

# SFI Public Discussion Note

## Indicateurs de finance durable



Octobre 2021

# 1. Introduction



**Prof. Philipp Krueger**  
*titulaire d'une Senior Chair  
du SFI et professeur associé  
de finance responsable  
à l'Université de Genève*



**Dr. Cyril Pasche**  
*SFI Director Knowledge  
Exchange and Education*

La durabilité est devenue l'une des plus profondes tendances sociétales de notre époque, et cette évolution touche également le secteur financier. Pour prendre en considération cette dimension de durabilité, de nombreuses institutions financières intègrent désormais des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans leurs décisions d'investissement.

Pour illustrer l'importance croissante de la durabilité, la figure 1 représente la part des actions détenues au niveau mondial par les institutions financières ayant ratifié les Principes pour l'investissement responsable (PRI, une initiative soutenue par l'Organisation des Nations Unies), par rapport à la part détenue par les institutions financières qui n'en sont pas signataires. L'initiative PRI regroupe un réseau d'investisseurs dont l'objectif est de promouvoir l'investissement durable.



En 2006, le volume des actions détenues et gérées par des institutions signataires des PRI représentait encore un niveau négligeable. En revanche, en 2017, ces titres atteignaient plus de 18'000 milliards de dollars sur un total de 32'000 milliards de dollars. Ces chiffres signifient que plus de 50% des actions mondiales détenues par des investisseurs institutionnels sont désormais gérées par des signataires des PRI. Cette tendance laisse penser qu'en moyenne, les investisseurs institutionnels en actions s'engagent désormais, du moins publiquement, à intégrer des critères de durabilité dans leurs processus de prise de décisions.

A travers sa série de Public Discussion Notes, le Swiss Finance Institute (SFI) encourage activement des échanges étayés autour de thèmes pertinents pour le secteur financier, les milieux politiques et le monde universitaire. En outre, le SFI diffuse ses résultats par le biais de travaux de recherche, de publications, de Master Classes, de conférences et de cours de formation continue.

1) Gibson, R., Glossner, S., Krueger, P., Matos, P., & Steffen, T. (2021). Do responsible investors invest responsibly? Document de travail

L'un des défis auxquels sont confrontés ces investisseurs est de mesurer et de quantifier avec précision les caractéristiques de durabilité de leurs investissements, c'est-à-dire d'élaborer des *indicateurs de finance durable* efficaces. De tels indicateurs permettraient aux investisseurs et aux entreprises d'évaluer si leurs investissements permettent de progresser vers une société plus durable. Ils réduiraient également le risque d'"écoblanchiment" (*green washing*), c'est-à-dire d'allégations infondées concernant l'effet soi-disant positif sur l'environnement de certains produits d'investissement.

Dans cette *SFI Public Discussion Note*, nous abordons plusieurs sujets pertinents dans le cadre du débat autour des indicateurs de finance durable. Nous rappelons tout d'abord les principaux défis liés à la mesure de la durabilité, puis nous revenons brièvement sur les indicateurs actuellement

disponibles. Nous consacrons une partie importante de cette *Public Discussion Note* aux questions liées aux exigences de divulgation (*disclosure*) en matière de durabilité, en présentant certaines des approches existantes, que ces dernières s'inscrivent dans une démarche volontaire des entreprises ou leur soient imposées par la réglementation en vigueur. Nous nous concentrons ensuite sur la critique fréquemment formulée selon laquelle les indicateurs de finance durable peuvent diverger pour une même entreprise, selon quel fournisseur de données émet ces indicateurs. Nous mettons en lumière les raisons qui peuvent expliquer de tels écarts, ainsi que l'ampleur réelle de ces divergences. Nous suggérons ensuite quelques moyens d'améliorer les indicateurs actuels de finance durable. Enfin, nous concluons par quelques recommandations en matière de politique.



## 2. Pourquoi est-il difficile de mesurer la durabilité ?

Il existe de nombreuses raisons pour lesquelles il est difficile de construire des indicateurs cohérents et efficaces qui soient utiles dans les prises de décisions en matière de finance durable. Tout d'abord, la durabilité est par nature un concept multidimensionnel. Elle englobe un ensemble disparate de thématiques ESG, tels que le changement climatique et les émissions de carbone, les droits de l'homme, ou encore la rémunération des dirigeants. Ces questions, notamment celles liées au changement climatique, sont souvent axées sur les risques et les opportunités à long terme. De surcroît, lors de la construction d'un indicateur globale de finance durable, l'importance relative d'une question spécifique en matière de durabilité reflète d'une certaine manière des biais normatifs et subjectifs. Les chercheurs ont démontré, par exemple, que les pays d'origine des fournisseurs de données ESG jouaient un rôle dans la détermination de l'importance méthodologique de telle ou telle thématique ESG. Un exemple : dans les pays de droit civil (comme la France ou l'Allemagne, qui mettent particulièrement l'accent sur le droit codifié), les fournisseurs de données peuvent accorder plus d'importance aux questions relatives à la protection des salariés. A l'inverse, dans les pays de *common law* (comme le Canada, les États-Unis ou le Royaume-Uni, qui considèrent les décisions judiciaires comme la source la plus importante de la loi), ces fournisseurs se concentrent davantage sur des thématiques ayant un impact financier pour les actionnaires. Outre le large éventail des questions devant généralement être intégrées dans les indicateurs de finance durable (dont, entre autres, le changement climatique, les inégalités et les thématiques illustrées par les 17 Objectifs de développement durable des Nations Unies), ces indicateurs sont censés mesurer des aspects non seulement quantitatifs, mais également qualitatifs.

Un autre défi dans la construction d'indicateurs de finance durable est lié au concept de matérialité. Certains indicateurs s'intéressent exclusivement aux questions ayant une matérialité financière pour l'entreprise et qui sont donc pertinentes pour les fournisseurs de capitaux comme les actionnaires ou les créanciers. D'autres indicateurs s'appuient en revanche sur la notion de *double matérialité*. Ils cherchent à prendre en considération non seulement l'impact financier de certaines thématiques sur l'entreprise, mais aussi la manière dont

l'entreprise elle-même affecte matériellement le bien-être d'un ensemble plus large de parties prenantes (par exemple, leurs partenaires et salariés), l'environnement ou la société au sens large. Le concept de double matérialité tente donc d'agréger des externalités à la fois positives et négatives. Par conséquent, les indicateurs basés sur le concept de double matérialité sont pertinents non seulement pour les entreprises et les acteurs qui leur fournissent des capitaux, mais aussi pour un public potentiellement beaucoup plus large (par exemple, la classe politique, la société civile, les instances de régulation ou les ONG). La cible plus large d'utilisateurs potentiels de ces mesures rend donc également leur construction plus difficile.

La disponibilité et l'homogénéité des données (ou plutôt leur indisponibilité ou hétérogénéité) peuvent par ailleurs constituer un obstacle à l'élaboration d'indicateurs de finance durable. Malgré les projets de réglementation en cours, la divulgation d'informations sur la durabilité au niveau des entreprises se fait encore, dans une large mesure, sur une base volontaire, ou du moins non prescriptive. Dans la plupart des cas, les informations fournies par les entreprises et les investisseurs restent peu structurées et parfois incomplètes, ce qui rend difficile tout *benchmarking* et comparaison entre entreprises. En outre, les méthodes de notation utilisées par les fournisseurs de données sont souvent opaques et peuvent évoluer au fil du temps, ce qui ne facilite guère les comparaisons temporelles.

De manière générale, il est peu aisé de juger de la qualité des indicateurs de finance durable car il est difficile d'observer les véritables performances d'une entreprise en matière de durabilité, contrairement par exemple à certains indicateurs financiers. Pour calculer des prévisions de bénéfice par action ou déterminer des notations de crédit, par exemple, les analystes observent les résultats des entreprises à intervalles réguliers, selon un format bien défini et standardisé au niveau mondial. En revanche, la véritable performance d'une entreprise en matière de durabilité s'exprime peut-être de manière la plus significative lorsque cette dernière est impliquée dans un scandale ou fait l'objet d'une couverture médiatique négative sur une question de durabilité.

