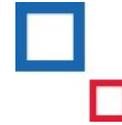
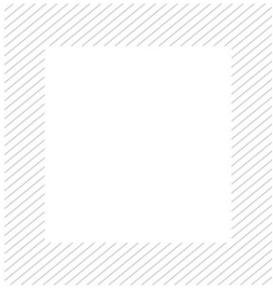


JUILLET 2020

**FINANCE DURABLE**

**LES PROGRÈS RÉALISÉS ET LES  
ÉLÉMENTS À COMPLÉTER : LE  
POINT DE VUE DU RÉGULATEUR**

amf-france.org



## Les principaux messages

### L'Europe a fait des avancées significatives, mais la mise en œuvre est difficile

- L'UE a réalisé des progrès considérables en matière de finance durable au cours des deux dernières années, confirmant l'**avance européenne** ; de nouveaux outils sont à la disposition des acteurs du marché et des mesures ont été prises pour faciliter l'intégration des risques environnementaux, sociaux et de gouvernance et pour améliorer la transparence
- Toutefois, l'architecture réglementaire globale est complexe et posera d'importants **problèmes de mise en œuvre** ; l'UE doit s'efforcer d'apporter de la clarté, de limiter les coûts inutiles et de garantir la cohérence **entre les nouveaux textes législatifs et tout au long de la chaîne d'investissement**, du reporting des entreprises aux obligations des investisseurs

### Le cadre réglementaire pour les investissements durables devrait être encore complété

- Le marché des investissements durables est en plein essor ; bien que les nouvelles exigences de transparence fourniront davantage d'informations sur les caractéristiques et les objectifs ESG des produits, **il est peu probable qu'elles suffisent à prévenir l'écoblanchiment** et à garantir des conditions de concurrence équitables, dans un contexte où **il n'existe pas encore de compréhension commune des principales terminologies** relatives aux investissements durables
- **Des standards minimaux** doivent donc être définis pour les produits qui mettent en avant les considérations ESG comme un argument central de marketing
- Dans un environnement mouvant et complexe, les labels publics sont utiles à la fois pour les investisseurs particuliers et professionnels ; l'UE devrait entamer des travaux sur un **label européen IR ou ESG**
- Des efforts sont également nécessaires au niveau de la **distribution**, notamment pour former les conseillers et pour préparer la mise en œuvre des nouvelles exigences de la directive MIF concernant les préférences ESG des clients

### Une action rapide est nécessaire en matière de *reporting* et de notations ESG des entreprises

- Le succès du plan d'action de l'UE pour la finance durable dépend en grande partie de la disponibilité et de la qualité des informations sur les entreprises : L'Europe devrait introduire **des exigences de reporting ESG plus harmonisées pour les entreprises**, s'appliquant à un champ plus large d'entreprises cotées et non cotées ; elle doit aussi agir rapidement pour définir **des standards de reporting ESG robustes**
- Compte tenu de l'importance croissante des données ESG sur les marchés financiers, l'Europe devrait élaborer **un cadre réglementaire et de supervision pour les agences de notations et les fournisseurs de données ESG**

### Les initiatives en faveur d'un financement durable devraient être pleinement intégrées aux autres travaux en cours, en particulier l'UMC

- Les initiatives visant à soutenir la finance durable ne doivent pas être déconnectées de la relance de **l'Union européenne des marchés de capitaux**, et en particulier les mesures visant à soutenir le financement par actions et les investissements à long terme
- **La convergence en matière de supervision** et le renforcement des capacités des autorités de supervision en matière de finance durable devraient être encouragés
- **La dimension internationale est essentielle** – l'Europe doit continuer à montrer l'exemple et à faire progresser la finance durable dans les forums internationaux

## Contexte

**L'Europe a réalisé des progrès très significatifs au cours de l'année 2019** en matière de finance durable. La Commission européenne a mis en œuvre les principaux éléments de son plan d'action proposé en 2018 et des étapes importantes ont été fixées. De nouvelles exigences entreront bientôt en vigueur, notamment des obligations de transparence en matière de durabilité pour les produits et les acteurs financiers, des obligations de transparence des données ESG (environnementales, sociales et de gouvernance) pour les indices de référence et, plus tard, des obligations de transparence des activités liées à la taxonomie pour les entreprises. En outre, un certain nombre de législations existantes ont été modifiées, notamment pour exiger que les préférences en matière de durabilité soient prises en compte en matière de conseil financier ainsi que l'intégration des risques de durabilité dans les cadres de gestion des risques.

Dans le même temps, de nombreux acteurs du marché ont exprimé **leur engagement en faveur de la finance durable** et la pression s'accroît rapidement de la part des investisseurs institutionnels, des autorités de supervision et de la société civile en général pour que le système financier contribue à un modèle de développement économique plus durable et, en particulier, aide à répondre aux défis immenses et nombreux posés par le changement climatique. En France, notamment, de nombreux gestionnaires d'actifs prévoient d'intégrer les considérations ESG dans l'ensemble de leur gamme de produits et concentrent leur offre commerciale sur des produits mettant en avant des stratégies d'investissement durables.

## Notre feuille de route pour la finance durable

L'AMF a établi sa propre feuille de route pour la finance durable fin 2018 et a travaillé activement au cours des dix-huit derniers mois pour mieux saisir les enjeux. L'AMF a créé une Commission Climat et financement durable, composée d'experts d'entreprises et d'institutions financières, de prestataires, ainsi que d'universitaires et d'ONG, pour aider au déploiement de cette feuille de route. Les publications récentes de l'AMF en matière de finance durable sont énumérées à la fin du document.

