

LE PREMIER VETO PRESIDENTIEL DE JOE BIDEN : UNE VICTOIRE POUR L'INVESTISSEMENT ESG ?

Par Megha BANSAL* David CHEKROUN et Drew SHAGRIN

La RSE et l'ESG font rarement la une de l'actualité politique aux Etats-Unis, mais c'est précisément ce qui s'est passé au début de l'année 2023, lorsque le président américain Joe Biden a opposé son premier veto à un projet de loi du Congrès. Cet article présente le contexte.

La séquence essentielle des événements récents commence avec le ministère du travail du président Biden (DOL), qui a cherché fin 2022 à promouvoir l'ESG et le développement durable en modifiant une règle administrative (la Règle 2022).

La Règle 2022, officiellement intitulée « Prudence et loyauté dans la sélection des investissements du plan et l'exercice des droits des actionnaires »,¹² a clarifié les règles relatives aux « obligations d'investissement » de l'ERISA, une loi qui régit les caisses de retraite.¹³

Le Congrès américain a réagi en adoptant une résolution visant à annuler la Règle 2022 afin de rétablir la règle des devoirs d'investissement telle qu'elle existait avant la Règle 2022.

Le président Biden a alors exercé son droit de veto, empêchant la résolution du Congrès de devenir une loi effective.

La Constitution américaine permet au Congrès de passer outre au veto du président lorsqu'une majorité des deux tiers de la Chambre de Députés et du Sénat vote ainsi. Toutefois, dans le cas présent, cette super majorité n'existait pas. Résultat : la Règle 2022 reste en vigueur et la récente clarification par le DOL de la réglementation sur les obligations d'investissement de l'ERISA a donc été préservée.

BIDEN'S FIRST PRESIDENTIAL VETO; A WIN FOR ESG INVESTING?

By Megha BANSAL, David CHEKROUN and Drew SHAGRIN

ESG is rarely a headline political issue in the United States, but in early 2023 it was precisely that when US President Joe Biden vetoed a Congressional bill, his first veto. This article provides context.

The essential sequence of recent events begins with President Biden's Department of Labor (DOL), which sought in late 2022 to promote ESG and sustainability by amending an administrative rule (the 2022 Rule).

The 2022 Rule, formally known as "Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights", clarified the "Investment Duties" regulations of ERISA, a law regulating pension funds.

The US Congress reacted, passing a resolution to nullify the 2022 Rule so as to restore the Investment Duties rule as it existed before the DOL's amendment.

President Biden then exercised his right of veto, preventing the Congressional resolution from becoming effective law.

The US Constitution permits the Congress to override a veto when a two-thirds majority in both the House of Representatives and the Senate votes to override the veto. However, in this case such a supermajority didn't exist. Upshot: the 2022 Rule remains in effect, and the recent DOL clarification of the Investment Duties regulations of ERISA was thus preserved.

* Megha Bansal est candidate au JD à la faculté de droit de l'Université de New York.

In the European Union, ESG and sustainability are an established pillar of economic policy, as evidenced by the Green Deal and similar initiatives. The Biden administration has tried to reinforce ESG and sustainability concerns in US economic policy, and it was in this spirit that the 2022 Rule was adopted. According to an official statement announcing the release of the 2022 Rule (the 2022 Rule Announcement), the new rule aimed to empower ERISA-covered retirement plan fiduciaries to consider ESG factors when making investment decisions and when exercising shareholder rights, including voting on shareholder resolutions and board nominations. The 2022 Rule was published on 1 December 2022, and most of its provisions took effect on 30 January 2023.

The saga surrounding the 2022 Rule prompted significant media coverage. Examples include an editorial columnist opinion in the *New York Times* defending the role of ESG as commonsense on Wall Street, an editorial board opinion in the *New York Post* criticising the Biden administration for “jeopardizing retirement savings of more than 150 million Americans”, and a news article in *Bloomberg Law* designating the 2022 Rule a “climate friendly retirement investment rule”.

Given the political battle and the media coverage, one might think that the 2022 Rule represented a significant change in the overall investing regulatory landscape. In fact, however, this would be mistaken. Notwithstanding specifics around language adopted, the 2022 Rule remains faithful to the core duties of prudence and loyalty under ERISA. These require fiduciaries to base investment decisions on a thorough risk-return analysis; to act exclusively for the purpose of maximising financial returns for participants and beneficiaries while defraying reasonable expenses of administering the plan; and to not subordinate the economic interests of participants and beneficiaries to unrelated objectives.

