

DPEF, taxonomie, ISR : la Commission veut une finance durable à la fois visible... et transparente !

Convaincue qu'il n'y aura point d'Europe climatiquement neutre en 2050 sans finance durable, la Commission s'emploie tout à la fois à renforcer la visibilité des instruments financiers verts... et leur transparence ! • Labels, déclaration de performance extra-financière, refonte du système de reporting extra-financier... la Commission s'active sur tous les fronts • Mais il y a encore loin de la coupe aux lèvres, comme l'a récemment souligné la Cour des comptes européenne •

Sur la base du Pacte vert européen, l'Union européenne s'est engagée à devenir le premier continent neutre pour le climat d'ici à 2050 et à réduire ses émissions de gaz à effet de serre d'au moins 55 % d'ici à 2030 (vs 1990) ¹. Pour parvenir à ces objectifs et afin de s'inscrire dans le cadre posé par l'Accord de Paris visant à rendre les flux financiers compatibles avec un développement à faible émission de gaz à effet de serre et résilient aux changements climatiques ², la Commission européenne a entamé, dès 2016, une réflexion sur la notion de « finance durable ».

En mars 2018, sur la base d'un rapport rendu par le groupe d'experts à haut niveau sur la finance durable, créé en 2016 (*High Level Expert Group on Sustainable Finance* dit HLEG), la Commission a dévoilé un plan d'action pour le financement d'une croissance durable, comprenant la réalisation de trois objectifs, dont la réorientation des flux de capitaux vers des investissements durables ³. Pour la réalisation de cet objectif, la Commission a prévu la mise en œuvre d'une série de dix mesures majoritairement focalisées sur l'amélioration de la transparence du marché financier, qu'il s'agisse de la transparence des acteurs financiers (I) ou de celle des entités objet des financements (II).

I. UN RENFORCEMENT SIGNIFICATIF DES OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE PESANT SUR LES ACTEURS DES MARCHES FINANCIERS

Du point de vue des acteurs financiers, le cadre sur la finance durable posé en 2018 se compose de plusieurs éléments essentiels : d'une part, il vise la création d'un ensemble d'outils d'investissement (normes et labels) afin d'accroître la visibilité des fonds verts en les incitant à plus de transparence (A) ; d'autre part, il prévoit

Yvon Martinet
Patricia Savin
Nina Latorre
de Itturiecha
Avocats
DS Avocats

un régime d'obligations d'information fondé sur la classification européenne des activités durables (B).

A. L'avènement des fonds labellisés : vers une plus grande transparence de l'investissement dit socialement responsable

Très tôt, face à la volonté grandissante des investisseurs d'intégrer les questions climatiques, environnementales et sociales dans leurs décisions de placement ⁴, les acteurs financiers ont commencé à promouvoir l'investissement socialement responsable (ISR), par la création d'une multitude de fonds dits ISR, intégrant des critères extra-financiers, aussi appelés « critères ESG » (i.e. des critères « environnementaux, sociaux et de gouvernance »), dans les décisions de placement et la gestion de portefeuille.

Pourtant, malgré l'intérêt croissant pour les questions d'éthique et de gouvernance, l'opacité du fonctionnement de ces fonds, créés indépendamment de tout cadre normatif, a suscité une vive suspicion, freinant ainsi les investisseurs potentiels. Certaines de ces entités s'autoproclamaient ISR et utilisaient, chacune, des critères ESG différents, renforçant ainsi l'hétérogénéité des pratiques et créant un manque de lisibilité, de crédibilité et de confiance dans les allégations pour les épargnants.

Une des solutions mises en place par les États membres concernés par l'émergence de ces fonds a été la création de labels venant légitimer les offres responsables et les rendant plus accessibles aux investisseurs à la recherche de ce genre de produits ⁵.

Face à l'émergence et au succès de ces outils nationaux, l'Union européenne a choisi de s'emparer de la question ⁶. La création

1. Communication de la Commission européenne, *Le pacte vert pour l'Europe*, 11 déc. 2019.

2. Accord de Paris, art. 2 § 1.

3. Communication de la Commission européenne, *Plan d'action : financer la croissance durable*, 8 mars 2018.

4. Les Français et l'ISR : résultats de la 8^e enquête Ipsos pour Vigeo EIRIS et le FIR (https://www.semaine-finance-responsable.fr/wp-content/uploads/20170920_CP_GC_Les-Fran%C3%A7ais_et_ISR-vdef.pdf)

5. Source : Novethic (<https://www.novethic.fr/finance-durable/publications/etude/panorama-des-labels-europeens-de-finance-durable.html>)

6. Résolution du Parlement européen du 29 mai 2018 sur la finance durable, pt 6.

de normes et de labels sur les produits financiers verts fait donc partie des dix mesures décidées dans le cadre de son plan d'action ⁷ et constitue l'un des trois éléments du cadre européen sur la finance durable ⁸.