Les objectifs de l'AMF en tant que régulateur sont doubles :

- Premièrement, **aider les changements** dans l'industrie qui seront nécessaires pour la réorientation des capitaux, et contribuer à l'élaboration d'un cadre réglementaire efficace,
- Deuxièmement, préserver la confiance des investisseurs dans un marché en pleine croissance et innovant et, en particulier, prendre des mesures pour limiter le risque de « greenwashing ».

## L'Europe doit dresser un premier bilan et se mettre d'accord sur les prochaines étapes

**Les points de vue exprimés ci-dessous visent à contribuer aux discussions avec nos homologues, la Commission européenne, les co-législateurs et les acteurs du marché.** Elles découlent de nos observations des mois passés et suggèrent des pistes pour faire avancer la finance durable, c'est-à-dire mettre en œuvre efficacement les nouvelles règles et compléter le cadre là où c'est nécessaire. Le document ne couvre cependant pas tous les sujets pertinents, comme le montre la consultation de la Commission européenne pour une "Stratégie renouvelée pour le financement durable".

Il sera indispensable que la stratégie révisée de la Commission européenne fasse un bilan des changements introduits, crée les conditions d'une mise en œuvre efficace et donne une vision claire de la voie à suivre. L'Union européenne a offert au marché une nette longueur d'avance, ce qui pourra aider à définir des standards au niveau internationale. La manière dont elle parviendra à mettre en œuvre le dispositif est maintenant déterminante.

La suite du document est organisée en deux parties :

- Les propositions relatives aux investissements durables et aux investisseurs,
- Et les propositions relatives aux informations et aux notations ESG des entreprises.

# 1. L'ESSOR DE L'INVESTISSEMENT DURABLE : DONNER DES INFORMATIONS UTILES AUX INVESTISSEURS ET FIXER DES STANDARDS MINIMAUX

## □ Propositions concernant la transparence des informations relatives à la durabilité des produits

Le règlement européen relatif à la transparence en matière de finance durable (SFDR)<sup>1</sup> établit des règles harmonisées pour la publication d'informations liées à la durabilité au niveau des entités et des produits, y compris des exigences spécifiques pour les produits présentant des caractéristiques ESG. Le règlement définit deux catégories larges de produits ESG :

- Produits promouvant des caractéristiques environnementales ou sociales ou une combinaison de ces caractéristiques ("produits article 8" ou "produits ESG clairs") ;
- Produits ayant pour objectif l'investissement durable ("produits article 9" ou "produits ESG foncés").

Le Comité conjoint des autorités européennes de supervision (AES) mène actuellement des consultations sur les projets de normes techniques réglementaires (RTS) pour SFDR. En tirant les leçons de la mise en œuvre des obligations d'information existantes en France en matière de climat et d'ESG pour les investisseurs (Article 173<sup>2</sup>) et de l'examen des produits commercialisés en France, l'AMF considère que **l'information divulguée selon les SFDR devrait respecter les principes suivants** :

- ▶ **Proportionnalité des informations fournies** : les acteurs du marché devraient adapter les informations fournies dans la documentation juridique et commerciale aux objectifs et à l'impact réel de l'approche non financière mise en œuvre au niveau du produit ; en particulier, il devrait être précisé, par le biais du prochain RTS SFDR, que les institutions financières ne devraient pas accorder trop de place aux considérations non financières si celles-ci ont peu d'impact sur les caractéristiques du produit ; en d'autres termes, afin d'éviter l'écoblanchiment, si peu est fait en matière d'ESG, il faut en dire peu ;
- ▶ **Des informations concises mais pertinentes** : les informations fournies aux investisseurs doivent inclure suffisamment de détails pour leur permettre (ainsi qu'aux superviseurs) de comprendre les caractéristiques ESG structurantes des produits et la manière dont les objectifs ESG (le cas échéant) seront atteints, tout en évitant la surcharge d'informations ; l'inclusion d'informations ESG dans la documentation juridique du produit est importante car elle clarifie la responsabilité du fabricant du produit envers l'investisseur final ;
- ▶ **Des informations organisées au sein d'un modèle commun** : il y a encore beaucoup de progrès à faire pour atteindre une bonne transparence des produits sur l'ESG<sup>3</sup> ; la meilleure approche pour assurer la concision et une divulgation efficace est d'encourager un modèle commun structuré autour de quelques thèmes et questions critiques - le RTS devrait faciliter l'adoption de tels modèles ; des informations supplémentaires pourraient être mises à disposition sur des sites web ;

Pour limiter le risque d'informations trompeuses et d'écoblanchiment, si l'on ne fait pas grand-chose en matière d'ESG, il faut dire peu de choses

<sup>1</sup> Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

<sup>2</sup> L'article 173-VI de la loi de 2015 sur la transition énergétique pour une croissance verte demande aux investisseurs de divulguer des informations concernant leur contribution aux objectifs climatiques, ainsi qu'une description des méthodes d'intégration des facteurs ESG dans la stratégie d'investissement. L'article a été modifié par l'article 29 de la loi de 2019 sur l'énergie et le climat qui anticipe la mise en place de SFDR dans la législation française.