There are a few areas where the 2022 Rule departs from prior ERISA regulations enacted during the Trump Administration and effective from January 2021 (the 2020 Rule). The fundamental message to fiduciaries remains the same though under both iterations, the 2022 Rule and the 2020 Rule: investment decisions should be based on a reasonable and appropriately documented risk-return analysis.

Dans l'Union européenne, l'ESG et la durabilité sont un pilier établi de la politique économique, comme en témoignent le Green Deal et d'autres initiatives similaires.¹⁴ L'administration Biden a tenté de renforcer les préoccupations ESG et de durabilité dans la politique économique américaine, et c'est dans cet esprit que la Règle 2022 a été adoptée. Selon une déclaration officielle annonçant la publication de la Règle 2022 (l'Annonce de la Règle 2022), la nouvelle règle vise à permettre aux fiduciaires des caisses de retraite couverts par l'ERISA de prendre en compte les facteurs ESG lorsqu'ils prennent des décisions d'investissement et lorsqu'ils exercent des droits des actionnaires, y compris le vote sur les résolutions d'actionnaires et les nominations au conseil d'administration.¹⁵ La Règle 2022 a été publiée le 1er décembre 2022, et la plupart de ses dispositions sont entrées en vigueur le 30 janvier 2023.

La saga autour de la Règle 2022 a suscité une importante couverture médiatique. On peut citer, par exemple, une tribune parue dans le *New York Times* défendant le rôle de l'ESG comme une question de bon sens à Wall Street,¹⁶ une tribune interne du *New York Post* critiquant l'administration Biden pour avoir « mis en péril l'épargne-retraite de plus de 150 millions d'Américains »,¹⁷ et un article de *Bloomberg Law* désignant la Règle 2022 comme une « règle d'investissement dans la retraite respectueuse du climat ».¹⁸

Compte tenu de la bataille politique et de la couverture médiatique, on pourrait penser que la Règle 2022 représente un changement significatif dans le paysage réglementaire global de l'investissement. En fait, ce serait une erreur. Nonobstant les spécificités du langage adopté, la Règle 2022 reste fidèle aux obligations fondamentales de prudence et de loyauté prévues par l'ERISA. Ces obligations imposent aux fiduciaires de fonder leurs décisions d'investissement sur une analyse approfondie du rapport risque/rendement, d'agir exclusivement dans le but de maximiser les rendements financiers pour les participants et les bénéficiaires tout en couvrant les frais raisonnables d'administration du régime, et de ne pas subordonner les intérêts économiques des participants et des bénéficiaires à des objectifs qui n'ont rien à voir avec eux.

Il reste quelques domaines dans lesquels la Règle 2022 s'écarte des règlements ERISA antérieurs promulgués pendant l'administration Trump et entrés en vigueur en janvier 2021 (la Règle 2020).¹⁹ Le message fondamental adressé aux fiduciaires reste cependant le même dans les deux itérations, la Règle 2022 et la Règle 2020 : les décisions d'investissement doivent être fondées sur une analyse risque/rendement raisonnable et documentée de manière appropriée.

Objectif de la règle 2022 et les principaux événements ayant conduit à son adoption

Si la Règle 2022 ne modifie pas sensiblement les obligations fiduciaires, pourquoi a-t-elle été introduite dès le départ ?

L'Annonce de la Règle 2022²⁰ a réitéré la position de longue date du DOL selon laquelle l'ERISA n'empêche pas les fiduciaires de prendre des décisions d'investissement qui tiennent compte des facteurs ESG selon les circonstances.²¹ De même, les orientations interprétatives du DOL ont reconnu au fil des ans que l'exercice des droits de vote (et autres droits des actionnaires) liés aux actions, ainsi que la gestion de ces droits, sont des actes fiduciaires soumis aux exigences de prudence et de loyauté de l'ERISA.

