

L'investissement responsable à la croisée des chemins

Position Paper #15
Septembre 2023



Laurence SCIALOM
Professeure
d'économie à
l'Université Paris
Nanterre
Membre du
Conseil
d'administration
de l'OEP

Propositions pour dépasser le débat Union européenne / États-Unis

EN BREF

Ce Position Paper aborde la question de la tension entre les États-Unis et l'Europe concernant la finance durable, en particulier sur le *reporting* extra-financier et les notations ESG (Environnement, Social, Gouvernance). Il insiste sur la différence entre la « simple matérialité », centrée sur l'impact financier des risques ESG sur l'entreprise, et la « double matérialité », qui prend également en compte l'impact de l'entreprise sur son environnement. Les réactions politiques américaines contre les critères ESG s'opposent aux efforts de l'Union européenne pour instaurer des normes plus strictes. Nous proposons enfin quelques pistes de réforme pour améliorer la qualité et la fiabilité des notations ESG.

Introduction

La question de la transition écologique et sociale ébranle le monde de la finance *via* les débats souvent virulents sur le « **reporting extra-financier** » et les « **notations extra financières** ». Ceux-ci ont même quitté le monde technique de la finance pour s'inviter dans l'arène politique aux États-Unis, témoignant **du caractère hautement politique de ces questions**.

Ainsi, les républicains américains se sont lancés dans une violente bataille anti-ESG allant jusqu'à prôner le **boycott des banques et des fonds d'investissement qui investissent selon des critères extra-financiers environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG)**. La Virginie occidentale, État très lié à l'industrie charbonnière, le Texas et la Floride ont été à la pointe de ce mouvement anti-ESG qui pratique le « *name and shame* » à l'encontre des fonds d'investissement et autres intermédiaires financiers déployant des stratégies d'investissement ESG.

La violence des réactions politiques américaines peut surprendre, compte tenu du peu d'impact effectif des critères extra-financiers sur le réaligement des flux financiers sur une trajectoire compatible avec les engagements des États sur la neutralité carbone en 2050. Pourtant cette virulence a le mérite de lever le voile sur une réalité souvent ignorée : **ces questions ne sont pas simplement techniques mais bien politiques**, au sens où les réponses qu'on y apporte reflètent des conceptions très différentes et même opposées quant aux relations qu'entretient - ou doit entretenir à l'ère de l'anthropocène – le monde des affaires avec le monde social et surtout avec le climat, la biodiversité et plus généralement avec la nature.

De ce point de vue, **le conflit de normes qui se joue notamment entre les États-Unis et l'Europe concernant la simple *versus* double matérialité en matière de reporting extra-financier est fondamental.**

Mais de quoi parle-t-on ? Qu'est-ce que la simple versus double matérialité ou, selon d'autres termes consacrés, la « matérialité financière » versus la « matérialité de l'impact » ?

1 – Le périmètre de la responsabilité des entreprises : une différence d'approche UE / États-Unis

La **matérialité financière externe** désigne l'impact de l'environnement social et environnementale sur les comptes de l'entreprise, alors que la **matérialité de l'impact interne** désigne les conséquences sur l'environnement et le monde social du comportement, des choix stratégiques, des opérations et de la production de l'entreprise. En d'autres termes, la simple matérialité se concentre sur **les comptes et la valeur financière de l'entreprise** et en particulier sur la perte de valeur potentielle que les risques environnementaux, sociaux ou de gouvernance (ESG), peuvent faire subir aux investisseurs. Les risques/dégradations que l'entreprise génère pour son environnement au sens large ne sont pas pris en compte.