<sup>3</sup> Voir Morning Star, *European Sustainable Funds Landscape*, 08/2019: "The information provided in legal and marketing documents about how funds – both sustainable and traditional – use ESG is often incomplete and unclear. This, coupled with a lack of standardised language, makes it difficult to understand the extent to which funds adopt ESG. It also makes categorising and comparing strategies challenging."

## Les futures obligations de transparence doivent permettre aux investisseurs de comprendre les caractéristiques ESG structurantes des produits

- ▶ **Comparabilité, y compris dans les communications commerciales :** l'élaboration d'un modèle pour les informations précontractuelles facilitera également la comparabilité entre les produits ESG, d'autant plus que les deux catégories "article 9" et "article 8" définies par SFDR restent larges (voir ci-dessous) ; en conséquence, il serait également utile que le comité mixte élabore des normes techniques d'application (ITS) sur les communications commerciales, comme le prévoit SFDR ; le cas échéant, les modèles devraient permettre une certaine souplesse pour tenir compte des différences entre les types de produits financiers (fonds, contrats d'assurance ou produits de retraite) ;
- ▶ **Convergence des pratiques de supervision :** comme envisagé notamment dans la "Stratégie pour la finance durable" de l'ESMA (AEMF) publiée en février 2020, les autorités européennes de supervision (ESA) devraient faciliter le renforcement des capacités des superviseurs et encourager des pratiques d'agrément des produits convergentes entre les autorités nationales compétentes (NCA) - cela inclura le développement d'une compréhension commune des nouveaux concepts introduits dans SFDR qui sera nécessaire pour la supervision des produits ESG.

### □ Propositions de standards minimums pour les fonds d'investissement durable

Plusieurs contributions de l'industrie<sup>4</sup> ont exprimé des inquiétudes concernant le potentiel d'écoblanchiment et le risque de confusion pour les investisseurs étant donné la grande variété de stratégies vertes, ESG et d'investissement responsable au niveau des fonds et des gestionnaires. Ces contributions soulignent la nécessité de développer des terminologies communes.

À ce stade, trois grandes catégories semblent se dégager :

- Exclusions ou investissements soumis à un examen ESG (« *ESG screened investments* »), y compris les fonds éthiques, les exclusions fondées sur des normes ou des secteurs, les exclusions fondées sur l'évaluation ou la notation des risques ESG,
- Investissements ESG ou "responsables" ou "durables", y compris les stratégies "best-in-class", l'investissement « *ESG-tilted* » ou thématique,
- L'investissement à impact, c'est-à-dire les investissements visant des résultats environnementaux et/ou sociaux positifs mesurables, parallèlement aux rendements financiers.

Toutefois, il n'y a **pas de consensus sur les définitions ni de délimitation claire** entre ces grandes catégories, qui peuvent inclure des combinaisons et **différents niveaux d'ambition au sein de chaque catégorie** (notamment pour répondre aux besoins et objectifs divers des investisseurs), et peuvent encore varier en fonction des classes d'actifs et des stratégies d'investissement considérées. **L'application de la classification SFDR à ces catégories n'est pas non plus simple**, pas plus que les liens avec l'investissement "(socialement) responsable" traditionnel et les mesures prises au niveau du gestionnaire, telles que la stratégie d'intégration des facteurs ESG au sens large et l'engagement actionnarial.

<sup>4</sup> Voir IIF, The case for simplifying sustainable investment terminology, 11/2019 ; IA, Responsible Investment Framework, 11/2019 ; Blackrock, Towards a common language for sustainable investing, 01/2020 ; ICMA, Sustainable finance, High level definitions, 05/2020. L'IA note que les consommateurs pourraient facilement être "perdus" ou "incapables de trouver les opportunités d'investissement" qui correspondent à leurs objectifs d'investissement responsable en raison de la variété des termes et expressions, utilisés de différentes manières, qui sont attachés aux fonds d'investissement. De même, l'IIF constate que "firms are using close to 80 different terms to describe various forms of sustainable investing. At best, this confusion makes it hard to compare investment products and for clients to understand the differences in offerings. At worst, it facilitates greenwashing—intentionally misleading investors or giving them a false impression about how well their investments are aligned with their sustainability goals." L'ICMA souligne que "the use of "climate", "green" and "sustainable" as if they were interchangeable terms may dilute the urgency of making progress in climate mitigation and sustainable growth policy goals".

Dans ce contexte, une meilleure transparence sera utile mais pourrait ne pas suffire à prévenir le risque d'« ESG-washing » et à garantir des conditions de concurrence équitables entre les acteurs du marché souhaitant offrir une large gamme de produits durables différents. Dans certains cas, l'abondance des informations fournies peut en fait donner une fausse impression sur l'impact réel de l'approche ESG. C'est notamment le cas lorsque **l'approche ESG mise en œuvre a un impact très limité sur la stratégie et les objectifs du fonds alors que les informations commerciales restent centrées sur les considérations ESG ou si le nom du produit fait référence à l'ESG**. Dans de tels cas, même s'il est possible d'équilibrer les déclarations ESG avec des informations appropriées sur les limites de l'approche, il existe un risque que les investisseurs soient induits en erreur en pensant que les facteurs ESG représentent un élément important de la stratégie du fonds, ou qu'ils comprennent mal la contribution du produit à l'objectif ou aux objectifs de durabilité.

