

LA TRANSITION PAR LES FONDS DURABLES : MYTHES ET RÉALITÉS

Concept protéiforme en attente d'un cadre réglementaire



**Entreprise en
transition :**
chacun sa définition
P. 24

Résumé exécutif

Des limites de l'auto-définition des objectifs et des pratiques d'investissement durable

Après le semi-échec de l'auto-classification en Article 8 et 9 des fonds durables par la réglementation européenne, la Commission continue à appeler le marché à s'auto-responsabiliser. Cette étude montre que les définitions mises en œuvre par les gérants sont à la fois très complexes et très hétérogènes. L'étude attentive de 183 fonds distribués en France et sélectionnés dans le panel du fait de l'ambition de leurs engagements, montre la grande difficulté de voir émerger des objectifs durables, lisibles, clairs et harmonisés. Il est donc compliqué voire impossible d'en tirer une vision partagée d'une transition alignée sur le Green Deal européen reposant sur la taxonomie.

Une mosaïque de transitions sans cap clair

L'extrême technicité de la terminologie employée dans la documentation des fonds qui affichent un engagement à financer la transition environnementale et sociale des entreprises finit par devenir un obstacle à la compréhension de l'investisseur final. Il est inquiétant de constater après une étude attentive de centaines de pages d'annexes SFDR l'absence de dynamiques de transition crédibles et mesurables alors qu'elle devrait être engagée pour atteindre dès 2030 les objectifs européens. Il faudrait que les acteurs financiers mettent la pression sur les entreprises pour qu'elles alignent leur stratégie sur les objectifs de durabilité et développent des plans de transition crédibles avec des trajectoires de CapEx cohérentes avec leurs engagements de neutralité carbone. Le reporting de plans de transition harmonisés selon les normes de la CSRD devrait contribuer à renforcer l'engagement actionnarial. La documentation SFDR du panel reste, à ce jour, avare en détails sur ce sujet.

Une tendance au techno-solutionnisme favorisée par les marchés

Loin d'être uniquement énergétique ou climatique, la transition peut aussi être tout à la fois environnementale ou écologique, digitale ou technologique, de gouvernance, démographique, sanitaire, « de mode de vie », ou encore espérée comme solidaire ou juste. La lecture des interprétations faites des contributions au sens de l'Article 2(17) montre que les grilles d'analyse des gérants reposent sur des sous-thèmes de toutes ces transitions. Cette variété conduit certains gérants à formuler des domaines de contribution ne faisant pas consensus sur le plan environnemental ou social, comme l'internet des objets, l'intelligence artificielle ou encore l'agriculture de précision.

La réglementation SFDR en pleine mutation n'est pas prête sur la transition

Les possibilités d'interprétation de la définition de l'investissement durable, offertes par l'Article 2(17) de la réglementation SFDR, continuent à faire des ravages. Même si les régulateurs tentent d'apporter des précisions, la position de la Commission communiquée en avril 2023, entretient un flou dommageable. Elle appelait les gérants à s'auto-responsabiliser et refusait d'établir des critères techniques minimum. Elle a certes précisé que « faire référence à un plan de transition » ne suffisait pas à garantir qu'une entreprise dans son ensemble est conforme à la définition, mais n'a fourni un cadre de définition de la transition qu'en juin. À ce jour, la sélection d'entreprises dotées d'une cible SBT est la principale approche observée, avec les limites que cela implique, puisqu'elle ne garantit pas la cohérence entre le but climatique annoncé et les moyens mis en œuvre.

Sommaire

Éditos	4
La mosaïque environnementale et sociale dessinée par les fonds durables	5
1. Transition : mythes et réalités	7
2. Indicateurs : la taxonomie sacrifiée aux ODD et aux objectifs climat validés par SBTi	14
Les épargnants face à des objectifs durables techniques mais flous	17
1. Des attentes de plus en plus précises	17
2. Quelle transition visent les fonds ?	17
3. Quelles allégations d'impact ?	19
4. L'engagement actionnarial au coeur des attentes	20
Transition : nouvelle brique réglementaire en construction	22
1. Focus sur les indicateurs PAI (Principales Incidences négatives)	22
2. Le cadre de la finance de transition commence à émerger	23
3. Définir les entreprises en transition	25
4. Les pistes de refonte des annexes SFDR	25
Annexes	27

ÉDITOS



Anne-Catherine Husson-Traore,
Directrice Générale de Novethic

La transition, un sujet complexe qui nécessite une vision cadrée et partagée

Quand Novethic et l'ADEME ont décidé de focaliser leur étude annuelle sur la façon dont les fonds durables fléchissent la transition écologique des entreprises, nous ne pensions pas trouver autant de diversité dans l'approche choisie et les indicateurs utilisés. Cela conduit à un flou artistique mais inquiétant sur l'appropriation par les acteurs financiers de la réglementation européenne sur la finance durable, dont l'objectif est d'utiliser la taxonomie comme élément d'alignement sur le Green Deal, en particulier pour les CapEx. Notre étude permet de démêler l'écheveau de plus en plus complexe que constitue l'ajout de l'interprétation de textes réglementaires touffus à la pratique d'intégration de critères ESG dans la gestion d'actifs qui ne parviennent pas à s'affranchir de la proximité des grands indices boursiers de référence. Elle permet aussi de comprendre que si les volumes d'actifs dédiés à la finance durable augmentent, il faut relativiser la capacité des gérants d'actifs à servir un modèle de verdissement de l'économie. Les deux conditions nécessaires, et sans doute pas suffisantes à l'alignement des entreprises européennes sur le Green Deal, passent par l'harmonisation des scénarios de transition fléchés par un cadre réglementaire européen plus strict et un engagement actionnarial plus efficace. Adopté en 2019, le Pacte Vert européen est freiné dans son déploiement par un lobbying intense des secteurs les plus concernés pour freiner la transition du scénario « *business as usual* » vers un modèle bas carbone plus respectueux de l'humain et de l'environnement. Une évaluation des scénarios de transition par un tiers externe et indépendant s'avère indispensable. Au vu des résultats de l'étude, les promoteurs de fonds durables n'en sont pas encore là. Pourtant, c'est ce qu'attendent d'eux la majorité des épargnants car les risques financiers de moyen et long terme sur la dépréciation de leurs actifs qui ne seraient pas résilients au changement climatique ou à la perte de biodiversité se précisent.



Mathieu Garnero,
Directeur de Projet à l'ADEME

Finance de transition : les standards existent !

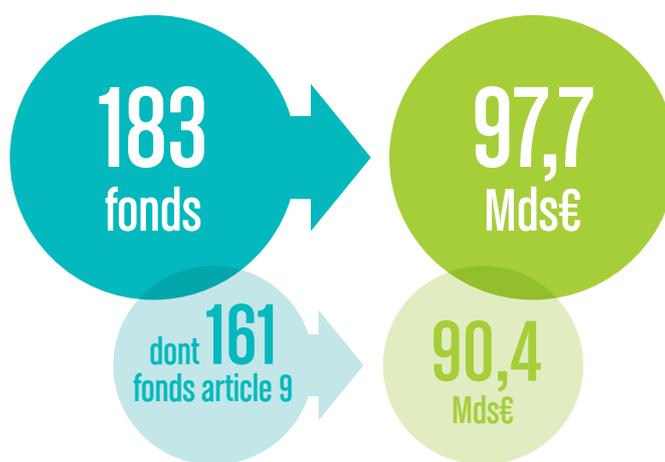
Inscrit dans la stratégie finance durable renouvelée de 2021, le sujet de la finance de transition a fait l'objet de recommandations par la Commission européenne dans son « package finance durable » de juin 2023. Selon celui-ci, « *la finance durable consiste à financer à la fois les activités qui sont déjà respectueuses de l'environnement et celles qui sont en phase de transition pour atteindre, à terme, un tel niveau de performance* ». La finance s'intéresse à la transition et c'est tant mieux ! Les besoins additionnels de financement de la transition sont importants (estimés à 66Mds€ par an dans le dernier rapport Pisani-Mahfouz), et transformer les entreprises et secteurs existants est indispensable pour créer une offre de biens et services compatible avec une société neutre en carbone capable de répondre à l'ensemble des besoins de la société : habitation, mobilité, énergie, alimentation, etc.

Depuis 2015, et la signature de l'Accord de Paris, de nombreux cadres ont vu le jour pour déclarer son engagement en faveur du climat (Race-to-Zero), établir des cibles de réduction de ses émissions (SBTi), communiquer de façon transparente sur sa stratégie (TCFD) et définir un plan de transition robuste associé à ses engagements (ACT). Avec ACT, l'ADEME a contribué depuis 2016 à définir un cadre de redevabilité climatique permettant de garantir la bonne adéquation entre les objectifs climatiques et les moyens mis en œuvre, en couvrant 16 secteurs clés ainsi qu'une méthode générique. En 2023, nous avons ainsi apporté un éclairage sur la qualité des plans de transition de 8 grandes entreprises françaises ayant soumis un « say on climate » à leurs actionnaires.

Alors que les plans de transition et l'implication de la finance dans la transition font l'objet de toutes les attentions, nous voulions, avec Novethic, mieux connaître l'état des pratiques sur les fonds Article 9 avec une stratégie de transition. Les cadres et méthodologies soutenues par l'UNFCCC sont-ils repris ? L'engagement actionnarial est-il utilisé pour soutenir la transformation des actifs en portefeuille ? La manière dont les gérants définissent la transition donne-t-elle des garanties sur l'atteinte des objectifs ou sommes-nous juste dans une adaptation du *best-in-class* ESG ? Bonne lecture !

La mosaïque environnementale et sociale **dessinée** par les fonds durables

Pour cerner les objectifs durables que se donnaient les fonds distribués en France dont les engagements affichés traduisaient une ambition forte, Novethic a fait une sélection parmi un panel de fonds Article 9 et de fonds fléchant la transition. L'objectif était de repérer quelle vision de la transition vers des modèles durables partageaient ces fonds à travers l'analyse approfondie de leur documentation technique. Cette étude montre l'extrême diversité d'approches choisies et détaille ensuite comment le fouillis de la réglementation et la densité des recommandations des régulateurs favorisent une complexité qui ne facilite pas un message clair et harmonisé des investisseurs concernant la transition vers des modèles plus résilients et durables.