Néanmoins, s'il est vrai que cette mesure vient faciliter l'identification des fonds durables en introduisant de la transparence et permet leur homogénéisation en fixant des règles communes, elle apparaît comme étant largement insuffisante pour opérer la transition majeure désirée par l'Union ⁹. D'une part, si des projets de financement sont réellement dédiés à la croissance verte, d'autres restent plus discutables quant à leur impact climatique et environnemental. D'autre part, et surtout, afin de réorienter les flux de capitaux vers des activités économiques plus durables, encore faut-il se fonder sur une compréhension commune de la notion de « durabilité ».

La Commission européenne a tenté de répondre à ces enjeux par l'adoption de deux règlements, n° 2019/2088 et n° 2020/852, respectivement dénommés *Disclosure* et *Taxonomie*, qui, par le recours à l'information, participent de la réorientation de tous les flux financiers confondus vers des activités durables identifiées.

B. Les règlements *Disclosure* et *Taxonomie* : un régime visant à inciter les entreprises financières à réinventer leurs stratégies d'investissement

Dans l'optique de faire de la transparence l'outil essentiel de la transition vers une finance plus verte, les règlements *Disclosure* et *Taxonomie* font peser sur les entreprises financières un régime strict d'obligations d'information, les incitant d'une part à revoir leur modèle d'investissement et permettant d'autre part aux épargnants de disposer d'éléments concrets pour prendre des décisions éclairées ¹⁰.

Par exemple, dans l'idée d'une double importance relative ¹¹, si le règlement *Disclosure* oblige les acteurs financiers à communiquer sur les risques liés à la durabilité susceptibles d'avoir une incidence négative sur le rendement financier d'un investissement ou d'un conseil, il leur impose par ailleurs une obligation de transparence

7. Communication de la Commission européenne, *Plan d'action : financer la croissance durable*, 8 mars 2018, p. 6.

8. Communication de la Commission européenne, *Stratégie pour le financement de la transition vers une économie durable*, 6 juill. 2021, p. 6.

9. L'Europe aurait besoin de 350 milliards d'euros d'investissements supplémentaires par an sur cette décennie pour atteindre son objectif de réduction des émissions à l'horizon 2030 pour les seuls systèmes énergétiques, en plus des 130 milliards d'euros dont elle aura besoin pour ses seuls objectifs environnementaux. (Communication de la Commission « Accroître les ambitions de l'Europe en matière de climat pour 2030 – Investir dans un avenir climatique neutre, dans l'intérêt de nos concitoyens », 17 sept. 2020).

10. Sur le sujet de la transparence des investissements, il est intéressant de noter le caractère pionnier du droit français qui, par le biais de la loi n° 2015-992 du 17 août 2015, dite *loi sur la transition énergétique*, a posé pour la première fois, à l'article L. 533-22-1 du code monétaire et financier, l'obligation pour les investisseurs institutionnels de communiquer sur leur politique en matière de prise en compte, dans leur stratégie d'investissement, des paramètres environnementaux et sociaux. Modifié par la loi n° 2019-1147 relative à l'énergie et au climat, l'article impose également aux sociétés soumises à l'obligation de publier une DPEF d'y faire figurer les informations sur la mise en œuvre d'une telle politique.

11. V. les développements sur la double importance relative en matière de reporting extra-financier.

De la notion de « double importance relative »

La directive 2014/95/UE, dite NFRD, « a introduit l'obligation pour les entreprises de publier l'incidence des questions de durabilité sur leurs résultats, leur situation et leur évolution (point de vue interne), ainsi que l'incidence de leurs propres activités sur la population et l'environnement (point de vue externe). C'est ce que l'on appelle souvent la « double importance relative » (« *double materiality* ») », précise la Commission dans sa proposition de directive du 21 avril 2021 modifiant les directives 2013/34/UE, 2004/109/CE et 2006/43/CE ainsi que le règlement (UE) n° 537/2014].

quant à la prise en compte des principales incidences négatives des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité ¹².