Une meilleure transparence n'est pas suffisante pour empêcher l'ESG-washing et garantir une concurrence équitable

Dès lors, afin de préserver la confiance des investisseurs dans le marché des IS en pleine croissance, il paraît nécessaire de définir des standards minimums au niveau de l'UE pour les **fonds qui utilisent l'ESG comme élément central de leur communication** (par exemple dans la dénomination du fonds, dans le "Document d'informations clés pour l'investisseur" (DICI) ou comme élément central de la documentation commerciale). Ces standards contribueraient à créer des conditions de concurrence équitables et faciliteraient une meilleure compréhension de la part des investisseurs, notamment particuliers, confrontés à une myriade de produits commercialisés comme "ESG", "RI" ou "durables". En outre, les modifications apportées aux règlements européens régissant le conseil financier (MIF 2 et DDA) obligeront les entreprises d'investissement et les distributeurs de produits d'assurance à tenir compte des questions de durabilité lorsqu'ils fourniront des conseils à leurs clients. Dans ce contexte, des standards minimums offriront aux investisseurs des garanties et des clarifications supplémentaires sur les caractéristiques de base des produits proposés par leur conseiller s'ils expriment des préférences ESG.

Les standards devraient être principiels et ne pas être prescriptifs en termes d'approches, ni entraver l'innovation, mais devraient prendre acte du fait que le marché de l'investissement responsable a considérablement évolué au cours des 12-18 derniers mois et qu'il vise désormais une large base d'investisseurs, y compris les petits investisseurs.

Dans le contexte français, face à l'évolution rapide du marché et au risque croissant de *greenwashing*, l'AMF a adopté des lignes directrices spécifiques pour les produits utilisant l'ESG comme point clé de commercialisation, fondées sur les principes suivants :

- ▶ **Impact mesurable et significatif sur la stratégie d'investissement** : pour les produits utilisant les considérations ESG comme élément central de leur communication, l'approche ESG doit avoir un impact sur la stratégie d'investissement, c'est-à-dire que la stratégie d'investissement doit être significativement différente d'une stratégie d'investissement qui n'implique pas de considérations ESG et la distinction peut être démontrée :
  - Pour les stratégies effectuant une sélection d'actifs basée sur les notations ESG, des critères quantitatifs peuvent être définis concernant la réduction de l'univers ESG investissable par rapport à l'univers d'investissement initial du fonds ou l'amélioration de la notation ESG globale du portefeuille<sup>5</sup> ;
  - Pour d'autres stratégies, d'autres critères objectifs peuvent être utilisés pour démontrer l'impact sur la stratégie.
- ▶ **Garanties minimales au niveau du portefeuille** : afin de répondre aux attentes croissantes des investisseurs concernant les produits ESG et de préserver leur confiance, seule une petite fraction du portefeuille (par

<sup>5</sup> Par exemple, le label public ISR français impose une réduction de 20% de l'univers ESG investissable (c'est-à-dire que les 20% d'émetteurs les plus mauvais sont éliminés sur la base de leur score ESG) (approche sélective) ou une amélioration significative de la notation ESG du portefeuille suite à l'élimination des 20% d'émetteurs les plus mauvais sur la base de leur score ESG (approche d'amélioration du score).

exemple, moins de 10 % en nombre d'émetteurs ou en actifs nets du fonds) doit être exemptée de toute analyse ESG.

- ▶ **Le cas des exclusions** : l'approche fondée sur l'exclusion est la plus ancienne stratégie d'investissement responsable et représente une part importante des actifs qualifiés d'investissements durables. Les exclusions sont relativement faciles à mettre en œuvre et faciles à comprendre pour les investisseurs ; un certain nombre d'investisseurs et de gestionnaires d'actifs ont également renforcé récemment leurs politiques d'exclusion du charbon, reflétant la prise de conscience croissante de l'urgence climatique. Toutefois, compte tenu de l'évolution de la perception du marché des investissements durables, nous pensons que les fonds qui se contentent d'exclure un nombre limité de secteurs ou d'émetteurs de leur univers d'investissement, comme les armes controversées, le charbon ou le tabac, ne devraient pas faire référence aux ESG de manière prééminente dans leur communication.

Lorsque l'ESG est un point clé du marketing, la stratégie doit être différente d'une stratégie d'investissement traditionnelle

Ces exemples illustrent le besoin d'une **approche européenne** pour clarifier les conditions dans lesquelles un produit peut mettre fortement l'accent sur les caractéristiques ESG dans sa dénomination ou sa documentation commerciale. L'approche préliminaire expérimentée en France pourrait servir de base de discussion. Mais d'autres questions devront être examinées, telles que la qualité et la pertinence des données ESG utilisées pour la mise en œuvre des stratégies d'investissement ESG, le *reporting* en matière d'impacts et le rôle de **l'engagement des investisseurs**.

#### □ Propositions de travaux communs sur les terminologies clés

Les discussions préliminaires avec les acteurs du marché et entre les superviseurs suggèrent que SFDR soulève de nombreuses questions sur les terminologies, à un moment où l'innovation sur le marché est en pleine effervescence. Nous pensons aussi qu'il est nécessaire de **parvenir à une compréhension commune des concepts clés**, tels que:

- ▶ une compréhension commune de ce que les autorités de supervision devraient considérer comme des "**investissements durables**" selon SFDR, c'est-à-dire des investissements qui satisfont à l'objectif d'investissement de ce produit (catégorie article 9), en s'appuyant idéalement sur la taxonomie ;
- ▶ une compréhension commune de la délimitation entre ce qui constitue un « **objectif d'investissement durable** » (article 9), par opposition à des « **caractéristiques environnementales ou sociales** » (article 8) ;
- ▶ une compréhension commune du moment où un produit financier peut être considéré comme ayant un « **objectif de réduction des émissions de carbone** » et, par conséquent, relève de l'article 9 (paragraphe 3), par opposition à d'autres stratégies à faible intensité de carbone (voir également ci-dessous) ;
- ▶ une compréhension commune des différentes stratégies actuellement reprises sous la rubrique "**investissements à impact**" et des liens avec la catégorie article 9, éventuellement assortie de standards minimums.