### 3. Quels sont les indicateurs de finance durable actuellement disponibles ?

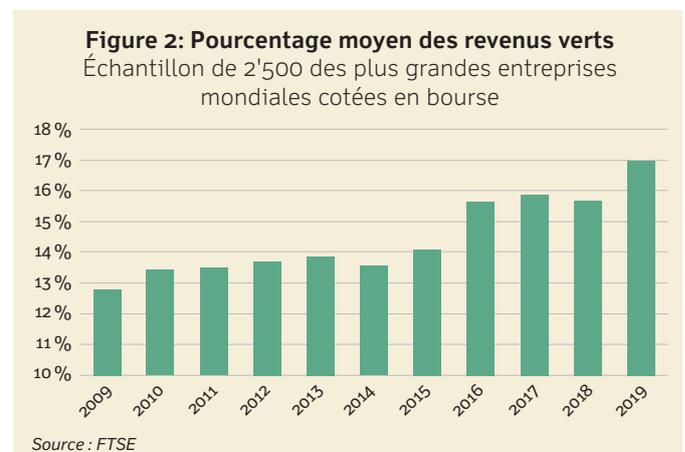
Actuellement, les indicateurs de finance durable existent principalement au niveau des entreprises et des investisseurs, ou des produits d'investissement. Le plus souvent, ces indicateurs sont commercialisés par des fournisseurs de données tiers, qui s'appuient sur des méthodologies "propriétaires" exclusives, non standardisées et souvent inobservables. Le secteur des entreprises actives dans la production d'indicateurs de finance durable a connu une vague de consolidation spectaculaire au cours des dernières années, ce qui a conduit à la quasi-disparition des petites entreprises indépendantes spécialisées. Des indicateurs de finance durable sont actuellement proposés par de grands fournisseurs de données et d'indices financiers (tels FTSE et MSCI), par des fournisseurs d'informations financières (tels Bloomberg et Refinitiv) et, plus récemment, par de grandes agences de notation de crédit (tels Moody's et S&P). Contrairement aux notations de crédit, qui ont un modèle "émetteur-payeur", les indicateurs de finance durable sont généralement commercialisés selon un modèle "utilisateur-payeur". Ainsi, le coût de ces notations est supporté par les gestionnaires et les propriétaires d'actifs qui les utilisent dans leurs processus de prise de décisions d'investissement.

#### 3.1. Scores de durabilité au niveau des entreprises

Historiquement, les indicateurs de finance durable étaient utilisés pour déterminer le score ESG des activités d'une entreprise. Les sociétés de données collectaient des informations ESG publiquement disponibles à partir de documents officiels (comme par exemple les rapports annuels ou les publications sur la durabilité ou la responsabilité sociale de l'entreprise) et sollicitaient par ailleurs des informations complémentaires aux entreprises par le biais de questionnaires. Ces données étaient combinées avec des données sur les controverses ou incidents négatifs provenant d'acteurs tiers, tels que des ONG ou la presse, afin de construire un score global reflétant la manière dont chaque entreprise gérait les questions ESG. L'accent étant mis sur les opérations de l'entreprise (et non sur ses produits ou services), les entreprises dont les produits pouvaient être considérés comme non durables (tels les producteurs de combustibles fossiles) pouvaient quand même obtenir de bons scores ESG au niveau de l'entreprise, car leurs bonnes politiques ESG compensaient la médiocrité de leurs produits en termes de durabilité. Il est par exemple de notoriété publique que les entreprises productrices de tabac proposent des conditions de travail exceptionnelles à leurs

employés. Une autre raison pour laquelle des entreprises que l'on pourrait à première vue soupçonner d'être des cancrs en matière de durabilité pouvaient afficher de bons indicateurs de durabilité est liée au concept de "best-in-class". Bon nombre des indicateurs actuellement disponibles sont en effet des évaluations relatives, et non absolues, de la durabilité. Les processus environnementaux d'une compagnie pétrolière ne sont comparés qu'à ceux d'autres compagnies pétrolières, alors que les processus de gouvernance d'une entreprise sont comparés à ceux de toutes les autres entreprises actives dans le même pays. Ces évaluations "best-in-class" peuvent donc générer des indicateurs de durabilité très surprenants.

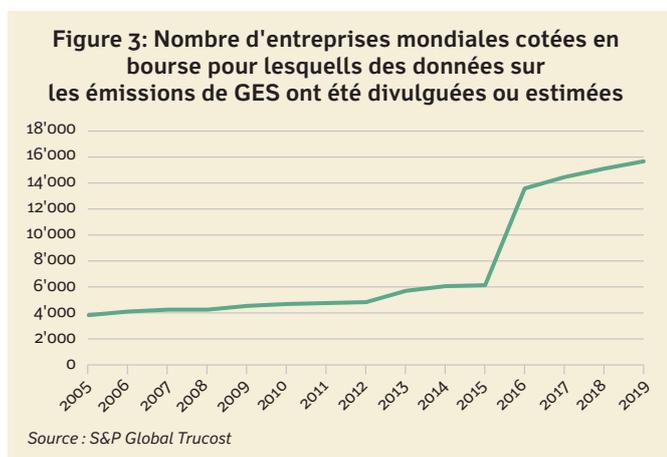
Récemment, on s'est plutôt intéressé à mesurer la durabilité d'une entreprise en quantifiant l'impact de ses produits et services. Cette approche est plus prometteuse que l'accent mis jusqu'alors sur les politiques ESG des entreprises et des investisseurs. Ces indicateurs plus récents évaluent si et comment les produits et services d'une entreprise contribuent au développement durable, en se basant le plus souvent sur des données financières et des rapports sectoriels. Par exemple, FTSE fournit des estimations sur les "revenus verts" des entreprises, c'est-à-dire la part de leurs revenus découlant de produits et services fournissant des solutions environnementales.



La figure 2 présente l'évolution des revenus verts de l'entreprise moyenne entre 2009 et 2019 selon la méthodologie de FTSE. Pour construire cette figure, nous avons utilisé un échantillon de 2'500 grandes entreprises mondiales cotées en bourse. FTSE estime pour chaque entreprise la fraction de ses revenus ayant un effet positif sur l'environnement. Les données

montrent qu'au cours de la dernière décennie les entreprises cotées en bourse n'ont que modestement augmenté la vente de produits écologiquement durables, ce qui suggère que davantage de solutions commerciales aux défis environnementaux sont nécessaires. Notons que ces estimations ne reflètent pas les revenus verts tels que définis dans la taxonomie de l'UE.

Alors que les premiers indicateurs ESG étaient généraux, une attention accrue a récemment été accordée aux données spécifiques au climat. Il existe désormais des mesures estimant par exemple les émissions de gaz à effet de serre (GES) dont une entreprise est responsable, ou indiquant si l'entreprise a des objectifs en matière de réduction des GES. La figure 3 indique que les données (estimées ou déclarées) sur les émissions de GES des entreprises cotées en bourse deviennent de plus en plus disponibles, notamment depuis 2016.



Outre ces mesures au niveau des entreprises, les scores au niveau des investisseurs ou des produits d'investissement sont également de plus en plus répandus. Ces scores sont généralement basés sur deux éléments. Premièrement, ils s'appuient sur des informations concernant les politiques de l'entreprise qui propose le produit d'investissement, comme les rapports des sociétés d'investissement sur les processus et les stratégies qu'elles utilisent pour intégrer des questions de durabilité dans leurs produits. Deuxièmement, ils construisent des mesures de durabilité au niveau du produit d'investissement en utilisant les caractéristiques moyennes de durabilité des participations (ou investissements) des produits d'investissement. Dans cet esprit, le calcul des caractéristiques moyennes de durabilité des participations d'un produit d'investissement s'apparente quelque peu au calcul du rendement moyen d'un produit d'investissement (à savoir une moyenne pondérée de ses composants).