Source: Novethic

Objectifs durables divers et variés

Approches par catégories de fonds	Nombres de fonds étudiés	Encours au 31/12/2022 (en Mds €)
« Vert / Climat / Solutions »	53	53,4
Multithématiques (Environnement et social)	37	24,6
Thématique sociale/parité/inclusion/diversité	20	2,8
« Transition » (climat, planète, durable ou au pluriel)	15	2,7
« Impact » (présence dans le libellé du fonds)	15	5,9
Obligations vertes	11	3,9
« Biodiversité »	10	0,5
« Carbone » (non PAB et CTB)	10	1
« Engagement »	7	2,8
« ESG improvers »	5	1
Total	183	97,7

Source: Novethic

Méthodologie de construction du panel

Afin de constituer un panel représentatif d'un éventail de fonds ayant des approches différentes mais des objectifs durables en commun,

Novethic a d'abord sélectionné près de 250 fonds classés Article 9 selon la réglementation SFDR distribués en France. Ils ont été identifiés via l'outil Morningstar Direct en filtrant selon des points de données propres à la réglementation

européenne. Cela a permis d'obtenir un échantillon de fonds qui déclaraient dans leur fichier « *European ESG Template* » (EET) au moins une contribution environnementale ou sociale au sens de la définition d'investissement durable du Règlement. Après un premier écrémage pour ne garder que ceux dont le focus géographique (Europe, Monde ou Marchés émergents) était pertinent, ont été ajoutés une trentaine de fonds dont les noms contenaient des termes comme « improvers », « solutions », « leaders », « transition », « biodiversité », « impact », « engagement », ou qui avaient obtenu le label Greenfin, y compris des fonds Article 8.

Contributions d'investissement durable auxquelles le panel fait référence

Les contributions qui figurent dans les fichiers EET au sens de la définition Article 2(17) du règlement SFDR sont les suivantes: investissement dans une

activité économique qui contribue à un objectif environnemental, mesuré par exemple au moyen d'indicateurs clés en matière d'*utilisation efficace des ressources concernant l'utilisation d'énergie, d'énergies renouvelables, de matières premières, d'eau et de terres, en matière de production de déchets et d'émissions de gaz à effet de serre* ou en matière d'*effets sur la biodiversité et l'économie circulaire*, ou un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif social, en particulier un investissement qui contribue à la *lutte contre les inégalités* ou qui favorise la *cohésion sociale, l'intégration sociale et les relations de travail*, ou un investissement dans le *capital humain* ou des *communautés économiquement ou socialement défavorisées*, pour autant que ces investissements ne causent de préjudice important à aucun de ces objectifs et que les sociétés dans lesquels les investissements sont réalisés appliquent des pratiques de bonne gouvernance.

Portrait-robot de la contribution des fonds durables

Une analyse approfondie de la documentation technique des fonds retenus dans le panel de l'étude dessine une mosaïque de concepts durables. Que ce soit pour l'environnement ou le social, on est encore loin d'un cadre clair de transition que flècheraient la taxonomie et le Green Deal européen.

Contributions durables selon les fichiers EET

Les fichiers EET (European ESG Template) sont un format d'échange de données standardisé permettant de capturer toutes les principales caractéristiques de durabilité des produits financiers, dans le but de pouvoir les réconcilier avec les préférences ESG des épargnants recueillies

dans le cadre des dispositions réglementaires de MiFID II (pour les distributeurs) et DDA (pour les assureurs). Il s'agit d'un format « de place » européen, qui définit près de 600 points de données ESG devant faciliter la pertinence des produits proposés en fonction des préférences de durabilité du client final.

On observe 14 fonds qui ont coché toutes les cases possibles concernant les contributions environnementales et sociales. On pourrait espérer que ce sont ceux qui ont l'approche la plus globale du développement durable, mais l'analyse des fonds qui affichent une contribution aux ODD (Objectifs de Développement Durable) montre que cela n'est pas forcément le cas.

Ventilation des contributions selon les fichiers EET

Contributions environnementales	Contributions sociales
A: énergie (36) B: énergie renouvelable (44) C: matières premières (36) D: eaux et terres (37) E: déchets (41) F: émissions de GES (64) G: biodiversité (43) H: économie circulaire (38) I: autres thèmes environnementaux (38)	A: inégalités (30) B: cohésion sociale (30) C: intégration sociale (29) D: relations de travail (32) E: investissement dans le capital humain (30) F: communautés économiquement ou socialement défavorisées (26) G: autres thèmes sociaux (42)
20 fonds cochent l'ensemble des contributions « E »	23 fonds cochent l'ensemble des contributions « S »

Source: Novethic

Investissements durables et alignement sur la taxonomie

La réglementation européenne sur les fonds durables pousse progressivement un cadre pour les fonds qui doivent reporter sur leur pourcentage d'investissement durable en suivant la définition extensive de l'Article 2(17) de la réglementation SFDR et un pourcentage d'alignement sur la taxonomie. Le tableau ci-dessous permet d'avoir une vision globale des engagements

précontractuels des fonds Article 9 du panel de ce point de vue. La partie de droite rassemble les chiffres tels qu'ils sont communiqués au 31/12/2022. Les autres décrivent plutôt les engagements pris. Seuls les chiffres supérieurs à 0 ont été pris en compte, et ils l'ont été individuellement. La donnée d'alignement des fonds qui ne s'étaient pas engagés sur un pourcentage a donc été intégrée. Au total, seuls 39 fonds s'engageaient sur un alignement minimum à la taxonomie.

	Précontractuel		Périodique			
	% min. d'invest. durables	% d'alignement taxo. précontractuel	% d'invest. durables	% d'invest. durables E	% d'invest. durables S	% d'alignement taxo.
Panel global	79,4	4,4	91,3	65,3	50,9	14,5
Fonds « Vert / Climat / Solutions »	82,9	4,0	93,2	73,4	42,5	23,2
Fonds multithématiques	84,7	2,6	91,8	44,5	56,1	7,6
Fonds « Social »	85,1	aucun	94,1	43,1	80,6	5,1
Fonds d'obligations vertes	85,5	11,7	92,0	90,2	20,8	26,1

Source: Novethic

1. Transition: mythes et réalités

L'analyse approfondie de près de 200 fonds durables distribués en France permet de dessiner une sorte de « récit » de la transition vue par ces produits financiers. Il est pour le moins diversifié !

Le narratif de transition passé au révéléateur des annexes SFDR

Un des apports de la réglementation SFDR est d'obliger les promoteurs de fonds à donner des précisions sur leurs choix d'investissement durable dans des annexes techniques, précontractuelles et périodiques, parfois appelées templates pour les fonds Article 8 et 9. D'une longueur pouvant aller jusqu'à une vingtaine de pages, les annexes SFDR précontractuelles offrent aux gérants plusieurs rubriques pour détailler leurs stratégies d'investissements. La première, dans laquelle il est demandé de décrire l'objectif d'investissement durable du fonds, concentre la majorité des éléments « narratifs » relatifs à l'identification des investissements durables. Il s'agit souvent de conjuguer performance financière et objectif de durabilité de long terme, par exemple celui de « soutenir la transition vers une économie ayant atteint la neutralité carbone tout en étant plus résiliente à l'élévation des températures ». Le narratif peut parfois s'en tenir à des éléments plus vagues, comme chez ce fonds qui dit investir dans des entreprises qui « ont adopté, ou vont adopter,

une trajectoire ESG positive dans leurs activités. Ils peuvent aussi inclure des tournures alambiquées à l'instar d'un fonds qui vise à « identifier les sociétés qui contribuent de manière proactive à une transition globale vers un modèle opérationnel qui contribuera à la protection de l'environnement et des ressources naturelles de la Terre ».

Nombreux sont les fonds qui assument l'investissement dans des secteurs encore majoritairement carbo-intensifs en étant transparents sur leurs émissions de gaz à effet de serre. Un gérant s'est ainsi doté d'un cadre de mise en œuvre de la définition « Article 2(17) » qui offre la possibilité de sélectionner comme investissement durable les entreprises issues des secteurs carbo-intensifs qui « transitionnent leurs modèles d'affaires pour s'aligner avec l'objectif 1,5°C ». Un autre gérant précise identifier les « acteurs de transition » et ne pas vouloir investir uniquement dans des secteurs bas carbone. Il « cherche également à accompagner des entreprises plus carbo-intensives aujourd'hui dont les transformations permettront de réduire plus significativement les émissions. » On pourra également citer cette stratégie d'investissement axée sur la sélection d'entreprises dont les scores ODD sont positifs, hormis pour les entreprises qui exercent des activités économiques en transition, auxquelles un score « neutre » est attribué. Lorsque la dimension d'engagement actionnarial est un élément central de la stratégie

d'investissement, il peut également être précisé qu'il est mené à bien « pour tenter d'influencer le comportement des entreprises, de même que pour initier et accélérer la nécessaire transition. »

Une quinzaine de fonds ont une stratégie d'investissement avec des poches visant à séparer les entreprises en fonction de l'état d'avancement de leur transition ou de la nature des contributions qui leur sont attribuées. Certaines regroupent des entreprises « leaders » (gagnantes ou championnes), apporteuses de solutions, en transition, en progression ou *best effort*, s'adaptant ou « facilitant » la transition. Cette approche peut se décliner par thèmes, par exemple en appliquant la logique de solutions à la biodiversité (« réparateurs de biodiversité »), ou en distinguant les entreprises déjà *leaders* de thématiques comme les océans ou la diversité de celles identifiées comme en progression. Les critères utilisés peuvent être quantitatifs et absolus comme le pourcentage de chiffre d'affaires ou de CapEx déjà vert, ou relatifs si le gérant sélectionne les meilleures performances

en termes d'émissions de gaz à effet de serre au sein d'un secteur. Les données quantitatives manquent puisque certaines poches sont constituées d'entreprises dotées « d'engagements en faveur de stratégies de transition crédibles » ou qui « alignent positivement leur modèle d'affaires pour être plus résilientes » en fonction des bouleversements environnementaux.

Une partie de l'échantillon étudié interprète la définition Article 2(17) en critère minimum de limitation des émissions de gaz à effet de serre. C'est en priorité le fait d'avoir fait valider une SBT qui guide la sélection, dont 15 fonds qui s'appuient sur le statut SBT des entreprises pour formuler des indicateurs précontractuels, même si 9 fonds disent employer d'autres critères pour pouvoir considérer qu'une entreprise s'est fixé un objectif « crédible » de réduction de ses émissions.

La transition vue par les fonds durables : un nuage de mots

Nuage de mots établi à partir du nom des différentes poches d'entreprises des 15 fonds qui décomposent ainsi leurs portefeuilles.