Le règlement *Taxonomie*, quant à lui, vient renforcer les obligations introduites par le règlement *Disclosure* en précisant le contenu des informations devant être ainsi divulguées ¹³. Il prévoit également l'obligation, pour toutes les entreprises soumises à l'obligation de publier une déclaration de performance extra-financière (DPEF) ¹⁴, en ce compris les entreprises financières, d'y inclure des informations sur la manière et la mesure dans laquelle les activités de l'entreprise sont associées à des activités économiques pouvant être considérées comme durables sur le plan environnemental ¹⁵. La justification d'un tel régime de transparence est double : il s'agit ici d'informer l'investisseur de l'existence du produit, puis de le rassurer sur la réalité de sa durabilité afin de l'inciter *in fine*, à diriger son investissement vers le produit financier le plus durable.

Bien qu'importantes, de telles obligations de transparence ne peuvent avoir de sens que si une définition commune de la « durabilité » émerge. À cette fin, le règlement *Taxonomie*, outre le renforcement des obligations d'information, vient poser les bases d'une classification européenne des activités durables. Ainsi, pour être qualifiée de durable au sens de l'article 3 du règlement, une activité doit contribuer substantiellement à l'un, au moins, des six objectifs environnementaux listés par le règlement ¹⁶, sans pour autant causer de préjudice important aux cinq autres ¹⁷. L'activité doit également s'exercer dans le respect des garanties minimales issues des principes directeurs de l'Organisation de coopération et de

12. Règl. n° 2019/2088, art. 4 et 7.

13. Règl. n° 2020/852, art. 5 et 6.

14. Dir. n° 2013/34/UE telle que modifiée par la directive n° 2014/95/UE NFRD, art. 19 *bis* et 29 *bis*.

15. Règl. n° 2020/852, art. 8.

16. Règl. n° 2020/852, art. 9 : « Aux fins du présent règlement, constituent des objectifs environnementaux : l'atténuation du changement climatique ; l'adaptation au changement climatique ; l'utilisation durable et la protection des ressources aquatiques et marines ; la transition vers une économie circulaire ; la prévention et la réduction de la pollution ; la protection et la restauration des écosystèmes ».

17. *Do no significant harm principle*.

développement économique (Ocde) et des Nations unies relatifs aux droits humains¹⁸, ainsi qu'être conforme à des critères d'examen technique établis par la Commission, dans des actes délégués¹⁹.

Attention toutefois : certaines activités, pourtant non alignées avec la taxonomie, sont admises comme en faisant pleinement partie. Il s'agit notamment des activités dites « habilitantes », c'est-à-dire des activités en principe non éligibles mais qui s'avèrent essentielles à d'autres activités permettant d'apporter une contribution substantielle à l'un des six objectifs énoncés²⁰.

Ceci étant, le règlement *Taxonomie* vient harmoniser au niveau européen la notion d'investissement durable, offrant ainsi aux acteurs de la finance la grille d'analyse nécessaire pour orienter leurs investissements, sans pour autant créer d'obligation d'investir dans les activités qu'il classe (ou d'interdiction d'investir dans les activités non éligibles).

Partant, avec les règlements *Taxonomie* et *Disclosure*, c'est bien l'information qui demeure l'outil principal de la transition à réaliser. Mais le rôle de l'information ne s'arrête pas aux relations entre investisseurs et acteurs des marchés financiers. En effet, pour que ces derniers délivrent l'information nécessaire à l'investissement de l'épargnant, celle-ci doit initialement avoir été délivrée par celui qui la détient, à savoir ici, l'entreprise dont l'activité fait l'objet du financement.

II. LE REPORTING EN MATIÈRE DE DURABILITÉ, UN OUTIL AU SERVICE DE LA FINANCE DURABLE

Consciente du besoin créé par l'introduction des règlements *Taxonomie* et *Disclosure* dans le paysage réglementaire de la finance européenne, la Commission, soutenue par le Parlement européen²¹, a intégré à son plan d'action des mesures visant, *in fine*, l'information fiable et complète des marchés financiers par les entreprises européennes.

Les mesures ainsi envisagées par la Commission concernent essentiellement le mécanisme du *reporting* extra-financier, aujourd'hui prévu par la directive n° 2013/34/UE telle que révisée par la directive n° 2014/95/UE, dite *NFRD* (*Non Financial Reporting Directive*). En effet, si cet outil s'est imposé comme étant le plus adéquat pour satisfaire ce besoin d'information des acteurs financiers, il est rapidement apparu, en l'état, comme étant largement insuffisant. Plusieurs dysfonctionnements ont

ainsi été mis en avant, au premier rang desquels l'insuffisance de son champ d'application et l'absence de cohérence, de pertinence et de fiabilité des informations publiées²².