Les innovations récentes en matière d'indicateurs de finance durable incluent le recours à l'intelligence artificielle et au *crowd sourcing*. Certains fournisseurs de données s'appuient désormais sur le *Big Data* et le traitement du langage naturel (TLN) pour élaborer des indicateurs de finance durable plus actuels.<sup>2)</sup> Une autre idée consiste à utiliser la "sagesse de la foule" pour quantifier l'impact social et environnemental d'une entreprise. La société Impaakt<sup>3)</sup>, basée à Genève, utilise ainsi cette approche. Dans le cadre d'un récent projet de recherche, nous avons également constaté que des mesures de la sagesse de la foule basées sur une méthodologie d'enquêtes pouvaient fournir des classements très solides de la performance d'un secteur en matière de durabilité.<sup>4)</sup>

2) Hughes, A., Urban, M. A., & Wójcik, D. (2021). Alternative ESG ratings: How technological innovation is reshaping sustainable investment. *Sustainability*, 13(6), 3551.

3) <https://www.impaakt.com/>

4) Krueger, P., Metzger, D., & Wu, J. (2021). The sustainability wage gap. *Document de travail*.

## 4. Approches volontaires et réglementaires en matière de divulgation de la durabilité

### 4.1. Approches volontaires : normes et cadres

La plupart des informations utilisées pour construire des indicateurs de finance durable sont encore fournies par les entreprises et les investisseurs sur une base volontaire et non standardisée. Si la disponibilité des données relatives à la durabilité s'est clairement améliorée, en particulier ces dernières années, certains observateurs et universitaires notent que ces informations volontaires sont encore relativement génériques, de nature assez standard, et donc d'une utilité limitée. En outre, les lacunes qui résultent des divulgations volontaires en matière d'information compliquent sérieusement les comparaisons entre entreprises et entre investisseurs.

Une multitude de lignes directrices et de cadres de référence coexistent pour aider les entreprises et les investisseurs à préparer leurs documents de divulgation sur leur impact en matière de durabilité et, au final, pour contribuer à l'élaboration d'indicateurs de finance durable efficaces, utiles à la prise de décision, comparables et cohérents. Au niveau des entreprises, le cadre de référence le plus utilisé est celui fourni par la Global Reporting Initiative (GRI), un organisme indépendant publiant un système de normes. Les normes de la GRI sur la divulgation en matière de développement durable s'appuient sur le principe de double matérialité, c'est-à-dire qu'elles aident une entreprise à divulguer non seulement l'impact de la matérialité financière de l'entreprise, mais également l'impact de l'entreprise sur son environnement au sens large. Aux États-Unis, le cadre fourni par le Sustainability Accounting Standards Board (SASB) fait l'objet d'une grande attention, notamment de la part des grands investisseurs institutionnels. Le SASB se concentre sur l'identification et la définition des informations sectorielles en matière de durabilité dont on estime qu'elles ont une matérialité financière. Plus récemment, l'International Financial Reporting Standards (IFRS) Foundation a également créé un référentiel. Cette organisation comptable à but non lucratif développe et promeut les normes IFRS par le biais de l'International Accounting Standards Board. Le cadre IFRS de divulgation en matière de durabilité, qui sera rendu public plus tard cette année, se concentrera également uniquement sur la divulgation d'informations sur l'impact de la matérialité financière des entreprises. L'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) travaille sur un ensemble de normes de durabilité. Si la GRI, le SASB, les normes IFRS et l'EFRAG fournissent des cadres de reporting ESG intégrant de nombreuses thématiques

différentes liées à la durabilité, d'autres référentiels plus spécialisés existent également. Le référentiel de la Taskforce for Climate Related Financial Disclosures (TCFD) fournit notamment des conseils concernant les divulgations liées au climat, autour de quatre blocs (gouvernance, stratégie, gestion des risques, et mesures et objectifs).

Au niveau des investisseurs, il existe également un nombre croissant de lignes directrices et de référentiels en matière de divulgation de la durabilité. Pour les divulgations liées au climat, il convient de noter que les recommandations fournies par la TCFD peuvent également être appliquées par les gestionnaires et propriétaires d'actifs. En outre, l'association sectorielle Swiss Sustainable Finance a publié un ensemble de recommandations visant à aider les gestionnaires et propriétaires d'actifs à mieux structurer leur reporting en matière de durabilité.<sup>5)</sup> Le CFA Institute est également en train de publier un ensemble de directives volontaires pour les divulgations des investisseurs en matière de durabilité.<sup>6)</sup> L'objectif principal de ces cadres au niveau des investisseurs est d'améliorer la comparabilité et de réduire le risque de *green washing*, d'*impact washing* ou de *rainbow washing*, c'est-à-dire le fait pour les investisseurs de faire des déclarations trompeuses ou infondées sur les avantages de leurs portefeuilles ou produits d'investissement en matière d'environnement et/ou de durabilité.

### 4.2. Approches réglementaires en matière de divulgation

Les approches volontaires de la divulgation de la durabilité existent depuis longtemps sans toutefois avoir produit de résultats satisfaisants. La finance durable fait donc l'objet d'une attention accrue de la part des régulateurs et des décideurs politiques du monde entier.

#### 4.2.1. L'Union européenne

L'Union européenne (UE) a adopté l'approche réglementaire la plus stricte en matière de finance durable en général et d'indicateurs de finance durable en particulier. En 2016, l'UE a mis en place un High Level Expert Group (HLEG), composé d'experts de haut niveau issus de la société civile, du secteur

5) Swiss Sustainable Finance. (2021). *SSF reporting recommendations on portfolio ESG transparency*.

6) CFA Institute. (2021). *ESG disclosure standards for investment products*.

de la finance, du monde universitaire et d'observateurs d'institutions européennes et internationales. Ce groupe a été chargé de fournir des conseils sur la manière (i) d'accroître le flux de capitaux publics et privés vers les investissements durables, (ii) d'identifier les mesures que les institutions financières et les instances de surveillance devraient prendre pour protéger la stabilité du système financier contre les risques liés à l'environnement, et (iii) de déployer ces politiques à l'échelle paneuropéenne.

En 2018, le groupe a publié un plan d'action sur la finance durable<sup>7)</sup>, qui a conduit à l'adoption de plusieurs mesures, dont trois projets de législation concernant les indicateurs de finance durable. Ces projets concernent :

1. un règlement créant un système de classification uniformisé (ou "taxonomie") des activités économiques écologiquement durables.
2. un règlement modifiant les règlements européens existants en matière de benchmarks, créant une nouvelle catégorie de benchmarks à faible émission de carbone et à impact positif sur le carbone.
3. un règlement exigeant que les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs divulguent la manière dont ils intègrent les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans leurs processus d'évaluation des risques.

#### **4.2.1.1. La taxonomie de l'UE<sup>8)</sup>**

La taxonomie de l'UE définit un ensemble de critères de sélection techniques qui précisent quelles activités économiques contribuent le plus à la réalisation de deux des objectifs environnementaux de l'UE : l'adaptation au changement climatique et l'atténuation du changement climatique. Cette taxonomie a été élaborée par un groupe d'experts techniques sur la finance durable, composé de membres de la société civile, du monde universitaire, des entreprises et du secteur financier, ainsi que d'autres membres et observateurs issus de l'UE et d'organismes publics internationaux. L'UE a récemment travaillé sur une vaste taxonomie en matière d'environnement, ainsi que sur une taxonomie sociale. Ces dernières ne sont pas encore finalisées et la Commission européenne doit décider fin 2021 de la marche à suivre.<sup>9)</sup>

#### **4.2.1.2. Benchmarks climatiques<sup>10)</sup>**

Le plan d'action sur la finance durable a également proposé de modifier les règlements existants en matière de benchmarks. À la suite de ce plan d'action, deux types de référentiels climatiques ont été créés : les indices de transition climatique (*Climate Transition Benchmark*) et les indices alignés avec l'Accord de Paris (*Paris Aligned Benchmark*). Les règlements modifiés définissent les exigences techniques minimales (par exemple, en termes de réduction des émissions de carbone et d'exposition à des secteurs spécifiques) requises pour se conformer à chaque benchmark climatique de l'UE. Outre l'introduction de ces nouveaux référentiels climatiques, les règlements définissent également les exigences de reporting ESG qui s'appliquent à tous les benchmarks d'investissement.