La validation des objectifs climat par SBTI (Science Based Target Initiative) indispensable pour les fonds durables

Lancée en 2015, l'initiative Science Based Targets (SBT) valide les ambitions de réduction des émissions de gaz à effet de serre qui sont alignées sur les objectifs de l'Accord de Paris, en fonction d'approches sectorielles. C'est devenu un indicateur privilégié par les fonds durables qui l'intègrent dans plusieurs rubriques de leurs annexes techniques. 15 fonds s'en servent d'indicateurs « pour mesurer la réalisation de l'objectif d'investissement durable », une dizaine pour « la prise en considération des indicateurs relatifs aux incidences négatives », 6 comme « éléments contraignants de la stratégie d'investissement utilisés pour sélectionner les investissements en vue d'atteindre l'objectif d'investissement durable » et 4 l'utilisent pour l'objectif d'investissement durable du produit financier (Article 9) ou de la poche d'investissement durable (Article 8).

À ce stade, la certification des objectifs climat des entreprises par l'initiative SBT est l'indicateur de référence des sociétés de gestion. Il existe cependant d'autres standards plus exigeants sur la précision des trajectoires et l'alignement sur l'Accord de Paris. Les entreprises très présentes dans le panel des fonds ont quasi toutes des objectifs certifiés SBT et/ou une bonne note *Management* selon le benchmark de TPI (Transition Pathway Initiative) sur trois critères: gouvernance, stratégie, et objectifs. En revanche, l'alignement de leur CapEx sur la taxonomie reste majoritairement rare et faible tandis que les informations spécifiques aux CapEx et à la transition juste du Net Zero Company Benchmark, réalisé par la coalition d'investisseurs engagés sur le climat Climate Action 100+, montrent que les feux ne sont pas au vert. La notation ACT, mise à disposition par l'ONG World Benchmarking Alliance sur plus de 300 groupes, vient compléter cette vue d'ensemble en évaluant la robustesse du plan de transition associé aux engagements (voir l'encadré en Annexe). Les différents standards existants mettent en exergue la nécessité de faire plus d'efforts de transition, tandis que l'utilisation exclusive des objectifs SBT certifiés donne l'impression que la transition serait mieux engagée qu'elle ne l'est effectivement.

Transition crédible ou pas? Le tableau se précise

Sélection comparative de données fournies par des initiatives axées sur la transition (entreprises CA100+)

Entreprises et nombre de fonds qui les sélectionnent	SBT	TPI : score Management Quality	% CapEx aligné (taxo)	NZB n°6: CapEx (évaluation globale)	NZB n°9: Transition juste (évaluation globale)	Note ACT (/100)
Air Liquide (51)	Oui	4	2,8%	Partial	N	-
Saint-Gobain (39)	Oui	4	35%	Partial	Partial	-
Iberdrola (34)	Oui	4	86,5%	Partial	N	55,5
NextEra Energy (25)	-	3	-	Partial	N	57,7
Unilever (25)	Oui	4*	-	N	N	-
Enel (21)	Oui	4	81,9%	Partial	Partial	70,7
Nestlé (21)	Oui	4	-	N	Partial	-
Danone (20)	Oui	4	0,3%	N	N	-
Colgate-Palmolive (18)	Oui	3	-	N	N	-
Mercedes-Benz Group (18)	Oui	4	22%	Partial	Partial	48,3
SSE (16)	Oui	4	-	Partial	Partial	51,2
Trane Technologies (15)	Oui	4	-	N	N	-
National Grid (13)	Oui	4	-	Partial	Partial	-
Toyota (12)	Oui	4	-	N	N	43,6
BMW (11)	Oui	4	21,2%	Partial	N	-
Daikin Industries (11)	-	4	-	N	N	-
Stellantis (9)	-	3	22%	Partial	Partial	29,3
TotalEnergies (8)	-	4*	14,5%	Partial	Partial	32,3
Engie (8)	Oui	4	58%	Partial	Partial	48,5
Siemens Energy (7)	Oui	3	-	N	N	-
CRH (7)	Oui	4	1%	Partial	Partial	-
AES Corp (6)	-	4	-	N	Partial	42,7
Renault (6)	Oui	4	11,2%	Partial	Partial	61,9
RWE (6)	Oui	3	83%	Partial	N	38,3

Source: Novethic

Les activités transitoires, grandes absentes des rapports

Un des moyens d'analyser l'engagement des fonds durables du panel sur la transition est de regarder s'ils investissent dans les activités de transition telles que les définit la taxonomie. Les chiffres d'alignement sur ces activités transitoires, qui sont à ce jour au nombre de 28 dans la taxonomie, s'étalent de 0,01% à 7,06% à l'échelle des 18 fonds du panel qui fournissent cette information. Seul un fonds fournit un niveau de détail permettant de connaître quelles activités se cachent derrière cet alignement, en l'occurrence la fabrication de produits chimiques organiques de base. À noter : aucun des 20 fonds dont le nom contient « Transition » ne fournit de donnée d'alignement sur des activités transitoires.

L'analyse des annexes précontractuelles permet d'identifier 2 fonds attentifs à ce type

de critères de performance environnementale. L'un écrit ainsi qu'une partie de ses contributions peuvent être réalisés via des entreprises « *en transition vers un alignement* ». Un autre fonds assume que certains de ses investissements puissent apporter une contribution à un objectif environnemental « *tout en n'atteignant pas les seuils requis selon la taxonomie* », en particulier dans le cas « *d'entreprises dotées d'objectifs de transition crédibles et conformes à la taxonomie même si celles-ci ne sont pas encore alignées sur ces objectifs* ».

On peut malgré tout retrouver à travers les entreprises les plus souvent sélectionnées par les portefeuilles comme ayant un chiffre d'affaires fortement aligné sur des activités de transition, une typologie très orientée matériaux, en particulier acier et aluminium, et une entreprise de construction, SPIE, pour son activité de rénovation des bâtiments.

Principales entreprises des portefeuilles avec un fort alignement d'activités transitoires

Nom	Nombre de fonds	Activités transitoires	Chiffre d'affaires aligné	dont activités transitoires	CapEx aligné	dont activités transitoires
Befesa	16	Acier, Aluminium	40,8%	37,8%	27,8%	5,7%
SPIE	14	Rénovation des bâtiments	46%	40%	16%	14%
Norsk Hydro	9	Aluminium	29%	27%	25%	24%
Hoffmann	7	Ciment	100%	100%	100%	100%
Aperam	4	Acier	80,9%	60,4%	61%	57%

Source : Novethic

L'ajout des trois activités liées à l'énergie nucléaire et des trois autres faisant appel aux combustibles fossiles gazeux comme énergie de transition ne fait, pour l'instant, pas recette dans les annexes précontractuelles SFDR. La possibilité de proposer des produits investissant ou non dans ces activités a nécessité une mise à jour des annexes précontractuelles des fonds Article 8 & 9, dont la nouvelle version est entrée en vigueur en février 2023. Seuls 7 fonds de 2 sociétés de gestion cochent la case prévue dans le nouveau template d'annexe précontractuelle pour signaler que le gérant pourra investir dans le gaz et/ou le nucléaire. L'annexe périodique de deux autres fonds signale pour sa part que le fonds a investi en partie dans des activités gazières et nucléaires potentiellement alignées, mais qu'il n'est pas en mesure d'en fournir le détail.

Les manques de la taxonomie mis en exergue

Une poignée de gérants semblent attentifs à l'état d'avancement de la couverture des différents secteurs de l'économie par la taxonomie, tout comme aux enjeux entourant les métaux dits « *de transition* ». C'est le cas d'un fonds qui explique cibler des entreprises « *impliquées dans l'extraction plus efficace des matières premières appelées à jouer un rôle clé dans l'atténuation du changement climatique, telles que le cuivre, le lithium, le nickel et l'aluminium* ». Un autre fonds dit vouloir investir dans des entreprises permettant le recyclage du lithium, qu'il identifie comme un oubli dans la chaîne de valeur des technologies bas-carbone déjà incluses dans la taxonomie. Les discussions ont jusqu'à présent visé à séparer l'activité minière à proprement parler de l'activité de fabrication et de transfor-

mation des métaux. Pour l'exploitation minière, les critères techniques n'ont pas pu être finalisés en raison de la complexité et de la diversité de l'activité, et du manque de données appropriées. Seuls des critères sur la fabrication et la transformation du cuivre ont pour l'instant été soumis à la Commission, qui a remis leur adoption à plus tard « *afin de se pencher sur cette activité de manière plus globale dans le cadre de la production d'autres matières premières critiques et des activités minières en amont, en accord avec des politiques européennes en évolution* ».

Le secteur de l'agriculture, autre grand absent de la taxonomie, est en particulier mentionné par les fonds qui utilisent le référentiel du label Greenfin parce qu'ils l'ont obtenu. Pour la majorité du panel de fonds, c'est néanmoins une simple mention « *d'agriculture durable* » qui prévaut, en référence à l'ODD n°2 qui mêle des enjeux d'accroissement de la productivité et de pratiques agricoles résilientes. Une société de gestion dit en outre cibler des entreprises qui « *soutiennent la préservation et l'utilisation durable des terres* ».

Transition et biodiversité

Longtemps focalisée exclusivement sur les enjeux climatiques, la finance durable s'éveille progressivement au thème de la biodiversité. Selon des chiffres publiés par Environmental Finance², les encours des fonds dont le nom contient le mot « biodiversité » ont triplé en 2022.

À l'échelle de tout le panel, la biodiversité, quand elle est abordée seule, concerne le capital naturel. Les fonds peuvent citer l'utilisation durable des terres ou la préservation du capital terrestre comme « vecteurs » de transition dont la contribution est recherchée. Quelques fonds formulent une définition d'investissement

durable basée en partie sur le pourcentage de chiffre d'affaires que les entreprises tirent du capital naturel, sans plus de précision. Un fonds qui investit dans le secteur du bois voit dans les forêts gérées de manière durable des réservoirs de biodiversité qui aident à préserver les sols et les ressources en eau, tandis qu'un autre estime que la transition nécessitera une transformation de tous les systèmes économiques mondiaux, y compris ceux liés aux terres et océans.

Le plus grand flou règne donc, et l'ESMA, le régulateur financier européen s'en inquiète dans son dernier rapport TRV (Tendances, Risques et Vulnérabilités): « *la vigilance accrue du public et la compréhension croissante des risques liés à la biodiversité font naître des attentes quant à une augmentation rapide du nombre et de la taille des produits financiers liés à la biodiversité au cours des prochaines années, justifiant ainsi davantage de surveillance du marché* ».