Cependant, « le ton et la teneur variables des orientations [interprétatives] d'une administration à l'autre » ont semé la confusion parmi les parties prenantes sur ces questions d'investissement.²² Par exemple, la partie de la Règle de 2020 datant de novembre 2020, intitulée « *Financial Factors in Selecting Plan Investments* » (Facteurs financiers dans la sélection des investissements du plan),²³ a semé la confusion avec les éléments suivants :

- En vertu de la Règle 2020, les fiduciaires des régimes étaient tenus de sélectionner les investissements et les lignes de conduite en matière d'investissement en se fondant uniquement sur des « facteurs pécuniaires », définis comme des considérations financières ayant un effet important sur le risque et/ou le rendement de l'investissement. La réglementation stipule que les fiduciaires ne peuvent pas subordonner les intérêts des participants et des bénéficiaires dans leur revenu de retraite ou leurs avantages financiers au titre du régime à d'autres objectifs, et ne peuvent pas sacrifier le rendement des investissements ou prendre des risques d'investissement supplémentaires pour promouvoir des avantages ou des objectifs non pécuniaires.
- Il était expressément interdit aux fiduciaires de régimes en vertu de la Règle 2020 d'ajouter ou de conserver un fonds d'investissement, un produit ou un portefeuille modèle en tant qu'alternative d'investissement direct qualifiée (QDIA) si ce fonds, ce produit ou ce portefeuille modèle incluait ne serait-ce qu'un seul objectif non pécuniaire dans ses objectifs d'investissement ou ses principales stratégies d'investissement.
- La Règle 2020 exigeait que les investissements alternatifs concurrents ne puissent être distingués sur la seule base de facteurs pécuniaires avant que les fiduciaires ne puissent se tourner vers des facteurs collatéraux pour « départager », et exigeait une

Purpose of the 2022 Rule and key events leading to its enactment

If the 2022 Rule didn't materially change fiduciary duties, then why was it introduced in the first place?

The 2022 Rule Announcement reiterated DOL's longstanding position that ERISA does not preclude fiduciaries from making investment decisions which reflect ESG factors, subject to circumstance. Similarly, the DOL's interpretive guidance has over the years recognised that the exercise of voting (and other shareholder) rights connected to shares of stock, and the management of those rights, are fiduciary acts subject to ERISA's prudence and loyalty requirements.

However, the "varied tone and tenor of the [interpretative] guidance across administrations" led to confusion among stakeholders about these investment issues. For instance, the November 2020 portion of the 2020 Rule, entitled "Financial Factors in Selecting Plan Investments", sowed confusion with the following features:

- Plan fiduciaries under the 2020 Rule were required to select investments and investment courses of action based solely on consideration of "pecuniary factors", defined as financial considerations having a material effect on investment risk and/or return. The regulation mandated that fiduciaries may not subordinate interests of the participants and beneficiaries in their retirement income or financial benefits under the plan to other objectives, and may not sacrifice investment return or take on additional investment risk to promote non-pecuniary benefits or goals.
- Plan fiduciaries under the 2020 Rule were expressly prohibited from adding or retaining any investment fund, product, or model portfolio as a qualified direct investment alternative (QDIA) if such fund, product, or model portfolio included even one non-pecuniary objective in its investment objectives or principal investment strategies.
- The 2020 Rule required competing alternative investments to be indistinguishable based on pecuniary factors alone before fiduciaries could turn to collateral factors to "break the tie", and mandated heightened documentation on the use of such factors.

documentation plus complète sur l'utilisation de ces facteurs.

Similarly, the December 2020 portion of the 2020 Rule, called "Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights", sowed confusion as it addressed plan fiduciaries' obligations when voting proxies and exercising other shareholder rights in connection with plan investments in shares of stock.

In early 2021, consistent with two executive orders spotlighting climate-related financial risk, the DOL began outreach efforts to hear from various stakeholders on crafting pertinent regulations that would consider the role of climate change and ESG factors in investment planning. Based on comments that it received through the outreach process, the DOL concluded that the 2020 Rule created uncertainty over whether climate change and other ESG factors could be treated as "pecuniary", with the unintended chilling effect of discouraging fiduciaries from integrating such factors in investment decisions *even when doing so could be financially beneficial*. Similar confusion was reported on the 2020 Rule provisions on proxy voting, which seemed to indicate that many environmental and social shareholder proposals have little bearing on share value or more generally on financial interests.

Accordingly, the 2020 Rule was widely interpreted as disfavoring consideration of ESG factors *even when those factors were financially material*. In the spirit of providing necessary clarification, the Biden Administration's DOL published a proposed rule to amend the 2020 Rule, invited comments, and then formally adopted the 2022 Rule.