Face à ces constats, la Commission propose une refonte du système de *reporting* extra-financier, désormais appelé *reporting* en matière de durabilité, au travers d'une proposition de directive dite directive *CSRD* (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) visant tant l'élargissement de son champ d'application (B) que le renforcement de la pertinence et de la fiabilité des informations publiées (A).

A. Le contenu du *reporting* en matière de durabilité : vers la publication d'informations pertinentes, cohérentes et fiables

Le principal reproche adressé aux publications en matière de durabilité est celui du manque de cohérence et de pertinence des informations communiquées. Nombreuses seraient les entreprises qui publient de manière incohérente des quantités importantes d'informations non significatives, alors inexploitable pour le monde de la finance. À ce sujet, la publication de lignes directrices non contraignantes, ayant pourtant eu vocation à contrecarrer ce phénomène, n'a pas permis de l'enrayer²³.

À ce sujet, le règlement *Taxonomie* et son règlement délégué du 6 juillet 2021²⁴ apportent un début de réponse, en tentant de rétablir une certaine cohérence de fond et de forme entre les publications des différentes entreprises soumises à l'obligation. Des précisions sont ainsi apportées aussi bien sur le contenu des informations que sur la présentation qu'elles doivent revêtir. À titre d'exemple, les entreprises non financières sont désormais tenues de communiquer, sous forme de tableau²⁵, la part de leurs dépenses d'investissement (CapEx) et de leurs dépenses d'exploitation (OpEx) liées à des actifs ou des processus associés à des activités durables²⁶.

En tout état de cause, la nouvelle directive *CSRD* viendrait continuer et prolonger le travail entamé par le règlement *Taxonomie* en dressant aux articles 19 *bis* et 29 *bis* de la directive n° 2013/34/UE une liste précise et détaillée des informations devant figurer dans les DPEF. En outre et surtout, la proposition de directive prévoit l'adoption, par la Commission, d'actes délégués afin de définir des normes d'information en matière de durabilité précisant le contenu et la structure des informations à publier en cohérence avec le règlement *Taxonomie* et les objectifs environnementaux qu'il détermine²⁷. Ceci évitera, notamment, les divergences de transpositions nationales.

18. Règl. n° 2020/850, art. 18 : « Les garanties minimales visées à l'article 3, point c), sont des procédures qu'une entreprise exerçant une activité économique met en œuvre pour s'aligner sur les principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales et les principes directeurs des Nations unies relatifs aux entreprises et aux droits de l'Homme, y compris les principes et les droits fixés par les huit conventions fondamentales citées dans la déclaration de l'Organisation internationale du travail relative aux principes et droits fondamentaux au travail et par la Charte internationale des droits de l'homme ».

19. Règl. dél. n° 2021/2139, 4 juin 2021.

20. Règl. n° 2020/852, art. 16.

21. Résolution du Parlement européen du 29 mai 2018 sur la finance durable.

22. Rapport de la Commission européenne concernant les clauses de réexamen figurant dans les directives 2013/34/UE, 2014/95/UE et 2013/50/UE, page 24.

23. Proposition de Directive « CSRD », exposé des motifs.

24. Règlement délégué n° 2021/2178 du 6 juillet 2021.

25. Règl. dél. n° 2021/2178, 6 juill. 2021, art. 2.

26. Notons rapidement ici le rapprochement opéré par le règlement *Taxonomie* entre le financier et l'extra-financier. Avec cette réglementation, les deux notions finissent par se confondre justifiant le recours à la notion de « durabilité » en lieu et place de celle de « d'extra-financier ».

27. Art. 1^{er} de la proposition de directive *CSRD*, futurs art. 19 *ter* et 19 *quater* de la directive n° 2013/34/UE.