En attendant, la préservation de la biodiversité est aussi liée à des politiques d'exclusion. Elles peuvent englober les secteurs des engrais, de la production et vente de pesticides, de la production de viande ou de protéines animales, de l'huile de palme, des plastiques d'emballage (à usage unique), des OGM non-thérapeutiques. Ces exclusions sont formulées de manière moins technique que certaines exclusions climat, sauf dans le cas d'une politique d'exclusion des entreprises ayant une forte part de leur chiffre d'affaires ou de leur usage d'intrants « *liée aux pesticides et au traitement du soja et autres oléagineux* ». Les secteurs identifiés comme sensibles pour la déforestation (souvent l'agriculture, l'élevage ou la production de bois) peuvent faire l'objet d'une prise en compte particulière dans le cadre des PAI (principales incidences négatives des décisions d'investissement) (voir page 21).

¹ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-08/ESMA50-1389274163-2681_trv_2-23_risk_monitor.pdf

² <https://www.environmental-finance.com/content/analysis/biodiversity-fund-assets-triple-in-2022-to-nearly-11bn.html>



Initiatives Biodiversité

Pour répondre à la question posée par l'annexe périodique: « Quelles mesures ont été prises pour atteindre l'objectif d'investissement durable ? » trois sociétés de gestion évoquent sur la biodiversité leur participation à des initiatives d'investisseurs. Il peut s'agir de la Task-force on Nature related Financial Disclosure (TNFD), qui veut encadrer les données ESG concernant la biodiversité, du Partnership for Biodiversity Accounting Financials (PBAF), ou encore des initiatives collaboratives coordonnées dans le cadre du réseau FAIRR (Farm Animal Investment Risk & Return), qui visent notamment la chaîne de valeur de la production de protéines animales et l'aquaculture.

Le panel de l'étude regroupe 10 fonds dont le nom et le marketing sont centrés sur la biodiversité, éventuellement en combinaison d'un autre thème comme le climat ou l'économie circulaire. Les annexes précontractuelles SFDR de ces fonds contiennent en grande partie des éléments de la politique d'investissement communs à une gamme de fonds plus large, si bien que la partie spécifique à la biodiversité n'excède parfois pas quelques lignes. Le descriptif des analyses mises en œuvre permet de comprendre que la politique d'investissement vise majoritairement à sélectionner les entreprises ayant un impact négatif plus limité sur la biodiversité, plutôt qu'une capacité à la restaurer. Ainsi, même le fonds doté d'une poche d'investissement où sont rassemblés les « réparateurs de biodiversité » sélectionne plutôt des entreprises qui réduisent la perte de biodiversité. Un autre fonds a pour objectif de contribuer à la « stabilisation ou atténuation de la perte de biodiversité par le biais de technologies et de solutions », tout comme un troisième fonds qui cible plus particulièrement la réduction des impacts de l'agro-industrie.

Les solutions référencées englobent notamment le développement de l'économie circulaire, les techniques de construction vertes, les matériaux biodégradables, les « services et solutions environnementales », ou encore les véhicules électriques, le traitement des eaux usées, l'alimentation durable en pisciculture, la conservation des sols ou encore la production minière et énergétique selon des pratiques plus vertueuses. L'efficacité agricole, et en particulier l'agriculture de précision (voir en Annexe), semblent en outre être l'un des principaux focus de ces fonds. De façon générale les fonds étudiés dans l'étude axent leur sélection ESG sur des solutions techniques qui sont beaucoup plus présentes sur les marchés cotés que d'autres types de modèles.

Les indicateurs précontractuels de cette dizaine de fonds sont très généralistes. La composante biodiversité de la notation ESG ou ODD propriétaire pouvant être simplement adaptée pour le besoin des particularités de la politique d'investissement. Deux fonds utilisent néanmoins un indicateur dédié à la mesure d'impact sur la biodiversité, à chaque fois basé sur la MSA (*Mean Species Abundance*, c'est-à-dire l'abondance moyenne d'espèces dans un milieu donné), qui vise à traduire l'ensemble des impacts sur la biodiversité des entreprises en portefeuilles à travers leur chaîne de valeur et de les ramener à une unité de surface. Cette indication d'intégrité écologique est ensuite communiquée en normalisant par une unité d'encours investi dans le fonds, et comparée à celle de l'indice de référence du fonds.

Le volet social de la transition juste reste à construire

Les objectifs sociaux ne disposent pas de cadre commun à ce jour. L'absence d'un consensus « culturel » sur la classification des pratiques sociales a même suspendu les travaux sur une potentielle taxonomie sociale, lancés par la Commission européenne en 2021. L'une des sociétés de gestion du panel a malgré tout développé un cadre de « *taxonomie sociale propriétaire* » qui reprend l'idée d'activités éligibles « *comme des biens et des services socialement bénéfiques qui contribuent de manière substantielle à trois objectifs sociaux : communautés inclusives et durables, niveaux de vie adéquats et bien-être des utilisateurs finaux, et travail décent.* » En France, le Forum pour l'Investissement Responsable a lancé en septembre un groupe de travail baptisé *Indicateurs sociaux & Taxonomie*, qui « *vise à ouvrir la voie vers la définition de bonnes pratiques en matière de social à travers la proposition à terme d'une série d'indicateurs sociaux.* »

Dans ses *Principes de définition cadre de l'investissement durable au sens de SFDR*, publiés en mars 2023³, l'AFG incite ainsi les sociétés de gestion à sélectionner des entreprises sur la base d'un ou plusieurs indicateurs sociaux pertinents et à être transparents sur le choix d'indicateurs et la méthodologie. Les fonds du panel adoptent diverses approches, qui peuvent par exemple consister à traduire l'une des cibles relatives au travail décent de l'ODD n°8 en indicateur de durabilité portant sur le nombre de controverses sévères liées à la gestion des ressources humaines chez les entreprises en portefeuille, ou bien à identifier les entreprises dont les produits et services ont « *un impact sociétal positif, spécifique et mesurable.* » Comme le souligne le document publié par l'AFG, la disponibilité et la robustesse de l'information devrait ici bénéficier de l'entrée en vigueur de la CSRD.

La transition juste, évoquée mais pas définie

Le document publié par l'AFG précise que « *la dimension sociale est cruciale car la transition climatique des entreprises ne doit pas se faire aux dépens de la question sociale* », et qu'il est donc « *nécessaire de prendre en considération ces enjeux pour œuvrer pour une transition juste.* » Alors qu'émergent des notations spécifiques à cet aspect au sein du cadre Net Zero Company Benchmark de l'initiative Climate Action 100+ ou de la World Benchmarking Alliance, la quinzaine de fonds qui évoque la transition juste ou solidaire dans ses annexes SFDR n'en précise pas toujours les contours.

³ <https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2023/04/note-si-v2023-fr-vf.pdf>

Citée comme point d'attention dans le cadre du dialogue actionnarial, la transition juste peut aussi être intégrée à une grille d'analyse ESG ou d'impact. Deux fonds utilisent une note ou score de transition juste désagregés comme indica-

teur précontractuel destiné à mesurer l'atteinte de l'objectif d'investissement durable, ou comme filtre de sélectivité permettant de réduire la taille de l'univers d'investissement.

Éléments liés à la transition juste dans la documentation technique des fonds

Définition	Critères
<p><i>« Veiller à ce que la transition énergétique ne se fasse pas au détriment de la question sociale. »</i></p>	<p>Note selon 4 piliers:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Emploi (sécurité de l'emploi, formation) • Engagement Sociétal (participation aux efforts publics) • Territoires (dialogue entre les parties prenantes) • Approche commerciale (promotion de produits durables auprès de la clientèle)
<p><i>« Assurer la compatibilité de la transition énergétique et écologique avec les aspects sociaux qu'elle impacte: conséquences sur l'emploi de la trajectoire climatique des entreprises, et accessibilité des produits et services résultant de cette trajectoire climatique. »</i></p>	<p>Score tenant compte de l'analyse de l'exposition et la gestion de cet enjeu par les entreprises:</p> <ul style="list-style-type: none"> • identification et gestion du risque de restructuration ou destruction d'emplois émanant de la trajectoire climatique • impact potentiel de la transition énergétique et écologique sur le prix des produits et services de l'entreprise.
<p><i>« Soutenir les populations de manière juste et équitable durant la phase où les gouvernements et économies évoluent vers un cadre plus durable visant à lutter contre le changement climatique et à favoriser la biodiversité. »</i></p>	<p>Identification d'entreprises impliquées dans la requalification des salariés, dans le soutien à la progression de l'économie circulaire et l'amélioration de l'environnement de vie quotidienne (pollution, transport, logement de qualité, aptitude à surmonter les catastrophes naturelles)</p>

Source: Novethic

2. Indicateurs : la taxonomie sacrifiée aux ODD et aux objectifs climat validés par SBTi

Des indicateurs précontractuels encore très généralistes

L'analyse du panel des fonds montre que les indicateurs qui servent à caractériser la perfor-

mance ou progression des entreprises en portefeuille restent très généralistes. Des Objectifs de Développement Durable (ODD) au respect des politiques d'exclusion normatives en passant par l'empreinte carbone, les méthodologies fleurissent.

Indicateurs précontractuels de durabilité les plus fréquents

Indicateurs d'alignement ou contribution ODD	62
% de respect des exclusions applicables	49
Intensité ou empreinte carbone	50
Statistiques de vote et / ou d'engagement	33
Profil ESG général	21
(évolution du) % ou nombre de femmes aux conseils d'administration	18
% d'investissements Art. 2(17)	20
Température de réchauffement implicite du portefeuille	19
Surperformance de la note ESG par rapport à l'univers d'investissement	14
% de respect du Pacte Mondial	19
% de revenus «contributeurs» ou «verts» (hors ODD)	13

Réflexion sur les métriques de transition des portefeuilles

Au second trimestre 2023, les Autorités européennes de supervision ont lancé une consultation sur la refonte des rubriques des templates SFDR pour les fonds Article 8 et 9. S'agissant des fonds misant sur la réduction des émissions de GES des entreprises en portefeuille, cette consultation

portait notamment sur la possibilité de mieux opérer une distinction entre ceux qui investissent dans les entreprises les moins carbo-intensives, et ceux dont l'objectif repose sur la transition du portefeuille via les plans de transition des entreprises ou un engagement actionnarial actif sur le climat. Cette triple distinction offre un cadre approprié pour séparer les principaux indicateurs liés à la transition, tels que présentés ci-dessous.