Salient features of the 2022 Rule

The 2022 Rule reflects feedback on the proposed rule from about 900 written comments and over 20,000 petition signatures during the 60-day comment period from a variety of parties, including plan sponsors and fiduciaries. The main provisions are summarised below.

Principle-based, neutral approach permitting but not mandating consideration of ESG factors

The revised provisions in the adopted 2022 Rule affirm ERISA's core principle that fiduciaries' determination regarding an investment or investment course of action

De même, la partie de la Règle 2020 datant de décembre 2020, intitulée « Obligations fiduciaires concernant le vote par procuration et les droits des actionnaires », ²⁴ a semé la confusion en abordant les obligations des fiduciaires des régimes lors du vote par procuration et de l'exercice d'autres droits des actionnaires en rapport avec les investissements des régimes dans des actions.

Au début de l'année 2021, conformément à deux décrets mettant l'accent sur les risques financiers liés au climat, le DOL a entamé des efforts de sensibilisation afin d'entendre les différentes parties prenantes sur l'élaboration de réglementations pertinentes qui prendraient en compte le rôle du changement climatique et des facteurs ESG dans la planification des investissements. Sur la base des commentaires reçus dans le cadre du processus de sensibilisation, le DOL a conclu que la Règle 2020 créait une incertitude sur la question de savoir si le changement climatique et d'autres facteurs ESG pouvaient être considérés comme « pécuniaires », ce qui aurait pour effet involontaire de décourager les fiduciaires d'intégrer ces facteurs dans les décisions d'investissement, *même lorsque cela pourrait être financièrement avantageux*. Une confusion similaire a été signalée en ce qui concerne les dispositions de la Règle 2020 sur le vote par procuration, qui semblent indiquer que de nombreuses propositions environnementales et sociales d'actionnaires ont peu d'incidence sur la valeur des actions ou, plus généralement, sur les intérêts financiers.

En conséquence, la Règle 2020 a été largement interprétée comme défavorable à la prise en compte des facteurs ESG, *même lorsque ces facteurs étaient financièrement importants*. Afin d'apporter les clarifications nécessaires, le DOL de l'administration Biden a publié une proposition de règle visant à modifier la Règle 2020, a sollicité des commentaires, puis a formellement adopté la Règle 2022.

Principales caractéristiques de la règle 2022

La Règle 2022 reflète les réactions à la proposition de règle de quelque 900 commentaires écrits ²⁵ et de plus de 20 000 signatures de pétition ²⁶ pendant la période de consultation de 60 jours de la part de diverses parties, y compris des promoteurs de régimes et des fiduciaires. Les principales dispositions sont résumées ci-dessous.

Approche neutre, fondée sur des principes, permettant mais n'imposant pas la prise en compte des facteurs ESG

Les dispositions révisées de la Règle 2022 adoptée confirment le principe fondamental de l'ERISA selon lequel la décision des fiduciaires concernant un investissement ou

une ligne de conduite en matière d'investissement doit être fondée sur des facteurs raisonnablement déterminés comme étant pertinents pour une analyse risque/rendement.

Le texte ajoute que ces facteurs « peuvent inclure » les effets économiques du changement climatique et d'autres facteurs ESG. Toutefois, le poids accordé à tout facteur doit refléter de manière appropriée l'évaluation du rapport risque/rendement. Le DOL a souligné à plusieurs reprises la « neutralité réglementaire appropriée » de la Règle 2022 en accordant un pouvoir discrétionnaire aux fiduciaires.²⁷ Cette formulation actuelle contraste avec celle de la règle proposée, qui aurait stipulé que le devoir de prudence d'un fiduciaire lors de l'examen des rendements prévus « peut souvent exiger » une évaluation des effets économiques du changement climatique et d'autres facteurs ESG. Les commentaires indiquent que cette formulation proposée aurait perpétué la confusion de la Règle 2020.

La Règle 2022 supprime la terminologie « pécuniaire/non pécuniaire » de la Règle 2020 en raison des préoccupations concernant l'effet dissuasif sur les choix financièrement avantageux.

La règle proposée avait ajouté au texte du dispositif trois séries d'exemples de changement climatique et d'autres facteurs ESG susceptibles d'être pris en compte dans l'analyse risque-rendement. Les trois paragraphes ont été supprimés dans le texte final de la Règle 2022 pour répondre aux préoccupations concernant le fait de favoriser de manière inappropriée les facteurs ESG ou de suggérer de manière inappropriée que les exemples pourraient être interprétés par les fiduciaires comme des dispositions d'exonération (*safe harbour*).