Enfin, la Commission européenne doit veiller à ce qu'il n'y ait pas de concurrence réglementaire entre les différents produits. En particulier, le champ d'application du règlement SFDR ne couvre pas tous les produits d'investissement et, notamment, n'englobe pas les notes structurées ESG, un segment de marché qui connaît une croissance rapide.

□ **Propositions pour un label Investissement responsable (IR) ou ESG de l'UE complétant le label écologique, pour les investisseurs particuliers et professionnels**

Près de 1 000 fonds durables et verts étaient labellisés fin mars 2020 en Europe, représentant plus de 300 milliards d'euros d'actifs sous gestion. Cette croissance rapide n'a pas conduit à une convergence entre les neuf labels nationaux – publics ou privés – existants, dont quatre sont des labels "verts" et cinq des labels "ESG"<sup>6</sup>. La coexistence de différents labels nationaux, avec différents types de contraintes et d'obligations et utilisant des terminologies différentes, ajoute une complexité supplémentaire au marché européen de l'investissement responsable/durable, sans parler de la fragmentation du marché et des coûts inutiles. Cette situation est également source de confusion pour les investisseurs et compromet l'efficacité du passeport européen, puisque, dans certaines juridictions, les distributeurs ne commercialisent les fonds ESG que s'ils reçoivent un label national, ce qui oblige certains fonds à candidater à plusieurs labels différents.

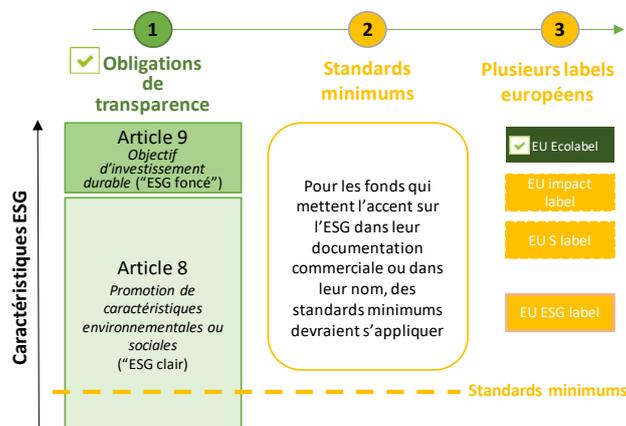
Dans ce contexte, nous demandons instamment à la Commission européenne de **lancer des travaux visant à créer un label européen IR ou ESG** qui compléterait les travaux en cours sur l'Eco-label. En particulier, il serait utile d'explorer un système de notation permettant un certain degré de granularité dans l'intégration des facteurs ESG et des différents niveaux d'ambition. Nous considérons que les deux labels (le label européen RI/ESG et l'Ecolabel) pourraient être utilisés pour la distribution aux investisseurs particuliers et professionnels. En plus des labels verts et ESG, l'Europe pourrait développer, par exemple, un label pour les investissements sociaux, un domaine qui pourrait se développer rapidement suite à la crise du Covid-19, et un label pour les fonds d'impact, un autre segment qui suscite l'intérêt des investisseurs.

Un tel label serait utile pour les investisseurs de l'UE mais pourrait également être attrayant pour les investisseurs non européens, qui connaissent les cadres réglementaires de l'UE tels que la marque OPCVM et sont intéressés par les compétences et l'expertise développées en Europe autour de l'investissement responsable. L'Europe a donc **la possibilité d'établir un nouveau standard connu au niveau international**.

**Un OPCVM "IR" ou "ESG" pourrait être une option intéressante pour les investisseurs européens et non européens**

Une fois encore, l'objectif n'est pas de freiner l'innovation sur un marché des investissements durables qui évolue rapidement et sert différents objectifs et besoins, mais d'offrir des références aux investisseurs. Le schéma suivant illustre les éléments déjà en place (en vert) et les domaines dans lesquels nous estimons qu'il est nécessaire de poursuivre les travaux au niveau de l'UE (en orange) en matière d'investissement durable.

Ce travail au niveau de l'UE sur les standards minimaux, les terminologies et les labels devra être complété par des efforts pour former les conseillers et éduquer les investisseurs sur l'univers large des produits d'investissement durable.



<sup>6</sup> Voir Novethic/CDC, *Panorama des labels finance durable*, 06/2020.

## □ Propositions concernant les informations sur la durabilité au niveau des acteurs

En plus des informations à fournir au niveau des produits, SFDR définit un certain nombre d'informations à fournir au niveau des participants de marché. Ces informations comprendront les éléments suivants :

- Transparence des politiques en matière de risque de durabilité
- Transparence des impacts négatifs sur la durabilité au niveau des entités (pour les entités de plus de 500 employés)
- Transparence des politiques de rémunération en ce qui concerne l'intégration des risques de durabilité

### Les transparences au niveau de l'entité serviront d'incitation pour monter la barre et encourager des pratiques plus durables

Ces nouvelles exigences marquent une avancée significative pour encourager les acteurs du marché à mieux prendre en compte les facteurs ESG. Comme la plupart des acteurs se positionnent désormais comme des institutions financières responsables, ces nouvelles informations seront utiles aux investisseurs et aux clients qui souhaitent comparer les intermédiaires et confronter les stratégies commerciales aux actions effectivement prises. Là encore, sur la base de notre expérience de la mise en œuvre de l'article 173, il est nécessaire de **définir et de présenter les informations pertinentes** afin qu'elles puissent être comparables et utiles. Ceci est également de plus en plus important car il peut être difficile pour un investisseur de différencier l'approche développée au niveau de l'entité de ce qui est pertinent au niveau du produit.