Indicateurs précontractuels liés à la transition climatique

Levier de l'allocation (réduction des émissions financées)	Levier de la sélection d'entreprises (indicateurs relatifs à une intention de « transitionner »)	Levier de l'engagement actionnarial
<ul style="list-style-type: none"> • Intensité carbone (35) • Empreinte carbone (15) • % de réduction de l'intensité carbone rapport à celle de l'indice de référence (14) • Maintien de la trajectoire d'émissions du portefeuille sous celle d'un scénario 2°C applicable (2) • Température de réchauffement implicite (19) • % des émissions du portefeuille couvertes par des cibles SBT (2) 	<ul style="list-style-type: none"> • % d'entreprises dotées d'une cible SBT validée (11) • % d'entreprises dotées d'une cible de réduction de leurs GES (y compris SBT non validée) (9) • % d'entreprises dotées d'un score CDP, d'un score de « maturité climat » ou d'un score de gestion du risque climat élevés (11) • Profil de transition du portefeuille ou score de transition énergétique (8) • % d'exposition du portefeuille aux secteurs à fort enjeu de transition (2) • Part des dirigeants dont la rémunération est indexée sur des objectifs ESG (3) • % d'entreprises en portefeuilles dotées de stratégies de carboneutralité crédibles (1) • % d'entreprises n'épuisant pas leur budget carbone selon un scénario 2°C avant 2050 (3) 	<ul style="list-style-type: none"> • Statistiques de vote (20) • Statistiques d'engagement (13) • Mesure des résultats obtenus via l'engagement à horizon de 5 ans (1)

Source: Novethic

Seule une poignée de fonds mentionne un processus d'escalade permettant d'articuler l'allocation d'actifs avec l'engagement actionnarial, en précisant par exemple sur quelle durée s'apprécie la mesure de progrès des entreprises avant un désinvestissement lorsqu'aucune amélioration n'est constatée.

Taxonomie : approvisionnement en cours

Les annexes périodiques publiées courant 2023 sur l'exercice 2022 étaient les premières à bénéficier de données d'alignement à la taxonomie en partie disponibles pour les entreprises non-financières européennes. Les pourcentages

annoncés sont très variables (*voir ci-après*), mais c'est l'appropriation de cet outil par les sociétés de gestion qui reste perfectible. Les terminologies peuvent être approximatives (par exemple activités «*transitionnelles*» au lieu de transitoires), ou, plus grave, on peut trouver un indicateur précontractuel qui assimile le pourcentage d'éligibilité du chiffre d'affaires des sociétés en portefeuille à une «part verte», quand bien même l'éligibilité ne présage absolument pas d'un alignement *in fine*.



Les données disponibles montrent que le pourcentage d'alignement, quand il est utilisé, reste peu précis. Il s'agit en majorité de données estimées même si le nom du fournisseur de la donnée n'est pas toujours mentionné, et les chiffres d'alignement peuvent varier selon les rubriques entre données estimées et données publiées directement par les entreprises. Les 14,5% d'alignement moyen à l'échelle des fonds du panel publiant une information sont donc probablement en partie surestimés, d'autant plus que les fonds d'obligations vertes oscillent entre 0,3 et 92% d'alignement. Hors fonds de green bonds, l'alignement moyen est de 12,8%.

S'agissant des activités habilitantes et transitoires, on répertorie 36 fonds publiant un détail de leur alignement taxonomique provenant d'activités habilitantes (4,1% en moyenne), et 18 fonds fournissant un détail relatif aux activités transitoires (1,3% en moyenne). Ces chiffres sont là aussi probablement à prendre avec des pincettes puisque dans certains cas le total des chiffres d'alignement à partir d'activités habilitantes et transitoires est supérieur à l'alignement global du portefeuille.

L'alignement des CapEx, un indicateur clef très peu utilisé

En principe, la donnée la plus intéressante d'alignement concerne les investissements des entreprises. C'est pour la Commission européenne une métrique «*qui renseigne de manière dynamique et prospective sur les plans des entreprises pour transformer leurs activités économiques*» (FAQ publiée⁴ en juillet 2021). L'AFG semble partager cette vision dans son document intitulé Principes de définition cadre de l'investissement durable au sens de SFDR, publié en mars 2023. L'association qui fédère les acteurs de la

gestion d'actifs écrit ainsi «*qu'afin d'intégrer la notion de transition des entreprises, il est utile de pouvoir se baser sur leurs dépenses d'investissement et d'exploitation (CapEx et OpEx) dans le calcul de la contribution*», et que «*l'utilisation des critères CapEx et OpEx est utile pour prendre en considération la transformation des entreprises*».

Ce premier exercice de publication des annexes périodiques montre que l'information est encore rare. Sur 183 fonds, Novethic n'a identifié que 18 annexes périodiques fournissant un premier chiffre d'alignement du CapEx à la taxonomie (qui s'échelonne de 0,2 à 28,60%, pour une moyenne de 7,36%). Mais c'est pire côté narratif. Novethic n'a ainsi pu répertorier qu'une dizaine de fonds dont l'annexe précontractuelle précise comment la donnée sur les CapEx est prise en compte dans le processus d'investissement. Il s'agit notamment d'un fonds qui dit sélectionner les entreprises en réalisant une analyse «*bottom-up*» de leur profil d'émission visant à «*estimer les CapEx nécessaires pour réaliser des réductions directes de GES, pour aboutir au coût marginal de réduction et ainsi identifier leviers les plus rentables pour parvenir à des réductions, en accordant une attention particulière aux entreprises qui investissent dans des technologies/solutions qui réduisent les émissions à un prix inférieur aux prix du carbone en vigueur en Europe.*» Un autre fonds, qui sélectionne en priorité des entreprises cotées spécialisées dans les infrastructures, dispose d'un tableau de bord d'indicateurs clefs de performance incluant les montants d'investissements dans certaines infrastructures, y compris d'ailleurs des réseaux de gaz, bien qu'il déclare ne pas investir dans les activités gazières au sens de la taxonomie.

Du côté des fonds obligataires, un troisième fonds dit analyser les CapEx sous-jacents aux obligations «*use of proceeds*» dont les montants collectés sont fléchés (par exemple des *green bonds*), à travers une distinction entre CapEx financiers et CapEx de développement. Deux autres fonds proviennent dans leur annexe précontractuelle une poche «*d'émetteurs en progression*» peuplée d'entreprises «*dont les plans d'investissement stratégiques (qui concernent au moins 50% de leur flux de revenus, dépenses de capital ou charges d'exploitation) sont conformes au Règlement Taxonomie de l'UE*». Mais l'annexe périodique de ces fonds précise qu'aucune entreprise n'est finalement venue garnir cette poche du portefeuille.

On pourra également citer deux fonds qui agrègent les données de chiffre d'affaires et de CapEx alignés à la taxonomie pour fournir, après retraitement du double comptage, une indication du pourcentage de portefeuille aligné via l'un des deux indicateurs, ou encore un fonds qui envisage une exception à sa politique d'exclusion du charbon et des sables bitumineux pour les entreprises «*en transition*» qui auraient plus de 50% de leur CapEx aligné à la taxonomie.

⁴ https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-07/sustainable-finance-taxonomy-article-8-faq_en.pdf

Les épargnants face à des **objectifs durables techniques** mais flous

1. Des attentes de plus en plus précises

Le panel de fonds regroupe des fonds distribués en France et s'adresse donc à des épargnants qui, enquête après enquête, confirment leur intérêt pour des fonds qui conjuguent performances environnementales, sociales, et financières. Selon un sondage AMF/OpinionWay de 2021⁵, 76% des Français estiment que l'impact de leurs placements sur la qualité de l'environnement est un sujet important, et selon une enquête menée par 2 Degrees Investing Initiative en 2020⁶, 43% des épargnants se disant intéressés par l'investissement responsable auraient pour principal objectif d'avoir un « impact environnemental » sur l'économie réelle.

D'autres sondages plus récents montrent que 47% des épargnants pensent qu'il est possible d'avoir « un impact réellement positif sur l'environnement et la société » via son épargne (sondage FIR 2023⁷) ou pour 46% que les placements *responsables* ou *durables* ont un impact réel sur la qualité de l'environnement dans lequel nous vivons (sondage AMF/OpinionWay 2023⁸).

La difficulté est que 58% des Français interrogés estiment que les placements durables ne le sont jamais totalement. Ce décalage entre la nature de la demande et la qualité de l'offre commence à inquiéter les régulateurs, préoccupés de voir le marché proposer des allégations de durabilité

de plus en plus fortes au niveau des fonds. D'où le recours aux ODD et à l'empreinte carbone plutôt qu'à la taxonomie. Les deux premiers sont respectivement connus par 29% et 58% des personnes interrogées selon le sondage AMF Opinion Way 2023 ce qui n'est le cas que de 14% pour la taxonomie.

Les sociétés de gestion connaissent ces fortes attentes, une annexe SFDR allant même par prudence jusqu'à préciser que « *les investisseurs ayant des préférences spécifiques en matière de durabilité [...] doivent examiner en détail les informations pertinentes [...] pour s'assurer que le fonds reflète ces préférences* ». Mais la réponse à ces attentes n'est pas toujours claire et intelligible, ni formulée de manière à convaincre les épargnants, ou même crédible. On peut ainsi trouver un fonds « Improvers » (les entreprises « en progression ») dont la première ligne est une participation dans une compagnie pétrolière qui vient de tailler dans les effectifs de sa branche énergies renouvelables. On trouve aussi des engagements moins « vendeurs ». Un fonds précise que l'adoption de standards de durabilité et politiques d'exclusions ne garantit pas que « *cela conduise à des changements significatifs* » et que « *l'économie mondiale est encore loin de pouvoir remédier/réparer correctement les dommages environnementaux actuels* ».

2. Quelle transition visent les fonds ?

La montée en visibilité de la thématique de transition permet d'observer une multiplication des promesses par les fonds du panel. Si on peut en trouver qui visent directement les objectifs environnementaux de la taxonomie à travers les

produits et services des entreprises en portefeuille, d'autres ciblent des entreprises qui ne contribuent pas directement aux objectifs, mais ont enclenché une transition mesurée au niveau de leurs émissions de GES, de leurs pratiques ou

⁵ <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiqués/communiqués-de-lamf/finance-durable-pour-76-des-français-l'impact-des-placements-sur-l'environnement-est-un-sujet>

⁶ <https://2degrees-investing.org/resource/retail-clients-sustainable-investment/>

⁷ https://www.frenchsif.org/isr_esg/wp-content/uploads/230921-Sondage-lfop-FIR-Finance-responsable-2023.pdf

⁸ https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2023-07/OpinionWay%20pour%20AMF_%20Les%20Fran%C3%A7ais%20et%20les%20placements%20responsables_juillet%202023.pdf

de la réorientation de leur offre de produits et services.