Suppression des règles plus strictes pour les QDIA

En vertu de la Règle 2020, les fonds d'impact ESG n'étaient pas autorisés à servir d'investissements par défaut. La Règle 2022 a supprimé cette interdiction en annulant le libellé qui distinguait les QDIA des autres investissements.

Le DOL a reconnu que les QDIA justifient un traitement spécial dans certains contextes parce que les participants au plan ne dirigent pas de manière affirmative l'investissement de leurs actifs dans le QDIA, mais dépendent de ces investissements pour leur sécurité financière à long terme. La Règle 2020 a toutefois été considérée comme une solution trop agressive à ce problème, empêchant effectivement les fiduciaires de prendre en considération les QDIA qui incluent des stratégies ESG, même s'ils sont par ailleurs prudents ou économiquement supérieurs aux options concurrentes.

must be based on factors reasonably determined as relevant to a risk-return analysis.

The text adds that these factors “may include” economic effects of climate change and other ESG factors. However, weight given to any factor should appropriately reflect risk-return assessment. The DOL repeatedly emphasised the 2022 Rule’s “appropriate regulatory neutrality” by extending discretion to fiduciaries. This current language contrasts with that of the proposed rule, which would have provided that a fiduciary’s duty of prudence when considering projected returns “may often require” an evaluation of the economic effects of climate change and other ESG factors. The comments indicated that this proposed language would have perpetuated the confusion of the 2020 Rule.

The 2022 Rule deletes the “pecuniary/non-pecuniary” terminology under the 2020 Rule due to concerns about a chilling effect on financially beneficial choices.

The proposed rule had added to the operative text three sets of examples of climate change and other ESG factors that could be material to the risk-return analysis. The three paragraphs were dropped in the 2022 Rule’s final text to address concerns about inappropriately favouring ESG factors or inappropriately suggesting that the examples could be construed by fiduciaries as safe harbour.

Removal of stricter rules for QDIAs

Under the 2020 Rule, ESG impact funds were expressly disallowed from serving as default investments. The 2022 Rule removed this prohibition by rescinding language that distinguished QDIAs from other investments.

The DOL concurred that QDIAs warrant special treatment in certain contexts because plan participants do not affirmatively direct the investment of their assets into the QDIA, yet depend on these investments for long-run financial security. The 2020 Rule, however, was deemed too aggressive a solution to this problem, effectively precluding fiduciaries from considering QDIAs that include ESG strategies even where they were otherwise prudent or economically superior to competing options.

New provision on participant preferences

Prior iterations of the regulations did not specifically discuss the role of participant preferences. The 2022 Rule added a new provision clarifying that fiduciaries do not violate their duty of loyalty solely because they take participants' preferences into account when constructing a menu of prudent investment options for participant-directed individual account plans. The rationale here is that accommodating participants' preferences may lead to greater participation and higher deferral rates, and hence, greater retirement security.

Standard for the tie-breaker rule and consideration of collateral benefits

The 2022 Rule modified the tie-breaker standard for weighing competing considerations. The new language requires fiduciaries to prudently conclude that competing investments, or investment courses of action, equally serve the financial interests of the plan over the appropriate time horizon. In such cases, the fiduciary is not prohibited from considering collateral benefits other than investment returns. Collateral benefits are not explicitly defined to allow for flexibility in determining whether and when collateral benefits may be considered.

Investments no longer have to be "indistinguishable" to allow fiduciaries to consider collateral benefits, and the requirement to support such factors by special documentation is removed. However, the DOL cautions that fiduciaries still remain bound by ERISA's prudence obligations and standard of care, with regard to documentation or otherwise.

Amendments to the proxy voting rule

The 2020 Rule had provided that the "fiduciary duty to manage shareholder rights...does not require the voting of every proxy or the exercise of every shareholder right".

Concerned that this 2020 Rule statement could be misread as suggesting that fiduciaries could be indifferent to the exercise of their rights as shareholders, particularly in circumstances where the cost is minimal, and could therefore leave investments unprotected, the 2022 Rule deleted this 2020 Rule statement. The DOL added that this removal of prior language in no way compels fiduciaries to always vote proxies or engage in shareholder activism. Rather, fiduciaries are advised to "ensure that costs and effort associated with voting a proxy is commensurate with the significance of an issue to the plan's financial interests".

