investisseur responsable. Nous voulions donc capitaliser sur cet élément qui se trouve au cœur de notre société, d'autant plus que nous détenons d'importants actifs en ligne avec les Objectifs de Développement Durable de l'ONU. Nous sommes, par exemple, les premiers propriétaires de forêts privées en France.

Lors d'une émission obligataire verte, les agences regardent, entre autres, la cohérence du projet avec le positionnement de l'entreprise. Nous faisons, depuis longtemps déjà, l'objet d'une notation de la part de ces agences.

Les green bonds constituent également une bonne occasion de communiquer auprès d'un public que nous n'intéressons habituellement pas, et cela s'est vérifié lors d'un roadshow que nous avons organisé à cette occasion.

L'opération a créé une réelle dynamique interne, car elle a fait intervenir des départements qui n'ont pas l'habitude de travailler ensemble. Nous avons pris la décision, en mai 2019, d'émettre pour 500 M€ de Tier 2 Green Bonds et avons travaillé avec Natixis et Crédit Agricole CIB. Nous voulions émettre en juillet au plus tard et avons donc des délais courts pour réaliser le framework. Nous avons fait travailler le département en charge des investissements dans les actifs non-côtés immobiliers, infrastructures et forêts et le département RSE. Nous avons identifié les actifs et mis en place le framework. Le framework a été validé par Vigeo puis il a été mis en ligne sur notre site.

Nous sommes le 1er assureur européen à avoir fait un Green Bond Framework avec de la dette subordonnée. Nous avons donc organisé un roadshow en Europe pour le présenter. Nous avons eu 70 rencontres avec des investisseurs, très en demande pour comprendre l'entreprise et le framework. Nous avons touché des investisseurs habituellement peu intéressés par nos émissions.

L'opération finale s'est chiffrée à 750 M€, en structure callable – et non bullet comme envisagé un temps – sur 30 ans. Le coupon était de 2 %, ce qui est très peu cher pour de la dette subordonnée. Pour l'asset manager, cela représente un coupon intéressant. Nous avons reçu un accueil très positif.

On remarque qu'il y a une légère prime sur les green bonds, la nôtre étant de 5 %.

Nous avons mis en place un comité qui valide les actifs sélectionnés une fois par an et publions également un reporting annuel. Nous lèverons de nouveau de la dette pour l'investir sur des actifs verts à l'avenir.

L'initiative du Green Weighting Factor

Laurent Douady, Directeur RSE, Natixis

Le Green Weighting Factor a été créé pour intégrer les critères ESG dans notre organisation, verdir notre bilan et piloter ce verdissement. Il s'agit d'un mécanisme interne d'allocation du capital de chaque financement, en fonction de son impact sur l'environnement et le climat. A terme, l'objectif est d'aligner le bilan de Natixis sur les objectifs climat de l'Accord de Paris.

Cet outil permet d'apprécier le risque climatique de transition mais aussi de se préparer à de futures évolutions réglementaires, notamment en matière de mesure de ce risque. Cela nous a semblé d'autant plus important que l'intégration du risque ESG fait l'objet de recommandations toujours plus nombreuses de la part des régulateurs et des superviseurs bancaires.

Nous avons donc élaboré une méthodologie interne, qui permet de déployer une sorte de taxonomie. Nous établissons une note environnementale sur une échelle de 7 plots. Elle est centrée sur l'impact climat, ajustée des autres impacts environnementaux majeurs – biodiversité, eau, pollution, déchets. Cela nous permet, en interne, de corriger les ROE de l'impact climatique. Nous avons une vision à la fois ex-ante et ex-post, basée sur une analyse du cycle de vie.

Le modèle devait être suffisamment simple pour pouvoir être intégré par nos front officers et géré par notre système. Il couvre 46 sous-secteurs et est composé de 7 à 12 questions. Il produit une notation climatique claire, qui ne laisse pas de place à l'interprétation. L'outil est opérationnel depuis septembre 2019. Il nous permet donc de déterminer « la couleur » de chaque prêt, en fonction de l'impact environnemental de l'objet financé. Toutes les informations produites sont ensuite disponibles dans le dossier lorsqu'il arrive en comité de crédit.