En ce qui concerne les principaux impacts négatifs, la consultation du comité conjoint sur les RTS pour SFDR envisage **un ensemble d'indicateurs communs** au niveau des entités. Bien que les domaines couverts soient des thèmes ESG communément acceptés, les superviseurs sont conscients que les données ne sont pas toujours disponibles et que certains indicateurs se heurtent à des problèmes méthodologiques. Le calcul agrégé sur un ensemble de portefeuilles soulève également des questions. Toutefois, ces indicateurs **encourageront une meilleure intégration des risques ESG et contribueront à améliorer les données et les méthodologies**. Les réponses à la consultation permettront de contribuer aux discussions sur la liste la plus pertinente à prendre en compte, qui devrait évoluer avec le temps (notamment dans les domaines exploratoires tels que les risques pour la biodiversité).

SFDR impose également des obligations de transparence concernant les mesures prises. À cet égard, comme de nombreux gestionnaires et détenteurs d'actifs accroissent leurs efforts – et leur communication – en matière de durabilité, il sera également important de démontrer les actions concrètes entreprises et, si possible, les résultats obtenus dans ce domaine.

Enfin, étant donné qu'aucune norme technique n'est attendue concernant la communication des risques de durabilité, les autorités devraient veiller à la convergence en matière de supervision au niveau des autorités européennes de supervision et pourraient envisager d'élaborer des lignes directrices.

## □ Propositions visant à améliorer le cadre applicable aux indices pour soutenir l'investissement durable

Les nouveaux règlements de l'UE accordent aux indices un rôle central dans le développement de produits d'investissement durables. Le cas des produits "poursuivant un objectif de réduction des émissions de carbone" est particulièrement éloquent, car SFDR<sup>7</sup> semble impliquer que ces produits devront s'appuyer sur un indice *Paris-aligned benchmark* (PAB) ou un indice *Climate-transition benchmark* (CTB) (tel que défini dans le règlement sur les indices de référence (BMR)) pour justifier la réalisation de leur objectif d'investissement durable.

---

<sup>7</sup> Article 9, paragraphe 3.

Les points suivants doivent être gardés à l'esprit lors de l'examen du cadre de référence actuel :

- ▶ La promotion des indices de référence comme outil d'investissement durable exige **une cohérence entre les exigences imposées aux investisseurs et les exigences imposées aux administrateurs d'indices de référence**. Par exemple, les indicateurs de performance clés (KPI) des indices de référence doivent être cohérents avec les informations relatives aux effets négatifs exigées des produits financiers (voir ci-dessus). De même, la transparence sur les critères de sélection des indices PAB/CTB de l'UE doit être cohérente avec la transparence exigée des produits d'investissement "Article 9" dans le cadre de SFDR.
- ▶ **Les stratégies d'investissement dans le domaine du climat sont susceptibles d'évoluer rapidement**. L'approche concernant les standards européens PAB/CTB devrait être revue régulièrement afin d'éviter l'obsolescence des normes. Il convient également de noter que, contrairement à la proposition initiale de la Commission européenne, les dispositions finales du BMR ne prévoient pas d'exigences en matière de référentiels à faible teneur en carbone, un segment qui pourrait également justifier une attention réglementaire.
- ▶ **Le cadre de surveillance** pour l'évaluation de la conformité des indices commercialisés comme PAB/CTB doit être clarifié. L'autorité nationale compétente de l'administrateur de l'indice de référence devrait être responsable de cette supervision, tout en mettant éventuellement en place une procédure d'escalade pour les autorités qui supervisent les produits ayant recours à ces indices. Les conditions d'une autorisation spécifique permettant à un administrateur de référence de commencer à proposer des indices labellisés devraient également être étudiées.

## 2. L'INVESTISSEMENT DURABLE A BESOIN DE DONNÉES ESG SOLIDES

### □ Propositions pour de meilleures données ESG des entreprises

Le succès du plan d'action de l'UE pour la finance durable dépend en grande partie de la disponibilité et de la qualité des informations ESG fournies par les entreprises. En introduisant à la fois la matérialité financière et la matérialité environnementale et sociale (double matérialité), la directive européenne sur l'information non financière (NFRD) a, à bien des égards, jeté les bases d'une grande partie de la réflexion actuelle dans le domaine de la finance durable.