Nouvelle disposition sur les préférences des participants

Les versions précédentes de la réglementation n'abordaient pas spécifiquement le rôle des préférences des participants. La Règle 2022 a ajouté une nouvelle disposition précisant que les fiduciaires ne violent pas leur obligation de loyauté uniquement parce qu'ils prennent en compte les préférences des participants lorsqu'ils élaborent un menu d'options d'investissement prudentes pour les plans de comptes individuels gérés par les participants. Le raisonnement est le suivant : la prise en compte des préférences des participants peut conduire à une plus grande participation et à des taux de report plus élevés, et donc à une plus grande sécurité de la retraite.

Norme relative à la règle de départage et à la prise en compte des avantages collatéraux

La Règle 2022 a modifié le critère de départage pour l'évaluation des considérations concurrentes. La nouvelle formulation exige des fiduciaires qu'ils concluent prudemment que des investissements concurrents, ou des plans d'action en matière d'investissement, servent également les intérêts financiers du régime sur l'horizon temporel approprié. Dans ce cas, il n'est pas interdit au fiduciaire de prendre en considération des avantages collatéraux autres que le rendement des placements. Les avantages collatéraux ne sont pas explicitement définis afin de permettre une certaine souplesse dans la détermination du moment et de l'opportunité de leur prise en compte.

Il n'est plus nécessaire que les investissements soient « indiscernables » pour permettre aux fiduciaires de prendre en compte les avantages collatéraux, et l'obligation d'étayer ces facteurs par une documentation spéciale est supprimée. Toutefois, le DOL rappelle que les fiduciaires restent soumis aux obligations de prudence et aux normes de diligence de l'ERISA, qu'il s'agisse de documentation ou d'autre chose.

Modifications de la règle de vote par procuration

La Règle de 2020 prévoyait que « l'obligation fiduciaire de gérer les droits des actionnaires [...] n'exige pas le vote de chaque procuration ou l'exercice de chaque droit des actionnaires ».

Craignant que cette déclaration de la Règle 2020 ne soit interprétée à tort comme suggérant que les fiduciaires peuvent être indifférents à l'exercice de leurs droits en tant qu'actionnaires, en particulier dans des circonstances où le coût est minime, et qu'ils peuvent donc laisser les investissements sans protection, la Règle 2022 a supprimé cette déclaration de la Règle 2020. Le DOL a ajouté que cette suppression n'oblige en aucun cas les fiduciaires à toujours voter par procuration ou à s'engager dans l'activisme actionnarial. Il est plutôt conseillé aux fiduciaires

de « s'assurer que les coûts et les efforts associés au vote par procuration sont proportionnels à l'importance d'une question pour les intérêts financiers du plan ».

La réaction des anti-ESG et le débat en cours

L'ESG a pris de l'ampleur ces dernières années dans de nombreuses régions du monde. Aux Etats-Unis, cette ampleur a été à la fois illustrée et promue par une lettre de 2021 rédigée par le PDG de BlackRock, Larry Fink, exhortant les PDG du monde entier à tenir compte du changement climatique.²⁸ Cet élan a également provoqué une réaction hostile aux sujets ESG. Les Etats républicains aux Etats-Unis ont « intensifié leur campagne de pression pour empêcher les entreprises américaines de prendre des positions libérales ».²⁹ Par exemple, en août 2022, un groupe de 19 procureurs généraux a écrit à Larry Fink, affirmant que les pratiques ESG de l'entreprise étaient préjudiciables aux caisses de retraite de leurs Etats. Peu après, des Etats dirigés par des républicains, dont le Texas, la Floride, le Missouri et la Louisiane, ont collectivement retiré plus de 3 milliards de dollars des fonds de pension de BlackRock.

Un rapport publié par le personnel de la minorité Républicaine de la commission du Sénat américain sur la banque, le logement et les affaires urbaines a condamné les trois plus grands gestionnaires d'actifs pour avoir prétendument sapé la performance financière en promouvant les objectifs sociaux de gauche de l'ESG et de la diversité, de l'équité et de l'inclusion.³⁰ Cette réaction politique a eu des conséquences importantes, illustrées par la décision de Vanguard de se retirer de l'initiative Net Zero Asset Managers, un coup dur pour la plus grande alliance mondiale de financement climatique.³¹

C'est dans ce contexte que la Règle 2022 a suscité une vive réaction de la part des Républicains, qui ont dénoncé le capitalisme « woke »³² et accusé le DOL de promouvoir des idéologies politiques de gauche et des politiques climatiques au détriment de l'épargne-retraite des Américains. D'où la résolution du Congrès, soutenue par les Républicains, visant à invalider la Règle 2022, à laquelle le président Biden a ensuite opposé son veto.