#### **4.2.1.3. Règlement sur la divulgation des informations relatives à la finance durable (SFDR)**

L'UE a par ailleurs promulgué de nouvelles réglementations concernant le reporting des investisseurs en matière de durabilité. Le Règlement sur la divulgation des informations relatives à la finance durable (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) est entré en vigueur en 2021 et devrait être pleinement appliqué d'ici la fin 2022. Le SFDR impose une obligation de reporting ESG aux gestionnaires d'actifs et aux autres acteurs des marchés financiers. Il exige que les gestionnaires d'actifs fournissent un reporting standardisé sur la manière dont les facteurs ESG sont intégrés dans leurs processus d'investissement. Ces informations doivent être fournies à la fois au niveau de l'entreprise et du produit d'investissement. Outre ces divulgations qualitatives, le SFDR exigera également la divulgation d'indicateurs quantitatifs. Ces indicateurs sont liés (i) au climat et à l'environnement, (ii) aux questions sociales et au traitement des salariés, y compris en termes de respect des droits de l'homme, et (iii) aux questions de lutte contre la corruption et les pots-de-vin.

7) Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union. (2020). *Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth*.

8) [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en) ; [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_21\\_1804](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_21_1804)

9) <https://www.moodyanalytics.com/regulatory-news/jul-12-21-eu-platform-seeks-views-on-environmental-and-social-taxonomy-proposals>

10) [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-climate-benchmarks-and-benchmarks-esg-disclosures\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-climate-benchmarks-and-benchmarks-esg-disclosures_en)

#### 4.2.1.4. Directive sur les rapports de durabilité des entreprises (CSRD)

Le reporting par les entreprises de leur impact en termes de durabilité constitue une pierre angulaire de la construction d'indicateurs de durabilité au niveau des investisseurs. Depuis 2014, le droit européen oblige certaines grandes entreprises à expliquer la manière dont elles gèrent les questions sociales et environnementales. La "Directive sur le reporting extra financier" (Non-Financial Reporting Directive, NFRD) a défini des règles sur la divulgation d'informations extra financières et concernant la diversité pour les grandes entreprises. Ces règles s'appliquent actuellement aux grandes entreprises d'intérêt public comptant plus de 500 employés. Ces entreprises doivent publier des informations relatives (i) aux questions environnementales, (ii) aux questions sociales et au traitement des employés, (iii) au respect des droits de l'homme, (iv) à la lutte contre la corruption et les pots-de-vin, et (v) à la diversité au sein des conseils d'administration des entreprises (en termes d'âge, de sexe, de formation et d'expérience professionnelle). La directive NFRD a été largement non prescriptive, laissant aux entreprises une marge de manœuvre importante sur la nature et l'ampleur de ce qu'elles devaient déclarer.

En avril 2021, la Commission européenne<sup>11)</sup> a adopté un projet de directive sur les rapports de durabilité des entreprises (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD), qui constituerait une révision de la directive NFRD. Ce projet de directive élargira les exigences de reporting à toutes les grandes entreprises et à toutes les entreprises cotées, avec une exemption pour les petites entreprises. La CSRD exige une vérification des informations sur la durabilité communiquées par les entreprises et introduit des exigences de reporting plus détaillées que la NFRD. En outre, les entreprises seront tenues de renseigner numériquement les informations qu'elles communiquent, afin qu'elles soient lisibles par machine et alimentent un référentiel de données européen unique. Les entreprises seront tenues de respecter les normes européennes obligatoires en matière de reporting sur le développement durable. Ces normes, actuellement en cours de rédaction par un groupe de travail de l'European Financial Reporting Advisory Group, suivent le principe de la double matérialité. La première version de ces normes est attendue en octobre 2022.

11) [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en)



#### 4.2.2. France

En amont de la ratification de l'Accord de Paris, la France avait promulgué une "Loi de transition énergétique pour la croissance verte". L'article 173 de cette loi impose aux investisseurs institutionnels français un reporting sur les aspects de durabilité de leurs investissements. La loi n'est pas prescriptive, mais suit plutôt le principe du "se conformer et expliquer". Plus précisément, les investisseurs sont tenus de rendre compte de la manière dont ils intègrent les critères ESG dans leurs politiques d'investissement, en accordant une attention particulière aux aspects liés au climat. Cette loi exige également que les investisseurs divulguent des informations sur la manière dont ils contribuent à la transition énergétique du pays vers une baisse des émissions de carbone, ainsi qu'à d'autres objectifs environnementaux.

#### 4.2.3. États-Unis

Récemment, les États-Unis ont manifesté un intérêt accru pour une réglementation plus stricte des indicateurs de finance durable. En juillet 2021, Gary Gensler, le président de la Securities and Exchange Commission (SEC), a annoncé qu'il avait chargé son équipe d'élaborer une proposition de modèle de reporting obligatoire des risques climatiques qui serait soumis à l'examen de la SEC. Comme elle n'a pas de mandat politique, la SEC ne peut pas imposer une divulgation obligatoire. Toute proposition nécessiterait un soutien politique, ce qui rend incertaine l'introduction de toute forme de divulgation obligatoire aux États-Unis en matière de protection du climat. De nombreuses entreprises américaines ont en effet mis en avant la nécessité de conserver une certaine souplesse en matière de reporting. En outre, contrairement à l'approche de double matérialité qui sous-tend la stratégie réglementaire de l'UE, les États-Unis se sont concentrés uniquement sur la matérialité financière des questions de durabilité. De manière générale, la réglementation américaine semble se concentrer sur le risque climatique et non sur les questions environnementales et sociales au sens plus large.

#### 4.2.4. Royaume-Uni

Le Royaume-Uni a adopté une approche innovante en matière d'indicateurs de finance durable. Dès 2013, le pays a introduit une obligation de divulgation des émissions de gaz à effet de serre pour les entreprises constituées au Royaume-Uni, c'est-à-dire les grandes entreprises britanniques cotées sur le marché principal de la Bourse de Londres. Le pays a récemment étendu ces obligations de transparence à toutes les entreprises

britanniques, qu'elles soient publiques ou privées. En outre, en 2020, le Royaume-Uni a annoncé qu'il rendrait obligatoire dans les années à venir un reporting sur les risques climatiques conformément au cadre de la Taskforce for Climate-related Financial Disclosures (TCFD). Cette année, la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni (l'instance de régulation du secteur financier britannique) a proposé de commencer à étendre ses normes de reporting TCFD à l'ensemble de l'économie et a également récemment adressé un courrier aux PDG des sociétés de gestion de fonds concernant ses attentes en matière de conception, de livraison et de divulgation d'informations sur les fonds ESG.<sup>12)</sup>

#### 4.2.5. Suisse<sup>13)</sup>

L'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) a récemment annoncé que les banques d'importance systémique et les grandes entreprises d'assurance suisses (catégories de surveillance 1 et 2) seraient soumises à des obligations de divulgation des risques liés au climat à partir de 2021. Ces entreprises financières devront communiquer sur la manière dont les conséquences du changement climatique pourraient entraîner des risques financiers importants pour leurs institutions à long terme. La FINMA demande aux entreprises de fournir des informations tant qualitatives que quantitatives. Les exigences de divulgation sont fondées sur des principes, ce qui permet de conserver une grande flexibilité dans leur mise en œuvre. Toutefois, la FINMA a basé ses règles de divulgation sur les recommandations de la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), ce qui inscrit son action dans un cadre de référence international. En août 2021, le Conseil fédéral a annoncé qu'il étendrait ces obligations de déclaration aux grandes entreprises cotées en bourse qui comptent plus de 500 employés et dont les actifs dépassent CHF 20 millions ou le chiffre d'affaires CHF 40 millions. Ces nouvelles règles devraient entrer en vigueur en 2024 (et donc couvrir l'année fiscale 2023).