C'est précisément à ce manque que répond le **principe de double matérialité**, qui ne s'intéresse pas seulement aux impacts liés aux risques ESG sur l'entreprise mais aussi aux impacts de l'entreprise sur son écosystème (environnement, social et

gouvernance). **La double matérialité reconnaît donc que la responsabilité des entreprises et les institutions financières ne s'arrête pas à leur performance financière**, et qu'elles doivent également gérer et assumer la responsabilité des impacts négatifs réels et potentiels de leurs décisions sur les personnes, la société et l'environnement. Il s'agit bien d'un bouleversement profond, d'un changement de paradigme qui réencastre d'une certaine manière l'entreprise dans son environnement naturel et social. L'Union européenne promeut cette conception élargie de la matérialité comme une étape essentielle pour la réalisation du « Pacte vert ».

La Commission européenne a publié le 31 juillet un premier texte d'application (« acte délégué ») de sa directive sur la publication d'informations extra-financières des entreprises (« *Corporate Sustainability Reporting Directive* », CSRD) qui définit les normes ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*) qui encadrent et harmonisent les publications des entreprises rendues obligatoires par ladite directive. Le texte établit **douze normes obligatoires** (ESRS) qui offrent aux entreprises un ensemble cohérent de préconisations pour évaluer, mesurer et rapporter leurs impacts sur les enjeux de durabilité au sens large (climat, biodiversité, sécurité des consommateurs et des salariés *etc.*). **Le reporting prévu dans l'acte délégué se fonde donc sur l'approche de la « double matérialité »** développée par l'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*), un organisme chargé d'élaborer des règles sur le *reporting* extra-financier mandaté par l'Union en 2020 pour élaborer des normes sur les sujets de durabilité devant servir de socle à la directive CSRD.

Or, cette approche de la « double matérialité » **s'oppose à celle développée par l'ISSB** (*International Sustainability Standards Board*), institution mondiale présidée

par Emmanuel Faber, ancien PDG de Danone, créée en 2021 à Glasgow lors de la COP26. L'ISSB est le pendant, pour le *reporting* durable, de l'IASB (*International Accounting Standards Board*) qui a créé les normes comptables internationales IFRS pour les comptes consolidés. L'ISSB a en effet publié, en juin 2023, ses premières normes extra financières climatiques, **qui se conforment au principe de simple matérialité.**

Cette conception bien moins ambitieuse du point de vue des exigences de *reporting* s'inscrit dans la continuité de l'analyse financière standard, dans la mesure où le *reporting* et les notations extra-financières se concentrent uniquement, dans cette application de la « simple matérialité », sur les risques pour l'entreprise et pour les investisseurs.

La différence d'ambition des deux types de normes en concurrence ne s'arrête toutefois pas à la simple *versus* double matérialité. Elle concerne **également le champ couvert, l'ISSB se cantonnant au climat alors que l'Efrag couvre également la biodiversité.**

Pour autant, la Commission européenne a tout de même reculé sur certains points relativement à la version validée par le Parlement en décembre 2022. À titre illustratif, la Commission a transformé **l'obligation** de publier des plans de transition en matière de biodiversité en données **volontaires.**

2 – Un débat attisé par l'extraterritorialité des normes européennes

Les craintes des conservateurs américains sont attisées par les mesures d'extraterritorialité introduites pour la première fois en Europe. En effet, les normes européennes ESRS vont devenir **obligatoires au niveau européen**, conformément à la directive CSRD, entre 2025 et 2028, pour les entreprises européennes selon leur taille, **mais aussi pour des firmes non européennes à partir d'un certain seuil d'activité réalisée en Europe**. Plus précisément, la directive CSRD qui va entrer en application dès 2024 ne va pas seulement concerner les entreprises étrangères ayant une filiale établie en Europe, mais aussi, à partir de 2028, celles ayant une succursale et celles qui dépassent un certain niveau d'activité dans l'Union européenne. Si ces sociétés ne se conforment pas aux exigences de divulgations d'informations requises, **elles encourront des amendes** correspondant à un pourcentage du chiffre d'affaires annuel réalisé dans l'Union européenne.