Toutefois, le cadre actuel peut encore être amélioré<sup>8</sup> :

- Les investisseurs se plaignent du manque de comparabilité et de robustesse des informations ESG communiquées par les entreprises, ainsi que de la surabondance d'informations et de la prolifération d'indicateurs de performance non financiers calculés selon différentes méthodologies
- Les entreprises se plaignent d'une myriade de demandes émanant des agences de notation ESG et des investisseurs et ne savent pas comment traiter la double matérialité et répondre aux besoins de parties prenantes diverses
- La coexistence de nombreuses standards de reporting et le manque de vérification concernant les publiées ajoutent à la confusion et sapent la confiance dans la qualité des notifications
- Bien que la publication de données sur le climat progresse, le cadre reste largement volontaire<sup>9</sup>
- Dans le même temps, les données ESG gagnent en influence car elles sont progressivement incorporées dans la recherche, l'analyse des notations de crédit, les indices et les stratégies d'investissement en général (voir ci-dessus)

<sup>8</sup> Voir notamment ESMA, Report on undue short-term pressure on corporations from the financial sector (§55), déc. 2019 et P. de Cambourg, Ensuring the relevance and reliability of non-financial corporate information: an ambition and a competitive advantage for a sustainable Europe, mai 2019, ainsi que notre rapport de novembre 2019 sur la RSE.

<sup>9</sup> Recommandations de la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) et lignes directrices de la Commission européenne sur la communication d'informations sur le climat.

- Les exigences actuelles en matière d'information des entreprises ne sont pas suffisantes pour que les investisseurs et les intermédiaires financiers puissent satisfaire aux nouvelles exigences de l'UE découlant du plan d'action pour la finance durable, notamment les règlements relatifs à la transparence (SFDR), aux indices de référence (BMR) et à la taxonomie, mais aussi d'autres dispositions concernant l'intégration des risques de durabilité par les investisseurs et les gestionnaires d'actifs.

Les données ESG devenant de plus en plus importantes pour les marchés financiers, il est impératif que nous progressions collectivement vers des informations ESG plus robustes et plus comparables. Bien qu'il n'existe pas de solution miracle pour des questions aussi complexes et diverses, pour lesquelles une évaluation qualitative reste essentielle, la prochaine révision de NFRD offre à l'Europe l'occasion de clarifier et d'harmoniser le cadre actuel de *reporting* et de fixer des normes solides. Comme nous l'avons précisé dans notre réponse à la consultation de la Commission européenne, nous pensons que l'examen de NFRD devrait au moins aborder les points suivants :

- ▶ **Définir des règles de reporting plus contraignantes pour les entreprises avec une meilleure cohérence au sein de l'Europe**, par exemple en supprimant les options nationales et en exigeant que les dispositions de la directive 2014/95/UE soient harmonisées au maximum et/ou en établissant un règlement européen. La révision de la directive est également l'occasion de transformer tout ou partie des lignes directrices non contraignantes existantes en obligations, en premier lieu celles concernant la communication d'informations sur le climat.
- ▶ **Garantir un cadre d'application et de revue solide**, par exemple en intégrant la déclaration non financière dans le rapport de gestion. Cela contribuera également à garantir que les questions environnementales et sociales soient prises en compte au plus haut niveau de la stratégie des entreprises.
- ▶ **Fournir des orientations supplémentaires sur les éléments clés de la déclaration de performance non financière tels que la matérialité**, par exemple en clarifiant la définition actuelle afin de fournir aux entreprises des critères objectifs pour évaluer le niveau d'importance relative de leurs risques et opportunités non financiers, tout en laissant aux entreprises la responsabilité du test d'importance relative.
- ▶ **Exiger un examen obligatoire du contenu de la déclaration non financière par un prestataire de services d'assurance indépendant**, cet examen aiderait non seulement les émetteurs à s'assurer que leur déclaration est cohérente, mais aussi que le processus de collecte des données ainsi que les méthodes utilisées pour les indicateurs sont solides.
- ▶ **Harmoniser les exigences entre les grandes entreprises cotées et non cotées et étudier le cadre de reporting le plus approprié pour les petites et moyennes entreprises (PME)**. Si le fait d'exiger des PME qu'elles appliquent les mêmes normes que les grandes entreprises impliquerait une charge disproportionnée, il est important de les inciter à publier des informations, ainsi que de faciliter leur travail en leur fournissant un cadre commun allégé. Encourager les PME à établir une déclaration de performance non financière et les aider à le faire contribueraient également à réduire le biais ESG qui tend à favoriser les grandes entreprises et à aider les PME à répondre aux demandes croissantes d'un certain nombre de leurs parties prenantes (y compris les clients, les banques, les investisseurs, etc.).

Alors que la pression des investisseurs croît, l'Europe doit aboutir rapidement à un standard de reporting ESG robuste

La Commission européenne a également demandé au Groupe consultatif pour l'information financière en Europe (EFRAG) d'entamer des travaux préparatoires sur les normes d'information non financière. Le **calendrier** d'élaboration de ces normes est crucial. En outre, **une gouvernance solide doit être définie pour le processus d'élaboration des normes**, garantissant l'indépendance, la responsabilité, la prévention des conflits d'intérêts, la participation des parties prenantes concernées et des processus de consultation solides et transparents. Les autorités européennes de surveillance, et en particulier l'AEMF, devraient avoir un rôle clé dans cette élaboration.

## La cohérence entre les différents textes est cruciale

Enfin, comme mentionné, **la cohérence entre les différents nouveaux textes de l'UE** pour la finance durable, et en particulier, la cohérence entre les **différents indicateurs clés de performance demandés par la réglementation** (BMR, SFDR, règlement taxonomique), ainsi que leurs méthodologies sous-jacentes, est déterminante. Alors que les différents acteurs du marché (entreprises, investisseurs, fournisseurs d'indices, gestionnaires d'actifs et autres acteurs des marchés financiers, etc.) commencent à se préparer aux nouvelles exigences, il est essentiel de s'assurer que ces obligations sont compatibles et cohérentes (par exemple entre la future législation sur l'information non financière et les nouveaux règlements sur la taxonomie et la transparence en matière de durabilité).