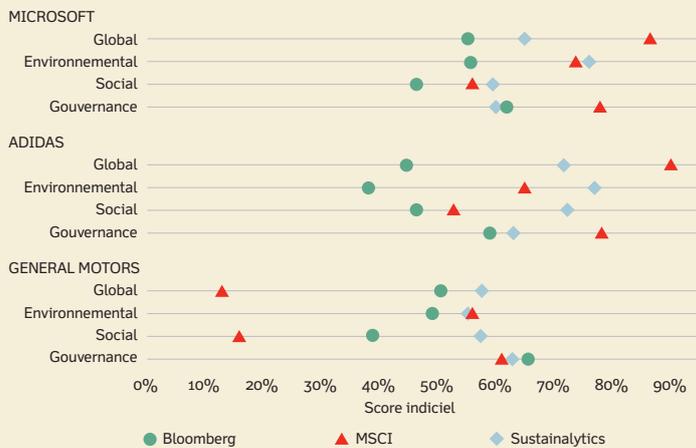
12) <https://www.fca.org.uk/firms/climate-change-sustainable-finance>

13) <https://www.finma.ch/en/news/2021/05/20210531-mm-transparenzpflichten-zu-klimarisiken/>

## 5. Divergences et écarts entre les différents indicateurs de finance durable

Une critique courante formulée à l'encontre des indicateurs de finance durable au niveau des entreprises est que les scores ou les notations produits par différents fournisseurs de données peuvent aboutir à des conclusions différentes concernant la durabilité d'une entreprise ou d'un investisseur donné. Pour illustrer ce point, on cite souvent un article du Wall Street Journal<sup>14</sup> qui avait souligné qu'en 2018 Tesla avait été bien noté par MSCI concernant les questions environnementales, tandis que FTSE était arrivé à la conclusion inverse, en décernant à Tesla un score médiocre sur ces mêmes questions. La figure 4 illustre la divergence entre les notations ESG émises par trois fournisseurs différents de scores de durabilité pour Microsoft, Adidas et General Motors sur la base de données couvrant la période 2013-2017.

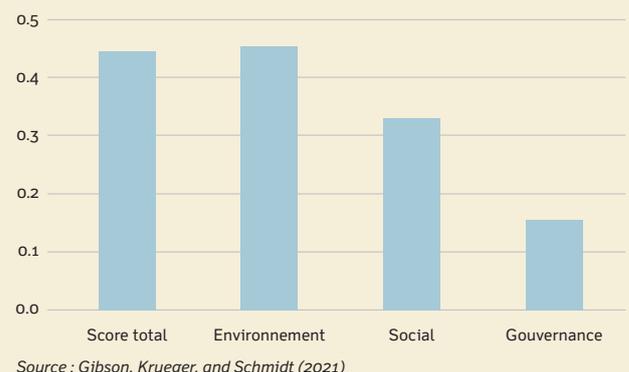
**Figure 4: Hétérogénéité des notations ESG**



Source: Bloomberg, MSCI et Sustainalytics (2013 à 2017)

Dans un article récent publié dans le Financial Analysts Journal,<sup>15</sup> mes co-auteurs et moi-même fournissons des preuves plus systématiques de cette dispersion entre les notations ESG : sur la base de sept notations ESG provenant de fournisseurs de données de premier plan pour un échantillon de sociétés du S&P 500 entre 2010 et 2017, nous quantifions les corrélations croisées moyennes des notations ESG émises par différents fournisseurs.

**Figure 5: Corrélation entre sept scores ESG différents**



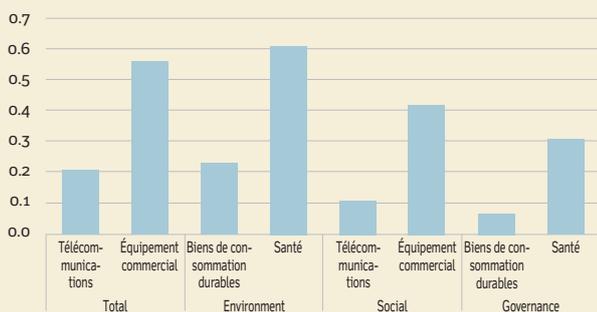
Source : Gibson, Krueger, and Schmidt (2021)

Comme le montre la figure 5, la corrélation croisée moyenne est d'environ 0.45 pour le score ESG global. Pour mettre ce chiffre en perspective, la corrélation entre les notations de crédit est généralement beaucoup plus élevée, dépassant parfois 0.99. Pour les notes ESG, les corrélations moyennes sont les plus élevées pour la note environnementale (0.46) et les plus faibles pour la note de gouvernance (0.16). Ce dernier résultat est intéressant, compte tenu de la croyance largement répandue selon laquelle il existerait un fort consensus sur la manière de mesurer et de quantifier la gouvernance d'entreprise.

14) Mackintosh, J. (2018). Is Tesla or Exxon more sustainable? It depends whom you ask. *Wall Street Journal*.

15) Gibson, R., Krueger, P., & Schmidt, P. S. (2021). ESG rating disagreement and stock returns. *Financial Analysts Journal*, forthcoming.

**Figure 6: Secteurs présentant les corrélations moyennes les plus faibles et les plus élevées par catégorie ESG**



Source : Gibson, Krueger, and Schmidt (2021)

Il est intéressant de noter que, comme indiqué sur la figure 6, il existe également des différences importantes entre les secteurs. Les notations ESG ont ainsi tendance à diverger davantage (c'est-à-dire que les corrélations moyennes sont plus faibles) dans le secteur des télécommunications que dans celui des équipements commerciaux.

**Figure 7: Corrélations croisées entre les scores ESG**  
Score total

	Refinitiv	Sustainalytics	Inrate	Bloomberg	FTSE	KLD
Sustainalytics	0.75					
Inrate	0.23	0.30				
Bloomberg	0.75	0.69	0.12			
FTSE	0.57	0.61	0.27	0.59		
KLD	0.52	0.56	0.29	0.48	0.49	
MSCI IVA	0.40	0.43	0.32	0.30	0.27	0.44

Source : Gibson, Krueger, and Schmidt (2021)

Un autre résultat intéressant de notre étude est que, si la corrélation croisée moyenne des notations ESG est relativement faible (environ 0.45), les notations ESG émises par certains fournisseurs sont davantage corrélées. Comme indiqué sur la figure 7, la corrélation entre la notation ESG globale émise par Refinitiv, Sustainalytics et Bloomberg est d'environ 0.70. Par conséquent, l'idée communément admise

d'une *divergence généralisée* entre toutes les évaluations ESG est probablement infondée.

Si certaines notations ESG concordent plus que d'autres, en moyenne, les écarts restent considérables. Ces divergences ne se limitent pas aux seules notations ESG au niveau des entreprises : des schémas de divergence similaires existent également pour d'autres indicateurs de finance durable. Une équipe de chercheurs de l'université de Hambourg<sup>16)</sup> a ainsi récemment examiné dans quelle mesure les données relatives aux émissions de carbone au niveau de l'entreprise (telles que communiquées par différents fournisseurs de données) conduisent à des conclusions similaires au sujet d'une entreprise. Ils ont constaté que la corrélation entre les estimations des émissions de portée 3 au niveau de l'entreprise (qui, selon le protocole sur les GES<sup>17)</sup>, mesurent toutes les émissions indirectes qui se produisent tout au long de la chaîne de valeur d'une entreprise, y compris en amont et en aval) varie fortement selon le fournisseur de données. Cette recherche démontre que la corrélation moyenne des données sur les émissions de portée 3 fournies par différents fournisseurs de données est d'environ 0.58, ce qui suggère de fortes variations entre les fournisseurs. L'analyse révèle également que les données sur les émissions directes de GES sont plus cohérentes entre les fournisseurs, peut-être parce que ces données ne résultent pas d'estimations, mais sont le plus souvent fournies directement par les entreprises.<sup>18)</sup>

Une troisième catégorie d'indicateurs de finance durable dans laquelle une telle divergence a été documentée concerne le domaine des scores d'exposition aux risques physiques associés au changement climatique. En utilisant six indicateurs pour déterminer ce type de risque pour une entreprise,<sup>19)</sup> une équipe de chercheurs de l'Université de Zurich a récemment constaté que ces indicateurs aboutissaient également à des conclusions différentes concernant l'exposition au risque climatique de la même entreprise.