Cette analyse nous permet également d'établir la couleur du bilan de Natixis (BGC) et de réaliser une calibration résultant de l'analyse d'impact sur le portefeuille test. Nous appliquons des bonus/malus aux RWAs. Nous voulons démontrer une croissance de la part de nos financements verts et une réduction de nos financements bruns.

Aujourd'hui, le Green Weighting Factor est complètement intégré à notre processus d'octroi de crédit, ainsi qu'à une partie de la chaîne de systèmes front-to-back-to-finance. Il s'est imposé comme un véritable outil de pilotage, d'autant plus que les sujets auxquels il est lié sont devenus hautement stratégiques en 2020. Cet outil s'intègre ainsi parfaitement dans notre vision stratégique de la relation client, puisqu'il nous permet de contribuer à la transition de nos clients.

Natixis désire inscrire son bilan dans une trajectoire de transition, pour être conforme à l'objectif +2°C. Nous allons fixer des objectifs de moyen et long terme sur chacun de nos métiers.

Impacts opérationnels de la taxonomie

Tanguy Claquin, Responsable Sustainable Banking, Crédit Agricole CIB

Crédit Agricole CIB est une des premières banques à s'être positionnée sur les green bonds et y dispose d'une grosse part de marché. Son expertise va des souverains aux PME. J'ai également été membre du TEG et ai participé à la rédaction des Green Bond Principles.

Les green bonds ne sont que les produits de financement durable les plus visibles. En réalité, tous les produits peuvent être orientés sur un fléchage plus vert. Le marché ne cesse d'ailleurs de s'étoffer, en témoigne le décollage récent des Sustainable Linked Loans, qui se déclinent maintenant en Sustainable Linked Bonds. Les produits avec une incitation sur la marge en fonction de l'atteinte d'objectifs sont en train de conquérir toute la banque.

La taxonomie va impacter toutes les discussions avec nos clients car le pourcentage d'alignement de leurs projets avec cette dernière va devenir un élément capital. Chez Cacib, nous avons largement promu cette idée de taxonomie, car la définition de ce qui est vert ne peut pas revenir au marché.

Lorsque nous avons établi les Green Bond Principles, nous avons été très précis sur les aspects réglementaires, mais beaucoup moins sur la définition de ce qui est vert. La taxonomie va donc permettre une harmonisation entre ces deux aspects, avec une grande précision. Elle va clarifier non seulement la relation des banques avec leurs clients, mais aussi les relations des banques entre elles, qui afficheront un discours harmonisé face à de potentiels clients. Cela va rassurer les acteurs sur ce qu'il est possible de faire, d'autant qu'ils sont très sensibles au risque de réputation en jeu dans une émission verte.

Cette taxonomie va également permettre de standardiser les produits, d'aligner les green bonds des différents établissements sur un référentiel commun.

Il demeure néanmoins plusieurs problématiques à appréhender.

La première est opérationnelle. La taxonomie est basée sur les codes NACE, qui sont peu utilisés par les banques. Il pourra être difficile de déterminer le code NACE de certaines activités, comme par exemple un hall d'aéroport.

Il faudra également faire face à un manque de données. Lorsque l'on ne connaît pas réellement le sous-jacent, il est difficile d'établir s'il est aligné ou non sur la taxonomie. Cela sera particulièrement vrai sur le segment du Corporate General Purpose.