Les événements qui ont conduit M. Biden à exercer son premier veto présidentiel rappellent avec force que la question de la ESG reste sensible aux vents contraires politiques. La résolution visant à annuler la Règle 2022 a été adoptée à la Chambre des représentants par un vote de 216 à 204, un seul Démocrate ayant voté en sa faveur, et par une faible majorité au Sénat, 50 à 46, deux Démocrates ayant franchi la ligne de démarcation. Dans ce contexte, l'avenir de la Règle 2022, et plus généralement de l'intégration des facteurs ESG dans la politique financière, reste incertain et sera déterminé par les prochaines élections américaines.

Anti-ESG backlash and ongoing discussion

ESG has gained momentum in recent years in many parts of the world. In the United States, this momentum was both illustrated and promoted by a 2021 letter penned by BlackRock CEO Larry Fink urging global CEOs to account for climate change. This momentum has also provoked an anti-ESG backlash. Republican states have "intensified their pressure campaign to stop corporate America from taking liberal stands". For instance, in August 2022, a group of 19 attorneys general wrote to Larry Fink, claiming that the firm's ESG practices were detrimental to their state pensions. Soon after, Republican-led states including Texas, Florida, Missouri and Louisiana collectively pulled more than 3 billion dollars out of BlackRock pension funds.

A report released by the Republican minority staff of the US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs condemned the three largest asset managers on their alleged undermining of financial performance through advancing the leftist social goals of ESG and Diversity, Equity and Inclusion. This political backlash has triggered significant consequences, illustrated by Vanguard's decision to withdraw from the Net Zero Asset Managers initiative, a blow to the largest global climate finance alliance.

It was in this context that the 2022 Rule sparked swift backlash from Republicans, who assailed "woke" capitalism and accused the DOL of promoting leftist political ideologies and climate policies at the expense of American retirement savings. Hence the Republican-supported Congressional resolution to invalidate the 2022 Rule, which President Biden then vetoed.

The developments leading to Biden's exercise of his first Presidential veto serve as powerful reminders that the ESG issue remains susceptible to political headwinds. The resolution to overturn the 2022 Rule passed the House with a party-line vote of 216:204, with only one Democrat voting in its favour, and passed by a slim majority in the Senate, 50:46, with two Democrats crossing the aisle. Given this context, the future of the 2022 Rule, and more broadly of the integration of ESG factors into financial policy, remain uncertain, to be shaped by the upcoming US elections.

Similarly rendering uncertain the integration of ESG factors into financial policy are two lawsuits challenging the 2022 Rule. The first suit was filed on January 26, 2023, in a federal district court in Texas by a coalition of 25 Republican states and three private plaintiffs (a publicly traded energy company, a trade association representing oil and gas companies, and an individual participant in an ERISA retirement plan). The complaint alleges that the 2022 Rule conflicts with the core principles of ERISA, citing the unanimous Supreme Court decision requiring fiduciaries to consider “financial benefits” and not any “nonpecuniary benefits”. Further, the 2022 Rule is argued to be arbitrary and capricious, and therefore an overstep of the DOL’s authority.

In the second suit challenging the 2022 Rule, two individual participants in ERISA-regulated retirement plans allege in a federal court in Wisconsin that the Rule violates ERISA principles and exceeds statutory authority granted to DOL. The plaintiffs argue that the 2022 Rule encourages fiduciaries to subordinate financial returns for participants and beneficiaries to collateral objectives that cannot be quantified.

Besides ongoing litigation, the ESG investing landscape is mired by continued efforts from conservative state legislatures to restrict consideration of ESG factors by state funds and fiduciaries. A number of states are exploring bills prohibiting the state from doing business with financial institutions that boycott or discriminate against companies in certain industries, such as fossil fuels.