16) Busch, T., Johnson, M., & Pioch, T. (2020). Corporate carbon performance data: Quo vadis?. *Journal of Industrial Ecology*, 1-14.

17) <https://www.ghgprotocol.org/sites/default/files/ghgp/public/FAQ.pdf>

18) Les émissions de portée 1 sont des émissions directes provenant de sources détenues ou contrôlées. Les émissions de portée 2 sont des émissions indirectes résultant de l'énergie achetée.

19) Hain, L. I., Kölbl, J. F., & Leibold, M. (2021). Let's get physical: Comparing metrics of physical climate risk. *Document de travail*.

## 6. Qu'est-ce qui explique les divergences entre les différentes notations ESG ?

S'il est bien sûr important de savoir que des divergences existent entre les notations ESG, il est encore plus crucial de comprendre pourquoi elles se produisent. Tout d'abord, il convient de préciser que ces écarts se retrouvent pour d'autres indicateurs des marchés financiers, et ne sont pas le seul fait des indicateurs de finance durable. Si les notations de crédit affichent un fort niveau de convergence, les prévisions de bénéfices par action, les objectifs de prix et les recommandations d'achat/vente émis par les analystes financiers, ou encore les rapports de courtiers, sont généralement bien plus hétérogènes.

Néanmoins, les chercheurs ont commencé à trouver des explications pour expliquer pourquoi les indicateurs de finance durable ont tendance à diverger. Les premières recherches<sup>20)</sup> se sont concentrées sur les évaluations de la responsabilité sociale des entreprises (RSE). Les chercheurs ont constaté que ces divergences tenaient principalement à l'absence de consensus sur ce que recouvrait le terme de responsabilité sociale de l'entreprise (on parle alors d'absence de théorisation commune) et à l'absence de consensus sur les indicateurs à utiliser pour mesurer la RSE (absence de commensurabilité). L'absence de théorisation commune résulte probablement des aspects sociétaux et normatifs qui entrent en jeu dans la définition de la RSE.

Plus récemment, Berg, Kölbel et Rigobon (2020)<sup>21)</sup> ont examiné les raisons des divergences entre les notations ESG en utilisant les données de six fournisseurs de premier plan. Ils identifient trois facteurs expliquant ces divergences. Premièrement, ils imputent la divergence au fait que différents fournisseurs de données utilisent différentes catégories lors de la construction de leurs notations ESG (divergence de portée). Deuxièmement, ils soulignent que différents fournisseurs de données mesurent la même catégorie en utilisant une variété de mesures différentes (divergence de mesure). Troisièmement, les auteurs examinent l'idée selon laquelle différents fournisseurs de données attribuent, dans leurs processus d'agrégation, des pondérations différentes à différentes thématiques (divergence de pondération).

Parmi ces trois éléments, les divergences de mesure et de portée sont les plus importantes pour expliquer les écarts entre les notations ESG. La divergence de mesure est le facteur le plus crucial et est particulièrement important lorsqu'il s'agit de mesurer la performance ESG d'une entreprise en matière de

droits de l'homme et de sécurité des produits. La divergence de pondération joue un rôle moindre, bien que l'on puisse arguer qu'elle pourrait être considérée comme une forme particulière de divergence de portée. Les chercheurs montrent également qu'il existe un effet d'évaluateur. Ainsi, lorsqu'une agence de notation attribue une bonne note à une entreprise dans une dimension, elle a tendance à lui attribuer également des notes plus élevées sur les autres dimensions, ce qui suggère que le biais spécifique de l'évaluateur n'est pas aléatoire.

D'autres travaux de recherche examinant les raisons des écarts entre les scores ESG se sont concentrés sur la divulgation comme source de divergence. Contrairement au reporting financier, qui est soumis à de nombreuses réglementations obligatoires et prescriptives, le reporting ESG se fait encore largement sur une base volontaire et non prescriptive dans la plupart des juridictions. Bien que, comme mentionné précédemment, il y ait aujourd'hui un effort croissant pour harmoniser et rendre obligatoire la divulgation de données ESG, il existait jusqu'à récemment peu de réglementations prescriptives sur la manière dont les entreprises devaient communiquer sur des thématiques ESG. Une étude de la Harvard Business School<sup>22)</sup> a ainsi révélé que les entreprises publient des informations sur une même thématique ESG en utilisant des indicateurs très différents. Lorsque les chercheurs ont examiné comment cinquante entreprises sélectionnées de manière aléatoire sur la liste des Fortune 500 publiaient des informations en matière de santé et de sécurité, ils ont constaté que ces cinquante entreprises avaient recours à plus de vingt indicateurs différents. Outre la question de la vaste divergence en matière de divulgation de données, la même publication cite les écarts de données, le choix des groupes de pairs dans les calculs des meilleures performances, l'imputation des données et la surcharge d'informations comme des raisons importantes expliquant ces divergences entre les notations ESG.

20) Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., & Touboul, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37(8), 1597-1614.

21) Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2020). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Document de travail*.

22) Kotsantonis, S., & Serafeim, G. (2019). Four things no one will tell you about ESG data. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), 50-58.

On pourrait penser qu'en augmentant la quantité d'informations, on réduirait les écarts entre les notations ESG. Or, de nouvelles recherches<sup>23)</sup> récentes menées à la Harvard Business School aboutissent à la conclusion inverse: une plus grande disponibilité de données entraîne des interprétations plus diverses et donc davantage de variation. Les chercheurs démontrent de manière empirique que ces divergences augmentent avec la *quantité* d'informations sur la durabilité. Ils mettent en garde que le simple fait d'exiger davantage

d'informations de la part des entreprises pourrait ne pas résoudre le problème mais, au contraire, aggraver la situation. Reste à savoir si une augmentation de la *qualité* des informations sur la durabilité permettrait de réduire les écarts entre les scores ESG.

23) Christensen, D. M., Serafeim, G., & Sikochi, S. (2021). Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*, forthcoming.



## 7. Que peut-on faire pour améliorer la situation actuelle ?

À l'heure actuelle, on peut citer parmi les lacunes communément mentionnées concernant les indicateurs de finance durable : le manque de données, l'absence de consensus sur les informations qualitatives pertinentes et les indicateurs clés de performance (KPIs) quantitatifs, ainsi que les divergences entre les différents indicateurs de finance durable. Comment résoudre ces problèmes ?

### 7.1. Disponibilité des données

Si l'objectif est de combler les lacunes en matière de données par des informations cohérentes, on peut se demander si le fait de continuer à s'en remettre aux actions volontaires des entreprises et des investisseurs conduira au résultat souhaité. Une enquête<sup>24)</sup> récente menée auprès de plus de 800 universitaires et professionnels de la finance, de régulateurs du secteur public et d'économistes a révélé qu'aucune des personnes interrogées n'était optimiste quant à la capacité du comportement volontaire des entreprises à réduire l'exposition au risque climatique et l'empreinte carbone des entreprises. Bien que cette enquête ait porté sur le thème général du financement climatique et non sur le reporting en matière de durabilité en particulier, ce rejet clair et net des actions réalisées sur une base purement volontaire augure mal de la possibilité qu'un reporting volontaire, facultatif et souple améliore la qualité et la disponibilité des indicateurs de finance durable. De même, une étude<sup>25)</sup> s'appuyant sur des techniques d'apprentissage automatique (*machine learning*) révèle que le soutien des entreprises à la TCFD ne se résume souvent qu'à de belles paroles et que les entreprises sélectionnent uniquement les informations qui leur sont favorables et passent sous silence les risques financiers liés au changement climatique. Les auteurs concluent que la seule façon de sortir de ce dilemme est de passer d'un reporting volontaire à un reporting obligatoire. Le reporting sur une base volontaire permet aux entreprises et aux investisseurs d'envoyer des signaux aux tiers concernant leurs efforts en matière de durabilité, mais un reporting obligatoire permettrait de réduire l'incertitude quant à la qualité inobservable des caractéristiques de durabilité et des politiques liées au climat des entreprises et des investisseurs.