Dans la rubrique où les fonds Article 9 décrivent leur objectif d'investissement durable, les références aux ODD sont majoritaires (65 fonds), en comparaison par exemple des mentions de la taxonomie (37 fonds). Or, là où le cadre de la taxonomie est basé sur la définition de contributions *substantielles*, cet adjectif est absent de la définition Article 2(17) de l'investissement durable de SFDR. L'approche retenue pour atteindre l'objectif d'investissement durable est alors majoritairement formulée comme le fait d'investir dans des entreprises qui, en elles-mêmes ou via leurs activités économiques, soutiennent, appuient, favorisent, font avancer ou accompagnent la transition et les objectifs environnementaux et sociaux.

La référence aux activités économiques dans la formulation de la contribution est à privilégier, par cohérence avec la définition Article 2(17), mais elle est souvent vague. Il peut ainsi s'agir d'activités économiques « *touchant à la transition climatique* », qui ont une incidence positive « *sur les facteurs environnementaux et sociaux* », ou majoritairement des activités vues comme

des solutions. Plus rares sont les mentions d'entreprises choisies car elles se distinguent dans la décarbonation de leurs processus de fabrication ou car leurs modèles économiques sont résilients, par exemple face à l'épuisement des ressources. On pourra néanmoins citer un fonds dont la thématique est l'économie circulaire et qui vise « *la transition des schémas de production et de consommation traditionnels* ».

Dans certains cas, l'objectif d'investissement durable du fonds est formulé en des termes plus financiers, par exemple « *maximiser le rendement total en investissant dans des entreprises qui devraient faciliter et/ou bénéficier de la transition* », ou investir « *dans des sociétés susceptibles de croître grâce aux réglementations, innovations, services et produits liés à la lutte mondiale contre le changement climatique* ».

Enfin, une quinzaine de fonds continue de ne pas distinguer l'impact attribuable aux entreprises dans lesquelles ils investissent, de celui qui leur est attribuable en tant qu'investisseurs, beaucoup plus indirect. Ces fonds formulent leur objectif d'investissement durable comme une intention de produire ou générer un impact environnemental et/ou social positif.

Bonne pratique	Mauvaise pratique
Le compartiment cherche à réaliser des investissements durables, à savoir les émetteurs ayant des activités économiques qui contribuent à la réalisation d'un ou plusieurs objectifs énoncés dans la Taxonomie de l'UE et qui sont considérées comme des activités durables sur le plan environnemental.	Le compartiment vise des objectifs environnementaux afin de générer un impact positif sur le climat et de contribuer à la transition vers une économie à faible émission de carbone.

L'alignement avec les ODD : le grand paradoxe d'une approche quantitative

Les 17 objectifs de développement durable, adoptés en 2015 par les Nations Unies, sont liés. Ils regroupent 169 cibles, qui sont qualitatives, et décrivent des activités qu'il faut favoriser, comme l'agriculture des petits producteurs ou l'égalité homme femmes par l'éducation de qualité. Il est donc surprenant de parler d'alignement sur les ODD, et encore plus de vouloir quantifier la contribution de grandes entreprises cotées à ces objectifs.

Parmi les fonds qui utilisent le cadre des 17 ODD l'approche dominante consiste à identifier dans le chiffre d'affaires des entreprises la part d'activité attribuée à une ou plusieurs contributions aux ODD, ce qui ne correspond pas vraiment au reporting produit par les grandes entreprises cotées. Certaines méthodologies décrites captent également les dépenses d'investissement (CapEx) des entreprises.

Type de métrique	Nombre de fonds
% d'alignement avec les ODD	27
Score agrégé mesuré au niveau des produits et services des entreprises, en lien avec tout ou une partie des 17 ODD	11
% ou nombre d'entreprises avec un score ODD agrégé (produits et services) supérieur à zéro	13
% d'entreprises contribuant aux ODD pertinents par leurs produits ou services	11

Source: Novethic

Selon les sociétés de gestion, chaque entreprise est ensuite comptabilisée à hauteur uniquement du pourcentage de chiffre d'affaires identifié ou dans son entièreté si ce pourcentage dépasse un seuil prédéfini (par exemple plus de 20% ou 50%). Le calcul d'un pourcentage d'alignement, calqué sur la méthodologie imposée par la taxonomie, induit des risques de confusion. Par exemple une société de gestion utilise une « taxonomie interne » de mesure du chiffre d'affaires exposés aux ODD, basée sur des « activités de transition durable » qui diffèrent du périmètre de la taxonomie. Dans un autre cas, un gérant dit procéder à une cartographie « high-level » des cibles des ODD, à l'aune des objectifs climat et environnementaux de la taxonomie, ce qui le conduit à publier un pourcentage d'alignement à l'atténuation du changement climatique qui tient, à la fois compte des critères de la taxonomie et des cibles des ODD. Il est alors très

difficile de s'y retrouver pour l'investisseur final.

La seconde approche consiste à construire un score « Solutions » ou « contribution nette positive », qui tient compte d'un côté des contributions à la réalisation des ODD, et de l'autre des activités dont le gérant considère qu'elles font obstruction à certaines cibles des ODD, ou qu'elles ne sont pas alignées. Ainsi, un score négatif signale en général une entreprise dont on estime que son mix de produits ou ses pratiques penchent dans l'ensemble plutôt du côté d'une obstruction. Les indicateurs précontractuels qui émanent de cette approche peuvent être un score agrégé reprenant le score individuel de chaque entreprise, ou une quantification de la part des entreprises en portefeuille dont le score est supérieur à zéro.

Effets rebonds: quand les remèdes créent de nouveaux problèmes

Le choix de solutions techniques pour contribuer aux Objectifs de Développement Durable (ODD) peut se comprendre, à condition d'appliquer une approche globale. Les véhicules électriques autonomes sont un exemple de technologie dont les effets rebonds en termes de consommation énergétique du numérique sont déjà pointés du doigt parce qu'ils génèrent beaucoup de données et nécessitent une forte puissance de calcul. Au sein du panel, deux entreprises sont identifiées dans ce secteur: Texas Instruments (présente dans 15 portefeuilles) et Ansys (30 fonds). Cette dernière offre des solutions de simulation numérique et des logiciels embarqués. Une société de gestion précise dans son annexe périodique avoir remis en cause la cartographie ODD de cette société par son fournisseur de données pour l'affecter à la cible n°9.1, à savoir la « mise en place une infrastructure de qualité, fiable, durable et résiliente ». Le gérant identifie chez les solutions Ansys divers usages potentiellement énergivores dont ceux dans les télécommunications 5G et 6G, l'internet des objets, et, donc, les véhicules autonomes. Les risques d'effets rebonds ne sont pas mis en balance avec la contribution à la cible ODD 9.1.

D'autres fonds du panel associent également Ansys à l'ODD n°9, relevant que ses solutions de simulation numérique permettent des gains de coûts et d'efficacité en matière de voitures et d'avions économes en carburant, d'éoliennes, de technologie médicale, de biens de consommation, ou même de capture du CO2. Toutefois, une société de gestion révèle avoir mené un engagement actionnarial auprès de la société afin qu'elle publie son empreinte carbone de scope 3 ainsi que des données permettant de quantifier les « émissions évitées » permises par ses produits, afin de mieux cerner « les impacts dans l'économie réelle ».

Autre exemple avec l'agriculture. Dans les annexes SFDR du panel, les entreprises offrant des produits et services utilisés dans l'agriculture de précision sont ciblées par 4 fonds, dont 2 qui la relient aux ODD. Si elle permet d'orienter à la baisse les quantités d'intrants ou de pesticides utilisés en agriculture, elle reste principalement destinée aux exploitations de grande taille très spécialisées et n'a pas vraiment de rapport avec les cibles des ODD, axées sur l'agriculture paysanne de subsistance.

3. Quelles allégations d'impact ?

Selon un récent constat de l'ESMA⁹, les allégations trompeuses sur l'impact (parfois appelées « impact-washing ») sont plus particulièrement le fait des sociétés de gestion. De nombreuses tournures maladroites persistent, comme ce gérant qui considère comme entreprise à impact positif une entreprise dont le score ESG est supérieur à un seuil prédéfini et qui contribue directement ou indirectement à l'atteinte des ODD.

À l'échelle des 15 fonds dont le nom contient « impact » au sein du panel, les annexes SFDR révèlent dans deux cas l'usage d'un tableau de bord d'indicateurs clefs de performance permettant de documenter les impacts « habilités » par les entreprises en portefeuille. L'analyse des rapports d'impact de ce sous-panel montre

que les liens avec le modèle de l'impact investing (à savoir l'intentionnalité, l'additionnalité et la mesure d'impact) ne sont pas très évidents. Parmi ces fonds, cinq continuent à calculer leur mesure des impacts en traduisant un investissement d'un million d'euros en termes d'émissions évitées ou de déchets recyclés. Un autre gérant se livre aussi à l'exercice, tout en précisant qu'il n'est en réalité « pas possible d'attribuer directement un indicateur de performance particulier à une participation du fonds ».

Pour ces allégations d'impact, un guide co-réalisé par l'Ademe et 2^e Investing Initiative¹⁰ permet aux acteurs financiers de mieux comprendre la façon dont pourrait être établi ce type d'allégations et les risques d'impact-washing associés.

4. L'engagement actionnarial au cœur des attentes

Dans le panel, 7 fonds sont centrés sur l'engagement actionnarial en « accompagnant les entreprises qui présentent un bon potentiel d'amélioration » ou « sont au cœur des changements de paradigme en cours » ou encore ont « l'intention d'aligner leurs modèles commerciaux sur les objectifs de l'Accord de Paris ». Leurs annexes SFDR mettent en avant l'actionnariat actif comme levier d'influence auprès des entreprises, pour les « inciter à mettre en œuvre ou à accélérer la transition nécessaire ». Ils fournissent dans l'ensemble plus de statistiques d'engagement et de vote que les autres fonds du panel. Deux fonds parmi ces sept font en outre une promesse d'impact supplémentaire tangible « dans les cinq ans », avec l'ambition de « catalyser un changement positif » et en s'engageant à rendre compte des réussites ou des résultats non atteints de leurs démarches, ce qui peut mener in fine au désinvestissement en cas d'échec.

De manière plus générale, Novethic a pu analyser 138 annexes SFDR périodiques déjà publiées (sur 183 fonds). Dans 89 cas, les gérants mentionnent leurs démarches d'actionnariat actif au sens large dans la rubrique « Quelles mesures ont été prises pour atteindre l'objectif d'investissement durable ? » de l'annexe périodique. En effet, là où certaines sociétés de gestion utilisent uniquement cette rubrique pour décrire les mises à jour du cadre d'investissement au cours de l'année écoulée ou commenter leurs choix d'investissement ou désinvestissement, une majorité y évoque à divers degrés l'approche mise en œuvre pour l'engagement, l'exercice des droits de vote en assemblée générale, et la participation à des initiatives collaboratives. Une poignée de sociétés de gestion évoquent l'impératif de mesurer au fil du temps les progrès des entreprises ainsi « engagées », mais seule une détaille comment elle considérera que l'engagement aura débouché sur une réussite.