Le prochain règlement sur les notations ESG auquel la Commission Européenne s'attelle est dans la continuité directe de ce conflit de normes de *reporting* extra-financier. De nouveau, **les enjeux sont cruciaux pour que la finance qui se qualifie de « durable » tende vraiment à le devenir.**

3 – Un manque de transparence de la notation ESG

Actuellement, **le marché de la notation ESG est très concentré et souffre d'un manque de transparence**. L'usage des notations ESG par les investisseurs se caractérise par un manque de compréhension, une certaine confusion quant à la signification de la notation, ce qui crée un cadre très favorable au *greenwashing*. En effet, dans leur grande majorité, les notations ESG s'inscrivent dans une **approche de matérialité financière**. Elles traduisent donc l'impact de risques environnementaux ou sociaux sur les comptes et la performance financière de l'entreprise, et non les risques que l'entreprise fait peser sur ses écosystèmes. De bonnes notations ESG ne sont, ainsi, pas un gage de bonnes performances environnementales. Des études ont, d'ailleurs, clairement montré qu'il n'y avait pas nécessairement de corrélation entre les notations ESG et l'impact environnemental réel des entreprises.

Cela s'explique par la **prédominance de l'approche de la simple matérialité mais également par le fait que les critères E, S et G ne sont pas disjoints**. La note est synthétique. Ce faisant, des entreprises peu performantes sur le critère E peuvent obtenir des notes ESG relativement élevées grâce aux facteurs S et G. En clair, **l'information fournie aux investisseurs prête à confusion**, d'autant plus que ce sont souvent les performances relatives et non absolues qui sont mises en avant lors de la commercialisation des produits financiers. C'est ce que l'on appelle dans le monde de l'investissement socialement responsable (ISR) l'approche « *best in class* » (meilleur de la classe), qui consiste à sélectionner les meilleures entreprises de chaque secteur sans en exclure aucune. Il s'agit donc de privilégier les entreprises les mieux notées d'un point de vue extra-financier au sein de leur secteur d'activité,

sans privilégier ou exclure un secteur par rapport à l'indice boursier servant de base de départ. Il est donc possible de faire un investissement considéré comme ISR en investissant dans une société d'extraction d'énergie fossile.

La future réglementation européenne devrait s'attacher à améliorer la qualité et la fiabilité des notations ESG en palliant ces défauts.

4 – Propositions de réforme

8 PROPOSITIONS DE REFORMES

1

Dans le conflit de normes entre l'ISSB et l'EFRAG, soutenir sans réserve la double matérialité et s'opposer à la réduction de la portée des normes de l'EFRAG. En particulier, soutenir le caractère obligatoire du *reporting* extra-financier et non simplement volontaire dans tous les champs définis par l'EFRAG.

2

Exiger que les fournisseurs de notation ESG soit agréés et supervisés par l'ESMA ou par un organisme créé à cette fin, notamment car les notations ESG peuvent être utilisées à des fins de respect d'exigences réglementaires.

- 3** **Désagréger la notation ESG et avoir une note pour chacun des facteurs E, S et G**, afin d'éliminer la confusion générée par une notation synthétique ESG et le greenwashing favorisé par cette confusion.

- 4** **Privilégier les performances absolues plutôt que relatives (*best in class*)**. Seules les premières sont pertinentes pour réaligner les flux financiers sur une trajectoire neutre en carbone.

- 5** **Aller vers une plus grande transparence *via* la divulgation des méthodologies et des données utilisées pour la construction des notations extra financières.**

- 6** **Favoriser l'harmonisation des méthodologies en matière de notation extra-financière**, de sorte de permettre une meilleure comparabilité des performances entre entreprises et entre exercices comptables d'une même entreprise.

7

Imposer des normes minimales notamment quant aux preuves scientifiques (rapports du GIEC et de l'IPBES notamment) sur lesquelles les notations extra-financières s'appuient notamment concernant le critère E.

8

Être très attentif à la gestion des conflits d'intérêt chez les fournisseurs de notation extra financière. Cela passe notamment par l'interdiction de noter et de fournir des conseils à une même entreprise et par l'interdiction de noter ses propres actionnaires.