Il est important de noter que les règles de reporting obligatoire actuellement envisagées diffèrent de la plupart des règles en vigueur aujourd'hui. Elles devraient inclure des normes formelles prescriptives quant aux thématiques sur lesquelles

les entreprises et les investisseurs devraient produire un rapport, aux indicateurs qu'ils devraient utiliser et à la façon dont ces indicateurs devraient être calculés, ainsi qu'aux circonstances dans lesquelles les informations devraient être divulguées. Si certaines formes de reporting obligatoire en matière de développement durable existent déjà, elles sont rarement de nature prescriptive, à quelques exceptions près. Par exemple, le règlement SFDR est beaucoup plus prescriptif, dans la mesure où il identifie les principaux indicateurs clés de performance ainsi que les principales informations qualitatives qui doivent être divulgués. Il pourrait être judicieux d'adopter une approche par étapes qui s'appuie sur les normes internationales existantes (ou en cours d'élaboration).

### 7.2. Coûts et avantages des obligations de divulgation<sup>26)</sup>

#### 7.2.1. Coûts

L'introduction d'une obligation de divulgation en matière de durabilité entraîne évidemment des coûts, ainsi que des avantages, qui doivent être soigneusement soupesés. Les coûts de ces obligations sont à la fois directs et indirects. Les coûts directs sont principalement liés à la préparation, à la certification et à la dissémination de l'information. Étant donné que de nombreuses entreprises et investisseurs fournissent déjà, sous une forme ou sous une autre, des informations certifiées sur la durabilité, il est peu probable que les coûts directs liés à l'introduction d'une obligation de divulgation affectent grandement ces entreprises. En revanche, les entreprises et les investisseurs qui ne font pas encore de reporting en matière de durabilité devront mettre en place de nouveaux systèmes de déclaration, ce qui pourrait entraîner de nouveaux coûts directs. Comme ces coûts ont une composante fixe élevée, il convient d'accorder une attention particulière aux petites entreprises et aux petits investisseurs, pour lesquels les coûts fixes de préparation et de certification sont relativement plus élevés.

24) Stroebel, J., & Wurgler, J. (2021). What do you think about climate finance?. *Journal of Financial Economics*, forthcoming.

25) Bingler, J. A., Kraus, M., & Leippold, M. (2021). Cheap Talk and Cherry-Picking: What ClimateBert has to say on Corporate Climate Risk Disclosures. *Document de travail*.

26) La plupart des idées présentées dans cette section s'inspirent d'une récente étude qui examine les enseignements à tirer de la recherche académique sur les coûts et les avantages économiques des obligations de divulgation en matière de durabilité. Voir: Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 1-73.

Les coûts indirects résultant des obligations de divulgation prennent principalement la forme de "*proprietary costs*" (coûts sur les informations protégées), puisque d'autres parties prenantes (concurrents, fournisseurs, régulateurs ou la société dans son ensemble) peuvent utiliser les informations divulguées par les entreprises et les investisseurs. Des travaux de recherche menés dans le domaine de la comptabilité ont démontré que ces coûts sont généralement faibles pour les informations de haut niveau ou agrégées, mais qu'ils peuvent être substantiels pour les informations détaillées ou spécifiques, en particulier pour les petites entreprises et les petits investisseurs. En outre, si leurs informations divulguées sont de nature prospective, les entreprises et les investisseurs seront soumis à un risque de litige plus élevé. Toutefois, comme l'introduction d'un reporting obligatoire contraindrait également les entreprises à divulguer sans retard les mauvaises nouvelles ou informations les affectant, elle pourrait réduire la probabilité et les coûts des litiges.

### 7.2.2. Avantages

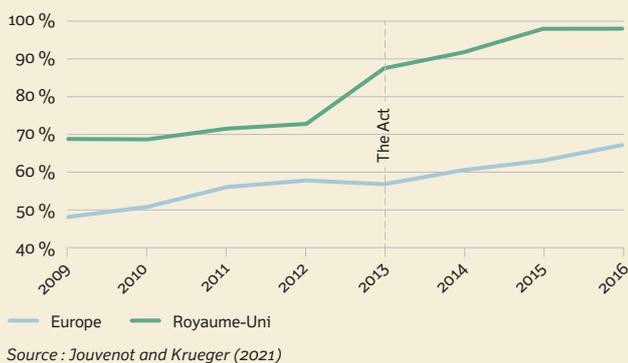
Des recherches antérieures soulignent également plusieurs avantages d'un reporting plus étendu et de meilleure qualité par les entreprises et les investisseurs. Cette transparence réduit par exemple les asymétries d'information et sensibilise les entreprises et les investisseurs à des thématiques spécifiques. Une meilleure divulgation améliore et facilite également la surveillance des personnes internes aux entreprises par des acteurs externes, tels que les médias, les analystes ou les investisseurs institutionnels. Par conséquent, une meilleure transparence pourrait potentiellement améliorer la prise de décision des entreprises et des investisseurs. En outre, la divulgation par une entreprise peut générer des externalités positives, par le biais de transferts et de retombées d'informations. Même si l'ampleur de ces externalités à l'échelle du marché est difficile à quantifier, les externalités positives pourraient constituer une raison importante de rendre obligatoire un reporting en matière de durabilité et, en particulier, le reporting d'informations liées au changement climatique.

Parmi les autres avantages d'une réglementation rendant obligatoire un reporting basé sur des normes comptables contraignantes, citons la transparence et la comparabilité découlant d'une standardisation des données. Bien que ces avantages existent certainement, ils ne sont pas suffisants

pour justifier une obligation. En effet, si la divulgation permettait des avantages nets au niveau de chaque entreprise, les entreprises et les investisseurs seraient suffisamment incités à révéler volontairement les informations. Cependant, dans le cas de la divulgation d'informations sur la durabilité (et en particulier sur le climat), il existe clairement des externalités positives que les entreprises et les investisseurs individuels ne prennent pas en compte lorsqu'ils décident quelles informations divulguer. Le plus souvent, ces externalités positives interviennent lorsque la valeur publique de l'information diffère de sa valeur individuelle ou privée. Concernant les divulgations liées au climat, il semble probable que les avantages publics surpassent les avantages privés, et que les entreprises ne tiennent généralement pas compte de ces externalités positives lorsqu'elles choisissent quelles informations elles vont communiquer. Ces avantages publics constituent une forte motivation pour créer des normes de reporting et pour rendre leur utilisation obligatoire. En outre, l'obligation et la standardisation du reporting peuvent réduire les coûts globaux en réduisant la duplication dans la production et l'acquisition d'informations. Par exemple, les entreprises interagissent actuellement avec divers fournisseurs de données sur la durabilité, chacun d'entre eux étant susceptible de demander différents types d'informations. Les régulateurs et les investisseurs peuvent eux aussi demander d'autres types d'informations aux entreprises. Un reporting standardisé de données pertinentes pour toutes les entreprises et pour de nombreux utilisateurs (investisseurs, régulateurs et fournisseurs de données) est susceptible de générer des économies à l'échelle du marché. En général, la standardisation facilite la comparabilité entre les différentes entreprises et les investisseurs. Enfin, une réglementation plus stricte en matière de reporting peut également être utile pour faire en sorte que les entreprises internalisent les externalités négatives et réduisent les activités génératrices de ces externalités, ce qui, en fin de compte, favoriserait le changement au sein de l'entreprise.