Éléments relevés dans la rubrique « Quelles mesures ont été prises pour atteindre l'objectif d'investissement durable au cours de la période de référence ? »	Nombre de fonds
Narratif sur l'exercice des droits de vote	51
Participation à des initiatives collaboratives	36
Narratif sur la pratique de l'engagement actionnarial	29
Statistiques d'engagement au cours de la période	21
Activités de plaidoyer (environnement de marché, régulateurs)	18
Statistiques de vote au cours de la période	9

Source: Novethic

⁹ Progress report on Greenwashing, ESMA, Mai 2023: <https://www.esma.europa.eu/document/progress-report-greenwashing>

¹⁰ Guide sur les allégations d'impact environnemental des produits financiers: <https://2degrees-investing.org/resource/guide-sur-les-allegations-d-impact-environnemental-des-produits-financiers/>

Parmi les sociétés de gestion qui mentionnent l'engagement actionnarial ou le vote, on répertorie dix annexes périodiques dans lesquelles un exemple précis de dialogue ou d'escalade est fourni, et trois sociétés de gestion qui disent faire plus particulièrement attention aux résolutions Say on Climate. Les exemples les plus notoires sont l'engagement auprès de TotalEnergies d'un fonds du panel, avec la mention d'un vote contre le plan climat de l'entreprise à l'AG 2022 (approuvé à 88,9% mais fortement décrié par les ONG), ainsi que l'envoi d'une lettre au président du conseil d'administration d'Engie, dans le cadre d'une initiative rassemblant 26 «grands investisseurs français», afin de le questionner notamment au sujet du plan de transition de l'entreprise.

S'agissant des statistiques de vote, on observe des pratiques allant d'un extrême à l'autre, entre

une société de gestion empêchée d'exercer ses droits de vote en raison de contraintes techniques, et une autre qui précise avoir voté contre la rémunération des dirigeants de «*presque toutes*» les entreprises en portefeuille, car celles proposées n'étaient pas assez indexées sur l'ESG.

S'agissant des initiatives collaboratives, la campagne «Non-Disclosure» de l'organisation CDP est la première citée. Elle vise à encourager les entreprises à répondre aux questionnaires relatifs à leurs impacts vis-à-vis du changement climatique, de la déforestation et de la gestion de l'eau. Vient ensuite la campagne Science-Based Targets de CDP, menée par environ 300 investisseurs auprès de 2000 entreprises pour les inciter à faire valider des objectifs de réduction de leur empreinte carbone.

Transition: nouvelle brique réglementaire en construction

La définition d'investissement durable selon SFDR continue à donner du fil à retordre aux gérants. En France, l'AMF a publié, en février 2023, un papier de position¹¹ appelant à la clarification de cette définition. En mars, l'AFG qui fédère les acteurs de la gestion d'actifs en France, publiait des « *principes cadre* » pour préciser cette définition. En avril, la Commission européenne répondait qu'elle ne fournirait pas de critères minimums pour accompagner cette définition et qu'il en incombait aux acteurs des marchés financiers à « *procéder à leur propre évaluation pour chaque investissement et publier leurs hypothèses sous-jacentes* », ce qui suppose « *une responsabilité accrue envers la communauté des investisseurs* » et signifie que la prudence est de mise pour « *appréhender les paramètres d'un investissement durable* ». Seule précision : « *faire référence à un plan de transition visant à garantir qu'un investissement dans son ensemble ne nuira pas à l'avenir de manière significative aux objectifs environnementaux et sociaux ne peut pas être considéré comme suffisant.* »

La Commission a ouvert une consultation¹² sur la refonte de la réglementation SFDR jusqu'au 15 décembre 2023. Elle demande notamment aux acteurs de marché de se prononcer sur une échelle de 1 à 5, sur l'affirmation suivante :

« certaines obligations légales et concepts liés à SFDR, tels que "investissement durable", ne sont pas suffisamment clairs. »

La stratégie adoptée qui consiste à publier régulièrement des FAQ pour apporter des précisions au fil de l'eau font qu'il est encore fréquent de trouver pour un même fonds des documents précontractuels au format Article 8 et des documents périodiques au format Article 9 (ou inversement), ou alors des indicateurs d'atteinte de l'objectif d'investissement durable qui ne sont pas les mêmes entre le précontractuel et le périodique. Bref, on est encore loin de la clarté !

La dernière FAQ, publiée en juin 2023 par la Commission, portait sur « *l'interprétation et la mise en oeuvre de certaines dispositions juridiques du règlement taxinomie* » et ses liens avec SFDR. La Commission européenne y précise¹³ qu'une entreprise, dès lors qu'elle présente « *un certain degré d'alignement* » à la taxonomie, est de fait conforme à une partie de la définition d'un investissement durable au sens de SFDR. Cela permet de laisser le gérant vérifier les aspects environnementaux du DNSH Article 2(17) et « *évaluer s'il estime que la contribution à l'objectif environnemental est suffisante* ».

1. Focus sur les indicateurs PAI (Principales Incidences négatives)

Les promoteurs de fonds durables doivent aussi indiquer dans leurs annexes SFDR comment ils prennent en compte les principaux risques ESG à travers la liste des principales incidences négatives sur les facteurs de durabilité (PAI), établie par les régulateurs européens.

Novethic a identifié 21 annexes précontractuelles qui fournissent un tableau avec les valeurs pour les 14 indicateurs PAI « obligatoires », et une douzaine d'autres qui en publient une sélection. Par ailleurs, parmi les annexes détaillant quels indicateurs PAI « facultatifs » ont été adoptés, le

plus fréquent est celui visant à quantifier la « *part d'investissement dans des sociétés qui n'ont pas pris d'initiatives pour réduire leurs émissions de carbone aux fins du respect de l'Accord de Paris* ».

La documentation technique de ces fonds fait le grand écart. On y trouve des éléments allant du narratif de quelques lignes, à la description de méthodologies « exclusives », ou encore de longues démonstrations qui relient chaque indicateur à une politique d'exclusion, allant parfois jusqu'à rappeler tous les traités internationaux s'appliquant aux armes controversées.

¹¹ https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2023-02/AMF%20SFDR%20minimum%20standards%20FR_0.pdf

¹² https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/finance-2023-sfdr-implementation_en

¹³ [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52023XC0616\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52023XC0616(01))

Plusieurs sociétés de gestion évoquent la manière dont elles hiérarchisent les indicateurs, certains étant plus « *applicables* » ou « *pertinents* » que d'autres, ou comment elles les classent selon plusieurs catégories d'enjeux afin « *d'en déterminer le caractère matériel* ». Il peut, par exemple, s'agir de préciser quels indicateurs sont soumis à un seuil de chiffre d'affaires strict ou à une exclusion des entreprises du « dernier décile », ceux qui sont par construction censés rester à zéro, notamment sur le pourcentage d'entreprises qui contreviendraient aux dix principes du Pacte Mondial, ou encore ceux qui entrent dans le cadre de l'engagement actionnarial, en précisant parfois que cela s'accompagne d'une

procédure d'escalade pouvant aller jusqu'au désinvestissement.

Les sociétés de gestion du panel disent utiliser des seuils d'alerte ou des seuils de significativité. Ainsi, plutôt que d'exclure « *les entreprises qui n'ont pas commencé leur transition* », d'autres gérants mettent en avant l'engagement actionnarial lorsque les indicateurs font ressortir une « *empreinte carbone non gérée dans un secteur fortement émetteur* » ou d'éventuelles dérogations à une politique d'exclusion sectorielle, lorsque qu'une entreprise dispose « *d'une stratégie de transition documentée et conforme à l'Accord de Paris* ».

2. Le cadre de la finance de transition commence à émerger

L'accompagnement de la transition des secteurs à forts enjeux environnementaux ou sociaux gagne de l'importance dans les stratégies d'investissement. L'ESMA, le régulateur financier européen, appelle néanmoins dans un rapport sur l'écoblanchiment publié le 31 mai 2023¹⁴ à une définition robuste de ce qu'est un « *investissement de transition* ».

La Commission européenne a ouvert la voie en donnant le 13 juin 2023 une définition¹⁵ de la « finance de transition », qui regroupe divers

types « *d'investissements compatibles avec ou contribuant à la transition tout en évitant les verrouillages d'émissions de gaz à effet de serre* ». La Commission met l'accent dans cette définition sur la nécessaire crédibilité des plans de transition ou des cibles SBT des entreprises financées. Novethic a établi un comparatif entre les recommandations de la Commission et les éléments correspondants trouvés dans les fonds du panel de l'étude.