Concernant le manque de fiabilité des informations, la critique est également récurrente et provient d'un grand nombre d'utilisateurs, expliquant que cette situation serait principalement due à l'absence d'exigence d'assurance pour le contenu de la DPEF²⁸. En effet, si la directive NFRD oblige les États membres à veiller à ce que le contrôleur légal des comptes ou cabinet d'audit vérifie que la DPEF ait effectivement été fournie par l'entreprise, elle leur suggère seulement d'exiger que les informations figurant dans la déclaration soient vérifiées par un prestataire de services d'assurance indépendant. Ce qui est par exemple le cas en France avec l'article L. 225-102-1 du code de commerce qui impose une vérification des DPEF par un « organisme tiers indépendant ». À ce sujet, la proposition CSRD inclut une révision de la directive n° 2006/43/CE sur les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés afin de prévoir l'application systématique et obligatoire de procédures d'assurance aux informations publiées en matière de durabilité²⁹.

In fine, avec cette série de mesures, la proposition de directive devrait permettre de résoudre les difficultés liées au manque de pertinence, de cohérence et de fiabilité des informations publiées, permettant alors aux acteurs financiers d'orienter leurs investissements plus aisément. À l'instar de ces critiques, celles relatives à l'étroitesse du champ d'application ont également été prises en compte par la Commission dans la rédaction de sa proposition.

B. Le champ d'application du reporting en matière de durabilité : vers l'inclusion d'une majorité d'entreprises

Parmi les dysfonctionnements du cadre actuel en matière de reporting extra-financier, la Commission européenne relève que de nombreuses entreprises dont les informations non financières seraient nécessaires aux utilisateurs ne sont pas tenues de les publier³⁰. En effet, conformément aux articles 19 bis et 29 bis de la directive NFRD, sont aujourd'hui concernées par les obligations de reporting les seules grandes entreprises d'intérêt public employant plus de 500 salariés sur l'exercice³¹,

excluant ainsi un grand nombre de sociétés dont les titres sont pourtant admis sur les marchés réglementés (essentiellement des petites et moyennes entreprises). Partant, ces PME s'en trouvent défavorisées puisqu'elles s'avèrent *de facto* exclues du portefeuille des acteurs de la finance qui ont besoin de telles informations afin de diriger leurs investissements.

Dès lors, dans le but d'ouvrir le financement durable à ces sociétés, la Commission européenne propose d'élargir le prisme des entreprises soumises à l'obligation de reporting. Ainsi, outre les grandes entreprises et sociétés mères de grands groupes, devraient désormais être soumises à l'obligation de reporting toutes les entreprises dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé européen à l'exception des micro-entreprises³². Avec une telle avancée, 49 000 sociétés seraient touchées par l'obligation de reporting, contre 11 600 aujourd'hui, augmentant alors significativement le portefeuille d'investissement des acteurs financiers.

En conclusion, la Commission européenne, consciente qu'une transition vers une économie neutre en carbone nécessite d'importants investissements privés et publics dans des activités durables, a engagé des travaux visant à transformer le monde de la finance. Dans un premier temps, elle s'est attachée à renforcer la transparence du marché, ce qui doit être salué. Pour autant, dans un rapport spécial sur la finance durable, la Cour des comptes européenne, n'a pas hésité à souligner l'insuffisance des mesures adoptées et leur manque de cohérence³³. Elle relève notamment la nécessité de les coupler à des mesures d'accompagnement afin de régler le problème des coûts des activités non durables, identifié par la Cour des comptes comme l'un des principaux enjeux de la transition. D'autres mesures sont également proposées par la Cour, au premier rang desquelles la création de possibilités d'investissement durables, solution reconnue par la Commission comme élément constitutif du cadre sur la finance durable, mais pourtant insuffisamment mis en œuvre. Reste à savoir si la Commission tiendra compte de ces critiques et recommandations émises et s'y conformera.

28. Consultation publique menée par la Commission européenne sur le projet de directive CSRD.

29. Art. 3 de la proposition de directive CSRD, futurs art. 26 bis et 27 bis de la directive n°2006/43/CE.

30. Rapport de la Commission européenne concernant les clauses de réexamen figurant dans les directives n° 2013/34/UE, n° 2014/95/UE et n° 2013/50/EU, p. 22.

31. En France, les critères ont été adaptés : l'obligation s'applique aux sociétés dont le total du bilan et du montant net du chiffre d'affaires excèdent 100 millions d'euros et le nombre de salariés dépasse les 500 (C. com., art. L. 225-102-1 et R. 225-104).

32. Proposition de directive CSRD, art. 19 bis et 29 bis. Étant précisé que pour les PME cotées, l'obligation s'applique à compter du 1^{er} janvier 2026.

33. Cour des comptes européenne, rapp. spécial, *La finance durable : l'UE doit agir de façon plus cohérente pour réorienter les financements vers les investissements durables*, 2021.