Pour avoir une idée des avantages potentiels d'une réglementation obligatoire et prescriptive d'un reporting en matière de durabilité, examinons l'introduction par le Royaume-Uni en 2013 d'une obligation de divulgation des émissions de gaz à effet de serre (GES). Les effets de cette réglementation ont été visibles à deux niveaux.

**Figure 8: Pourcentage de divulgation des émissions de GES pour les entreprises britanniques et européennes**



Comme le montre la figure 8, après l'introduction de la nouvelle réglementation, les données sur les émissions de GES sont devenues davantage disponibles au Royaume-Uni que dans le reste de l'Europe. Durant l'année suivant son entrée en vigueur, le taux de divulgation des entreprises britanniques est passé de 70 à 90 %.

**Figure 9: Différences moyennes en pourcentage des émissions de GES pour les entreprises britanniques et européennes**



La figure 9 montre ce qu'il est advenu des émissions de GES des entreprises à la suite de l'entrée en vigueur de la réglementation. En moyenne, les entreprises britanniques ont davantage réduit leurs émissions de GES que les entreprises comparables des autres pays européens. En d'autres termes, la réglementation sur la divulgation a entraîné une réduction des émissions. Dans l'ensemble, la réglementation a eu un effet bénéfique non seulement en matière de reporting (en augmentant la disponibilité des données concernant les émissions de GES),

mais elle a également eu un impact positif sur le comportement des entreprises, comme en témoigne la décarbonisation plus forte des entreprises britanniques par rapport aux autres entreprises européennes.

### 7.3. Comment gérer les écarts entre les différents scores et notations ESG ?

L'une des principales conclusions de l'étude de Berg, Koelbel et Rigobon (2020) est que la divergence n'est pas seulement due à des différences d'opinion (divergence de portée), mais aussi à des différences dans les données sous-jacentes (divergence de mesure). Les différents évaluateurs semblent mesurer des questions de durabilité similaires à l'aide d'indicateurs et d'approches différents. Cette divergence de mesure est le principal facteur expliquant la divergence globale des notes ESG. S'il est certainement bon d'avoir des divergences d'opinion et de ne pas prescrire quels aspects (ou champs d'application) de la durabilité sont les plus importants, notamment parce que les utilisateurs peuvent avoir des préférences différentes en ce qui concerne les données et les notations de durabilité, la divergence de mesure pose clairement problème. Des catégories similaires devraient être mesurées de la même manière. Cependant, tant qu'il n'existera pas de normes uniformes pour la divulgation des données ESG et que les approches de quantification resteront opaques, la divergence de mesure restera probablement un facteur important expliquant les écarts entre les notations ESG. Lors du choix de mesures uniformes de la durabilité, il faut penser à sélectionner un ensemble d'attributs étroitement et clairement définis pour lesquels il existe des indicateurs vérifiables, auditables et transparents (par exemple, les émissions de GES, les objectifs de décarbonisation, etc.). Idéalement, les analyses de scénarios ou de mesures d'alignement de la température<sup>27)</sup> devraient également faire l'objet d'une divulgation, mais il n'est pas certain que les méthodologies existantes permettent une divulgation significative. Il serait peut-être plus judicieux d'adopter une approche moins prescriptive à cet égard jusqu'à ce qu'un cadre de référence commun soit trouvé. En outre, des efforts doivent être faits pour encourager l'harmonisation et la collaboration entre les nombreuses normes existantes (TCFD, SASB, GRI, EFRAG, IFRS, etc.). Développer de nouvelles

27) Voir, par exemple, <https://am.lombardodier.com/contents/news/white-papers/2021/july/designing-temperature-alignment.html>

normes et ne pas s'appuyer sur les cadres existants risque d'amplifier le problème bien connu de la "jungle des labels ESG". Les recherches de Berg, Kölbl et Rigobon (2020) montrent par exemple que si les agences de notation ESG recouraient à une taxonomie standardisée, leurs méthodologies et leurs notations seraient davantage alignées. Même si les différences d'opinion sont utiles, la recherche montre que certaines orientations prescriptives quant aux catégories les plus importantes permettraient également de

réduire les divergences. Par exemple, Berg, Kölbl et Rigobon (2020) utilisent la taxonomie SASB pour créer de nouvelles notations dans lesquelles les pondérations et la portée sont rendues plus cohérentes entre les fournisseurs. Cet exercice conduit à une plus grande concordance entre les notations ESG. Enfin, une plus grande transparence méthodologique des fournisseurs de données sur des questions telles que les groupes de pairs, les portées et les pondérations pourrait également réduire les incohérences.



## 8. Recommandations politiques et conclusion

La mesure de la durabilité et l'élaboration d'indicateurs fiables en matière de finance durable resteront compliquées. La divergence entre les indicateurs actuels de finance durable est due, dans une large mesure, à des différences de mesure et de définitions. Même si les définitions de la durabilité sont susceptibles de continuer à diverger à l'avenir, la durabilité étant, du moins partiellement, un concept normatif et subjectif, il serait utile de s'attaquer aux divergences de mesure. Par exemple, les régulateurs pourraient prescrire la manière dont les entreprises et les investisseurs fournissent des informations sur des thématiques spécifiques liées à la durabilité en définissant un ensemble de normes et d'indicateurs de reporting généralement acceptés. Les régulateurs devraient exiger des entreprises et des investisseurs qu'ils incluent les thématiques liées à la durabilité dans leur documents officiels (rapports annuels, soumissions réglementaires, etc.) et qu'ils se concentrent sur les dimensions généralement considérées comme importantes, bien définies et mesurables (par exemple, les objectifs d'émission de GES et de décarbonisation). Dans le cadre de leurs efforts, les régulateurs devraient s'appuyer sur ce qui existe déjà, c'est-à-dire encourager le respect des obligations de reporting existantes et approuver les approches et les cadres de référence déjà disponibles.

Les nombreuses approches volontaires qui coexistent actuellement ne font pas qu'ajouter à la confusion générale, elles imposent également un fardeau supplémentaire en matière de reporting aux entreprises et aux investisseurs. Si les entreprises et les investisseurs doivent répondre de nombreuses normes différentes, cela conduit à une duplication de l'information, ce qui entraîne des pertes sèches et des coûts évitables. Une stratégie réglementaire visant une meilleure harmonisation et une standardisation pourrait à cet égard être bénéfique, voire nécessaire. Dans l'ensemble, l'action réglementaire devrait évaluer les coûts et les avantages d'une obligation réglementaire de reporting. L'action réglementaire devrait également s'appuyer sur les normes existantes et s'efforcer d'harmoniser ces normes entre les régions géographiques afin d'aboutir à une norme mondiale de reporting en matière de durabilité. Parmi les arguments qui plaident en faveur d'une obligation de reporting sur la durabilité, on peut citer les économies de coûts et les avantages de la standardisation pour les utilisateurs de l'information sur la durabilité, un engagement accru en faveur d'un reporting et la possibilité de réduire les externalités négatives découlant des activités des entreprises et des investisseurs. Toutefois, les coûts associés à l'application et à la conception d'une telle obligation doivent également être pris en compte. Finalement, il convient d'accroître la transparence des méthodologies utilisées pour élaborer les notations et les scores ESG. Une plus grande transparence permettra aux utilisateurs de mieux comprendre pourquoi ces notations et scores divergent. Une plus grande transparence aidera également les utilisateurs de ces données à identifier les indicateurs les plus appropriés et à les utiliser en conséquence.

## Swiss Finance Institute

Le Swiss Finance Institute (SFI) est le centre national de recherche fondamentale, de formation doctorale, d'échange de connaissances et de formation continue dans le secteur bancaire et financier. La mission de SFI est de renforcer le capital de connaissances pour la place financière suisse. Créé en 2006 dans le cadre d'un partenariat public-privé, SFI est une initiative commune du secteur financier suisse, de six universités suisses de pointe, et de la Confédération helvétique.

Cette publication a été imprimée sur du papier durable "Refutura", qui est certifié par l'écolabel "l'Ange bleu".

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80  
info@sfi.ch, www.sfi.ch