L'application du critère DNSH (Do no significant harm) va également s'avérer particulièrement complexe, notamment car se pose la question de sa mesure, ou encore de la définition des règles sociales minimales à respecter. Nous n'avons pas de données et ne savons pas comment les mesurer. La Plateforme qui a pris la suite du TEG devrait mettre en place des techniques (proxy) dans cette optique, toutefois ce qui s'avère réalisable en Europe ne le sera pas forcément dans les pays émergents. Le deuxième challenge est politique. La taxonomie se dit agnostique sur le plan des technologies, mais on voit se profiler des débats idéologiques, comme par exemple au sujet de la classification du nucléaire. D'autre part, avec la crise du Covid, l'Europe devient un des principaux émetteurs de social et green bonds : ses définitions ne s'appliquent donc plus seulement aux autres, mais aussi à elle-même. C'est positif, mais cela entraîne des conséquences. L'Europe entend financer ainsi le programme de retour à l'emploi Sure, mais ce programme n'applique pas de différences entre les secteurs d'activité soutenus. L'Europe débute donc par une opération qui ne tient pas compte du DNSH. Le positionnement de l'Europe comme émetteur pourrait donc faire peser un risque sur la taxonomie, en poussant cette dernière à être moins ambitieuse sur ce projet.

L'Europe entend également standardiser la relation entre les investisseurs et les acteurs corporate, mais occulte le fait que parmi les plus gros émetteurs se trouvent les souverains. Or une grande partie de ce que financent les émetteurs souverains avec leurs émissions n'est actuellement pas couvert par la taxonomie.

La question de l'évolution de cette taxonomie se pose également. Elle est supposée évoluer en fonction des innovations, or je pense que c'est ingérable, elle doit être stable.

Enfin, la troisième problématique à envisager est le fait que les produits ne fassent pas sens. La financiarisation doit être efficace. S'il suffit d'être conforme à la taxonomie pour pouvoir émettre, nous allons assister à une multiplication de green bonds d'acteurs différents qui vont financer le même actif.

Or à financer plusieurs fois la même chose, on manque l'objectif de redirection des investissements.

Il est normal que de nombreuses problématiques émergent, nous restons cependant très enthousiastes au sujet de cette taxonomie.

Conclusion

Thierry Deau – Président de Finance For Tomorrow

Les sujets de régulation sont toujours éminemment politiques, mais le dialogue est essentiel. La finance durable a besoin d'un cadre mais aussi de lien avec l'économie réelle. Notre objectif, chez Finance For Tomorrow, est de réorienter les flux financiers vers une économie bas carbone et inclusive. Nous disposons d'une commission qui fait du décryptage sur la taxonomie, d'une task force dédiée à ce sujet, et essayons d'intervenir auprès de la Commission européenne.

La crise sanitaire agit comme un accélérateur en faveur de la finance durable, ce qui était loin d'être gagné en début de crise. Le fait que l'Union européenne devienne un émetteur est un changement notable qui devrait encourager un nombre croissant d'acteurs à s'engager dans cette même direction. Nous sommes favorables à l'élaboration de standards, tels le EU Green Bond Standard, mais estimons qu'ils doivent être incitatifs sans être exclusifs.

La taxonomie fonctionne sur un principe de « noir ou blanc », nous voudrions qu'elle puisse également prendre en compte les aspects de transition. Elle n'affiche pas non plus suffisamment d'objectifs concrets. En témoigne le DNSH, qui n'est pas assorti d'une vraie mesure de l'impact, qui deviendra pourtant nécessaire. Il ne faudra pas non plus s'arrêter devant les sujets sociétaux. Les modes opératoires des différentes activités, qui peuvent drastiquement varier d'un acteur à l'autre, ne sont pas non plus clairement pris en compte dans la taxonomie. Le sujet de la transition pourrait d'ailleurs être introduit ici, en se montrant inclusif. Dernier écueil à souligner, le fait que les Européens n'investissent pas uniquement en Europe, or les enjeux de transition dans les émergents ne sont pas intégrés.

Nous soutenons cependant cette régulation, qui aidera le marché à être plus innovant. La qualité des données sera une composante essentielle pour convaincre les régulateurs prudeniels. Il faudra démontrer les impacts réels de l'investissement. Cela permettra d'ailleurs de créer des incitations



financières favorisant cette tendance. L'impact positif doit être valorisé au travers d'incitations financières.