Turning back to the 2022 Rule, it is set up on fairly neutral regulatory ground (as was the 2020 Rule). Despite confusion over the specific language adopted, both the 2020 Rule and the 2022 Rule remain faithful to the core ERISA principles of prudence and loyalty: under both rules, investment decisions should be made based solely on relevant risk-return analysis, and appropriately documented. Neither regulation favoured or disfavoured ESG factors. Under both rules, fiduciaries could effectively consider such factors, as with other investment factors, to the extent that they were relevant to a risk-return assessment depending on facts and circumstances.

In an official statement, the Biden administration clarified that the 2022 Rule is not a mandate and does not require any fiduciary to make investment decisions

De même, l’intégration des facteurs ESG dans la politique financière est rendue incertaine par deux actions en justice contestant la Règle 2022. Le premier procès³³ a été intenté le 26 janvier 2023 devant un tribunal fédéral de district au Texas par une coalition de 25 Etats Républicains et trois plaignants privés (une société énergétique cotée en bourse, une association professionnelle représentant des sociétés pétrolières et gazières et un participant individuel à un plan de retraite ERISA). La plainte allègue que la Règle 2022 est en contradiction avec les principes fondamentaux de l’ERISA, citant la décision unanime de la Cour suprême³⁴ exigeant que les fiduciaires prennent en compte les « avantages financiers » et non les « avantages non pécuniaires ». En outre, la Règle 2022 est considérée comme arbitraire et capricieuse, et donc comme un dépassement de l’autorité du DOL.

Dans le deuxième procès contestant la Règle 2022,³⁵ deux participants individuels à des plans de retraite réglementés par l’ERISA allèguent devant un tribunal fédéral du Wisconsin que la règle viole les principes de l’ERISA et dépasse l’autorité statutaire accordée au DOL. Les plaignants affirment que la Règle 2022 encourage les fiduciaires à subordonner les rendements financiers pour les participants et les bénéficiaires à des objectifs collatéraux qui ne peuvent être quantifiés.

Outre les litiges en cours, le paysage de l’investissement ESG est embourbé par les efforts continus des législatures conservatrices des Etats pour restreindre la prise en compte des facteurs ESG par les fonds d’Etat et les fiduciaires. Un certain nombre d’Etats étudient des projets de loi interdisant à l’Etat de faire des affaires avec des institutions financières qui boycottent ou discriminent les entreprises de certains secteurs, tels que les combustibles fossiles.

Pour en revenir à la Règle 2022, elle est établie sur un terrain réglementaire assez neutre (comme l’était la Règle 2020). Malgré la confusion entourant la formulation spécifique adoptée, la Règle 2020 et la Règle 2022 restent fidèles aux principes fondamentaux de prudence et de loyauté de l’ERISA : en vertu des deux règles, les décisions d’investissement doivent être prises uniquement sur la base d’une analyse risque-rendement pertinente, et être documentées de manière appropriée. Aucune des deux réglementations ne favorise ou ne défavorise les facteurs ESG. Dans les deux cas, les fiduciaires peuvent effectivement prendre en compte ces facteurs, comme d’autres facteurs d’investissement, dans la mesure où ils sont pertinents pour une évaluation risque-rendement en fonction des faits et des circonstances.

Dans une déclaration officielle,³⁶ l’administration Biden a précisé que la Règle 2022 n’est pas un mandat et n’exige qu’aucun fiduciaire ne prenne des décisions

d'investissement basées uniquement sur des facteurs ESG. La Règle 2022 réaffirme simplement que les fiduciaires des régimes de retraite doivent procéder à une analyse risque-rendement de leurs décisions d'investissement et reconnaît que ces facteurs peuvent être pertinents dans le cadre de cette analyse. La Règle 2022 ne doit en aucun cas être interprétée comme encourageant les fiduciaires à opter pour des stratégies d'investissement favorables aux facteurs ESG qui conduisent à une sous-performance et manquent d'une analyse risque-rendement crédible. S'il en était autrement, un « réveil brutal des litiges » nous attend, comme le prédit une tribune du *Wall Street Journal*.³⁷

based solely on ESG factors. The 2022 Rule simply restates that retirement plan fiduciaries engage in a risk-return analysis of their investment decisions and recognises that these factors can be relevant to that analysis. In no light should the 2022 Rule be interpreted as encouraging fiduciaries to opt for ESG-friendly investment strategies which lead to under-performance and lack credible risk-return analysis. If this were otherwise, then a "rude litigation awakening" awaits, as a *Wall Street Journal* opinion predicts.

* Ancien étudiant de l'ESCP BS & fellow de l'Institute for Corporate Governance.