### □ Propositions pour un écosystème plus robuste pour les informations ESG

## Une grande part de la crédibilité et de la robustesse de la finance durable repose sur des données de fournisseurs

Étant donné la complexité de l'accès aux informations ESG et de leur analyse au niveau de l'entreprise, les fournisseurs tiers jouent un rôle de plus en plus important. Les fournisseurs d'indices, les gestionnaires et détenteurs d'actifs, les banques, les entreprises ou les agences de notation de crédit dépendent de plus en plus de ces fournisseurs pour évaluer les risques et les opportunités ESG. En revanche, ces fournisseurs restent largement non régulés. Ces dernières années, le paysage du marché a également rapidement changé, avec un certain nombre d'acquisitions de la part de bourses, d'agences de crédit, de fournisseurs d'indices ou d'autres acteurs du marché. Cela peut conduire à un niveau de concentration croissant, à des risques potentiels accrus de conflits d'intérêts et à des problématiques de pouvoir de marché. Les investisseurs et les entreprises soulèvent également régulièrement des préoccupations concernant la transparence et la comparabilité des notations ESG et des méthodes de notation<sup>10</sup>, ainsi que l'existence de biais potentiels.

Nous saluons donc l'intérêt de la Commission européenne pour ce sujet et soutenons une initiative législative visant à répondre à ces préoccupations. Le futur cadre devrait prendre en considération la nécessité de préserver la diversité des fournisseurs et veiller à la proportionnalité. L'autorisation et la supervision devraient être confiées à l'ESMA (AEMF). Le cadre devrait inclure des règles pour garantir la gestion appropriée des conflits d'intérêts, ainsi que la transparence et la robustesse des méthodologies.

<sup>10</sup> Voir également Berg, F., Kölbl, J. et Rigobon, R., *Aggregate Confusion : The Divergence of ESG Ratings* (17 mai 2020).

## Acronymes:

■ AEMF	Autorité européenne des marchés financiers (ESMA – <i>European Securities Markets Authority</i> )
■ BMR	<i>Benchmark Regulation</i> (Règlement Indices)
■ CTB	<i>Climate-Transition Benchmark</i>
■ EFRAG	<i>European Financial Reporting Advisory Group</i>
■ ESA	<i>European Supervisory Authorities</i> (autorités européennes de supervision)
■ ESG	Environnement, social et gouvernance
■ DICI	Document d'informations clés pour l'investisseur
■ DDA	Directive sur la distribution d'assurance
■ IR	Investissement responsable
■ ISR	Investissement socialement responsable
■ ITS	<i>Implementation Technical Standards</i> (standards techniques de mise en œuvre)
■ MIF	Marchés d'instruments financiers
■ NCA	<i>National Competent Authority</i> (autorité nationale compétente)
■ NFRD	<i>Non-Financial Reporting Directive</i> (directive sur la publication d'informations non-financière)
■ OPCVM	Organismes de placements collectifs en valeurs mobilières
■ PAB	<i>Paris-Aligned Benchmark</i>
■ RTS	<i>Regulatory Technical Standards</i> (normes techniques réglementaires)
■ SFDR	<i>Sustainable Finance Disclosures Regulation</i>
■ TCFD	<i>Task Force on Climate-related Financial Disclosures</i>

## Nous contacter :

- Natasha Cazenave, Secrétaire générale adjointe, Régulation et affaires internationales, [n.cazenave@amf-france.org](mailto:n.cazenave@amf-france.org)
- Vanessa Casano, Directrice de la division de la régulation de la gestion d'actifs, [v.casano@amf-france.org](mailto:v.casano@amf-france.org)
- Delphine Dirat, Directrice de la division de la régulation des émetteurs, [d.dirat@amf-france.org](mailto:d.dirat@amf-france.org)
- Julie Ansidei, Directrice de l'unité stratégie et finance durable, [j.ansidei@amf-france.org](mailto:j.ansidei@amf-france.org)

## AMF publications:

- AMF, Réponse de l'AMF à la consultation publique européenne sur la revue de la directive extra-financière, juin 2020
- AMF, Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, mars 2020
- AMF, L'AMF répond à l'analyse d'impact initiale de la Commission européenne sur la revue de la directive extra-financière, mars 2020
- AMF, Rapport 2019 sur la responsabilité sociale, sociétale et environnementale des sociétés cotées, Nov. 2019
- AMF, Les Français et les placements responsables, Sep. 2019 (Audirep pour l'AMF)
- AMF, La lisibilité des documents d'information des placements ISR, Sept. 2019 (CSA pour l'AMF)
- AMF/ACPR/CGDD/DGT, Rapport conjoint sur l'application des dispositions du décret n° 2015-1850 portant application de l'article 173-VI de la loi de transition énergétique pour la croissance verte relatives à l'information extra-financière des investisseurs, juillet 2019
- AMF, Synthèse des contrôles SPOT sur les dispositifs de gestion ISR des sociétés de gestion de portefeuille et l'intégration des critères ESG, juillet 2019
- AMF/AFM, Prospectus d'obligations vertes - Prise de position conjointe des autorités françaises et néerlandaises, avril 2019
- AMF, Finance durable : Quel est le rôle du régulateur : Feuille de route de l'AMF, Nov. 2018