

## Information sur la durabilité, et efficacité des marchés

Les débats entre les membres de l'AEFR ont été introduits par des exposés liminaires de Fabrice Demarigny (Mazars), Astrid Milsan (AMF), Marie-Pierre Peillon (Groupama AM) et Estelle Castres (BlackRock). Ils ont été modérés par Didier Vallet (AEFR et Institut Louis Bachelier), et accueillis chez Bredin Prat par Didier Martin.

Un avant-projet du *Debate Paper* de l'AEFR prévu sur ce thème, qui pourrait être publié en début d'année prochaine, avait été adressé la veille aux introducteurs.

Ce document expose notamment que l'enjeu est décidément, sous impulsion européenne, de permettre le financement d'une transition que les Etats ne feront pas seuls, de flécher les investissements vers des actifs durables (au sens de la taxonomie) et fiable (au sens de CSRD), et ainsi de permettre une allocation du capital la plus performante possible.

Le *Debate Paper* se concentrera sur deux aspects : la production des données et les qualités attendues de celles-ci (pertinentes, sincères, vérifiables, compréhensibles, comparables...), et l'impact sur les marchés.

Il rappellera que l'enjeu est, sous impulsion européenne, de permettre le financement d'une transition que les Etats ne feront pas seuls, de flécher les investissements vers des actifs durables (au sens de la taxonomie) et fiable (au sens de CSRD), et ainsi de permettre une allocation du capital la plus performante possible.

Le dispositif prévu en Europe repose sur un spectre plus large que celui proposé Outre-Atlantique, tant en ce qui concerne la transparence (double matérialité) que l'étendue (pas seulement les sujets liés à l'environnement, mais également les questions sociales et de gouvernance).

Il saluera la qualité du travail fourni par l'EFRAG y compris dans le dialogue avec l'ISSB, avec l'enjeu majeur d'éviter des standards concurrents qui imposeraient aux entreprises des procédures lourdes et redondantes. Les normes européennes qui seront plus exigeantes doivent être reconnues équivalentes par l'ISSB et la SEC.

Enfin, tout ceci est neuf. Les entreprises découvriront ce qu'elles devront intégrer, dans les chaînes de production comptable, le contrôle interne, leur gouvernance, les tâches de leurs auditeurs... ; les investisseurs devront faire un tri efficace d'informations plurielles très prolifiques ; et les superviseurs auront également à mettre en place des moyens nouveaux.

Le projet insiste particulièrement sur l'émergence d'un écosystème qui n'existe pas encore, et dont le bon fonctionnement dépend étroitement des décisions à venir qui incombent à la Commission, de leurs transpositions dans les droits nationaux (pour les sociétés cotées comme pour les non-cotées), de la capacité qu'auront les acteurs (dont les agences de notation) et les autorités à agréger des données disparates.

L'Union européenne a besoin de mener une réflexion stratégique sur l'écosystème qu'elle veut mettre en place pour l'information sur la durabilité.

### Deux grandes questions se posent ainsi aux superviseurs :

- la logique de la supervision doit-elle être d'accompagnement des entreprises (et l'importance de leur attractivité) ou être plus rigoureuse ?
- comment préserver une cohérence européenne ?

La France a pris de l'avance par rapport à ses homologues, dans une logique d'accompagnement et de définition de bonnes pratiques, et les acteurs français jouent le jeu de façon efficace. Mais se fait jour un réel besoin, encore, de clarifications ou précisions : la comparabilité des données est faible, les choix stratégiques ne sont pas toujours exposés et la question de l'inclusion ou non dans les documents financiers reste ouverte.

Peut être citée l'initiative franco-néerlandaise sur les agences de notation, en rappelant que, sur de nombreux points, nos homologues n'ont pas toujours les mêmes interprétations que la française.

Du point de vue des praticiens, et nourri par leur expérience, les équipes en charge des questions financières, et ceux en charge des questions extra-financières, ont commencé à se rapprocher il y a quelques années ; dans certains cas, elles ont été fusionnées après des actions importantes de formation de leurs agents.

Mais il faut rappeler que tout ceci ne peut évoluer que dans le temps long - la normalisation en analyse financière a pris, il faut s'en souvenir, une trentaine d'années.

Une autre difficulté provient de l'absence de langage commun entre les interrogations des investisseurs institutionnels et les informations dont ont besoin les investisseurs retail, qui se reposent souvent sur des conseillers clientèle dont la formation doit être améliorée.

Il faut ici souligner l'importance des flux d'investissements transfrontaliers, en particulier des Etats-Unis vers l'Europe, mais aussi l'absence de convergence entre les méthodes d'analyse des risques actions, crédits, et le manque de cohérence des données brutes collectées dans des zones différentes.

Est à cet égard notable la grande diversité des pratiques américaines et parfois leurs paradoxes (« le Texas est l'Etat où il y a le plus de projets de transition »), ainsi que sur la variété des destinations géographiques des projets et des flux induits par de nombreux partenariats avec des institutions internationales ou locales. Certaines grandes maisons analysent le risque climat comme un risque financier, depuis début 2020.

S'agissant des besoins des investisseurs retail, il faut souligner l'importance des labels dont la variété mériterait d'être réduite, pour ne pas dire régulée.

Un débat nourri et actif s'est engagé entre les participants, sur des sujets divers dont certains sont précisés ici.

La prise de conscience des émetteurs de la difficulté née de l'absence de référentiels dominants, et du fait qu'ils auraient été peu entendus par les structures en charge des propositions – mais, il faut reconnaître que, au niveau européen en particulier et pour l'EFRAG, il est manifeste qu'il y a des écarts profonds entre les attitudes des associations d'émetteurs selon les zones géographiques et les pays.

L'échange a mentionné la question de la responsabilité de l'information diffusée, avec les risques de contentieux multiples que ceci peut faire naître.

L'enjeu d'une montée par phase successive de la double matérialité ne pénalise pas les entreprises européennes a été souligné.

La discussion a porté également sur le rôle central que jouera *in fine* l'investisseur comme arbitre du système.

Inversement, l'importance de voir émerger un écosystème qui soit diversifié est rappelée, exemples étant donnés des agences de notation ou des proxys.

Des considérations sur les règles relatives à la rémunération des dirigeants (les objectifs financiers ne sont-ils pas plus stricts que les objectifs extra-financiers ?) sont ainsi échangées ; de même sur l'accès à l'information par des tiers non directement parties prenantes (presse, ONG...) que pourrait restreindre une récente décision de la CJUE sur les bénéficiaires effectifs, dont une interprétation juridique précise a été présentée.

La réunion a été prolongée par des échanges informels, grâce à l'hospitalité de Bredin Prat.