¹⁴ <https://www.esma.europa.eu/document/progress-report-greenwashing>

¹⁵ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:32023H1425>

OBSERVATIONS DES PRATIQUES EN LIEN AVEC LES CATÉGORIES PROPOSÉES PAR LA COMMISSION

Type de support d'investissement	Observations
<ul style="list-style-type: none"> ■ Investissements dans des activités économiques alignées sur la taxonomie, y compris : <ul style="list-style-type: none"> • les activités économiques transitoires au sens de la Taxonomie • les CapEx destinés aux activités transitoires (expansion ou amélioration de leur performance). 	<p>Le premier acte délégué relatif à l'objectif d'atténuation du changement climatique de la taxonomie contient 28 activités transitoires. On y trouve en particulier 9 activités relevant de l'industrie manufacturière, telles que la fabrication de ciment, d'aluminium, de fonte et d'acier, ou encore de soude, de chlore ou de certains produits chimiques organiques et matières plastiques, ainsi que la rénovation des bâtiments, les centres de données alimentés à l'énergie renouvelable et 11 activités dans le secteur des transports, dont les critères tolèrent certaines motorisations thermiques uniquement jusqu'à fin 2025.</p> <p>Si les annexes proposent un cadre d'engagement dans ce domaine, aucun des 183 fonds analysés ne se fixe ce type d'engagement.</p>
<ul style="list-style-type: none"> ■ Investissements dans des entreprises ou des activités économiques dotées d'un plan de transition crédible, au niveau de l'entreprise ou au niveau de l'activité. ■ Investissements dans des entreprises ou des activités économiques disposant d'objectifs crédibles fondés sur des données scientifiques, si cela est proportionné, étayés par des informations garantissant l'intégrité, la transparence et la redevabilité. 	<p>La Commission européenne distingue les plans de transition, bientôt encadrés par la CSRD, et qui font référence à des mesures concrètes et des plans d'investissement, et les objectifs fondés sur des données scientifiques, sans indications de moyens, parmi lesquels on trouve le plus souvent les objectifs validés par l'initiative Science-Based Targets même si elle n'est pas directement citée.</p> <p>Si l'on trouve 19 allusions à la crédibilité de la transition ou de la décarbonation dans les documents techniques, la distinction entre plan et objectif n'est pas toujours maintenue. On trouve ainsi 6 mentions de « <i>stratégie crédible</i> » de transition sans qu'il soit possible de savoir ce que cela englobe.</p> <p>Plans de transition</p> <p>L'évocation des plans de transition des entreprises traduit des niveaux de compréhension variables chez les gérants. Ainsi, alors que l'un estime qu'<i>« il en va de sa responsabilité de soutenir par l'investissement la décarbonation de l'industrie en allouant des capitaux aux acteurs dotés de plans de transition crédibles et sérieux »</i>, un autre gérant confond l'adoption d'un objectif validé par l'initiative Science-Based Targets avec l'existence d'un plan de transition au sein de l'entreprise.</p> <p>Seule une dizaine de fonds au total mentionnent une analyse des plans de transition dans leurs annexes SFDR. Deux fonds disent intégrer ce paramètre à la définition d'investissement durable ou à leurs indicateurs précontractuels, tandis que trois autres précisent que le choix des entreprises en portefeuille intègre systématiquement une évaluation de ces plans. 5 fonds précisent s'appuyer sur une analyse des plans de transition pour mettre en œuvre leur prise en compte des PAI ou le respect du DNSH, voire pour motiver certaines dérogations à leurs politiques sectorielles d'exclusion des énergies fossiles.</p> <p>Enfin, deux sociétés de gestion précisent dans des annexes périodiques avoir participé à des groupes de travail ou initiatives de place en lien avec les plans de transition.</p> <p>Objectifs fondés sur la science</p> <p>Près d'une trentaine de fonds fait référence au cadre SBTi dans ses annexes SFDR. Une vingtaine intègrent l'existence d'une cible SBT pour les entreprises en portefeuille à leurs indicateurs précontractuels, même si certains sélectionnent à la fois les entreprises dotées d'un objectif validé et celles qui ne sont qu'engagées dans le processus de validation.</p> <p>Les objectifs SBTi validés sont un élément déterminant pour les gérants. Néanmoins, l'annexe précontractuelle d'un fonds précise que son engagement actionnarial concerne également les sociétés dotées d'objectifs SBT validés <i>« afin de s'assurer qu'elles disposent d'une stratégie crédible de décarbonation »</i>.</p>

La définition fournie par la Commission européenne inclut également les investissements dans des portefeuilles qui reproduisent des indices de référence CTB (« transition climatique ») et PAB (« Accord de Paris »). Ces supports d'investissements n'ont pas été étudiés dans le cadre de cette étude⁶⁵. Selon les chiffres disponibles sur Morningstar, les fonds distribués en France appliquant un cahier des charges CTB ou PAB représentaient 20,7 Mds€ d'encours à fin 2022.

⁶⁵ Voir sur ce sujet l'étude « Les limites des fonds verts en Europe », Novembre 2021, Novethic et l'ADEME : https://www.novethic.fr/fileadmin//user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/Novethic_2021_les-limites-des-fonds-verts-en-Europe.pdf

3. Définir les entreprises en transition

En attendant des définitions précises, chacun s'attribue la sienne. À l'étude du narratif publié par certains des 15 fonds « Transition » du panel, on peut mesurer l'extrême diversité d'approches. Là où certains se risquent¹⁷ à adopter leur propre définition, un autre fonds désigne comme entreprises en transition celles qui, tout en n'étant pas conformes à son interprétation de l'Article 2(17) et donc non éligibles à sa poche d'investissements durables, sont « engagées à devenir plus durables bien que n'ayant pas actuellement fixé d'objectif scientifique couvrant leurs émissions. »

On pourra également citer, parmi les cadres

naissants de finance de transition, le Guide de l'ICMA sur le financement de la transition climatique, destiné à encadrer l'émission de transition bonds dans les secteurs « *hard to abate* » (où les réductions d'émissions sont difficiles à obtenir). Ce support d'investissement, qui permet en théorie de flécher des financements vers certains CapEx de transition d'entreprises au sein de ces secteurs, est cité dans les Annexes de trois fonds obligataires. Toutefois, les volumes annuels d'émission d'obligations de transition à l'échelle mondiale (hors *Sustainability-Linked Bonds*) ne dépassent pas quelques milliards d'euros.

4. Les pistes de refonte des annexes SFDR

Le 12 avril 2023, les trois Autorités européennes de supervision (EBA, ESMA et EIOPA) ont lancé conjointement une consultation sur trois mois. Elle avait pour but de revoir certaines dispositions du Règlement SFDR, notamment la liste des indicateurs dits « PAI » et le contenu des documents modèles (*templates*) pour les produits financiers auto-classifiés Article 8 et Article 9. Outre une proposition d'indicateurs sociaux supplémentaires et des améliorations apportées aux méthodologies de calcul, le contenu de la consultation évoque une simplification de certaines rubriques des *templates*, tout en créant une nouvelle rubrique pour les fonds dont l'objectif serait la réduction des émissions de gaz à effet de serre associées à leur portefeuille. Cette rubrique permettrait de détailler les objectifs et de les accompagner d'objectifs intermédiaires, de jalons et d'une précision sur les leviers actionnés pour baisser les émissions.



Le marché est surtout consulté sur la séparation possible des fonds dont la stratégie serait d'atteindre leur objectifs de réduction des émissions par le biais d'une optimisation de l'allocation, de ceux dont l'atteinte de l'objectif passe par l'accompagnement de la transition du portefeuille, soit en investissant dans des entreprises dont il est attendu qu'elles réduisent leurs émissions sur la durée de l'investissement, soit en pratiquant l'engagement actionnarial avec les émetteurs en portefeuille. S'agissant de ces deux dernières options, le document de consultation précise qu'il serait attendu que les gérants réalisent dans un cas une « *solide évaluation ex ante de la capacité des entreprises à réduire leurs émissions de GES au fil du temps, sur la base de leurs plans de transition potentiels* » et dans l'autre aspirent à des réductions d'émissions « *en recourant à l'actionnariat actif et en exploitant l'impact potentiel du dialogue et du vote* ».

¹⁷ Il peut par exemple s'agir de vérifier les deux conditions suivantes: 1. exercer une activité économique dont le code NACE est couvert par la taxonomie européenne et 2. vérifier cumulativement trois critères: publier ses émissions de scope 1, 2 et 3, disposer d'une cible de réduction des émissions et avoir fait état d'une baisse annuelle de 5% de ses émissions sur les trois dernières années

Conclusion

La Commission européenne a lancé à l'automne une consultation de grande ampleur au sujet du cadre SFDR. Parmi 84 questions ou sous-questions, le document soulève le sujet de l'efficacité du cadre dans la prise en compte des actifs en transition, ou de son appui à une utilisation suffisamment robuste de l'engagement actionnarial comme moyen de soutenir la transition.

Deux options sont envisagées pour mettre fin à l'utilisation marketing approximative des catégories de produits Article 8 & 9. Première option: le maintien de la classification actuelle assortie de précisions et de critères minimaux. Seconde option: l'adoption d'une nouvelle classification des fonds, basée sur des caractéristiques plus objectives pour lesquelles la Commission propose quatre possibilités, fortement inspirées des catégories de produits proposées dans le cadre de SDR, l'équivalent britannique de SFDR:

- **Catégorie A: produits dont la contribution se mesure au niveau des produits et services proposés par les entreprises en portefeuille** («Produits investissant dans des actifs qui s'efforcent spécifiquement d'offrir des solutions ciblées et mesurables aux problèmes liés au développement durable qui affectent les personnes et/ou la planète, par exemple des investissements dans des entreprises produisant et distribuant de l'énergie renouvelable, ou dans des entreprises construisant des logements sociaux ou régénérant des zones urbaines»).

- **Catégorie B: produits dont la contribution se mesure au niveau des pratiques des entreprises en portefeuille** («Produits visant à répondre à des normes de durabilité crédibles ou adhérant à un thème spécifique lié à la

durabilité, par exemple des investissements dans des entreprises qui font état d'une bonne gestion des déchets et de l'eau, ou d'une forte représentation des femmes dans les organes décisionnels»).

- **Catégorie C: produits qui appliquent des exclusions sectorielles** («Produits qui excluent des activités ayant des effets négatifs sur les personnes et/ou la planète, et/ou des entités impliquées dans ces activités»).

- **Catégorie D: produits ciblant la transition et qui mesurent les progrès** («Produits axés sur la transition visant à apporter des améliorations mesurables au profil de durabilité des actifs dans lesquels ils investissent, par exemple via des investissements dans des activités économiques alignées sur la taxonomie ou dans des activités économiques transitoires alignées sur la taxonomie, investissements dans des entreprises, des activités économiques ou des portefeuilles avec des objectifs crédibles et/ou des plans de décarbonation, des plans d'amélioration des droits des travailleurs, des plans de réductions des impacts environnementaux»).

Pour chacune de ces catégories, la consultation invite à se prononcer sur les potentiels critères minimums à adosser à la description, à savoir l'alignement à la taxonomie, les stratégies d'engagement, les exclusions, ou la formulation de «résultats escomptés prédéfinis, mesurables et positifs en matière environnementale, sociale ou de gouvernance». La Commission envisage également que ces catégories s'excluent mutuellement, c'est-à-dire que les gérants devraient choisir une seule catégorie d'appartenance pour chaque fonds, même s'il satisfait aux critères de plusieurs.

Quelle que soit l'issue de la consultation lancée par la Commission Européenne, il semble urgent de cadrer beaucoup plus clairement des concepts essentiels pour la finance durable sur ses objectifs et ses indicateurs, ainsi que la notion d'entreprise en transition. Le choix fait par la Commission de recommandations les plus englobantes possibles, documentées au fil de l'eau par des FAQ aboutit à des pratiques très hétérogènes. L'étude de toutes les annexes des 183 fonds du panel illustre la difficulté à comprendre la nature des approches des gérants et la méthode de sélection des entreprises, que ce soit les plus exemplaires ou celles qui ont les stratégies de transition les plus crédibles. Même si les nouveaux reporting CSRD qui devraient apparaître en 2025 permettront sans doute de normer un peu plus les données ESG, le chemin semble encore long pour espérer aligner les encours des fonds durables sur le Green Deal européen de façon lisible et claire pour les épargnants.

Annexes

Top 20 des entreprises les plus fréquemment trouvées dans les portefeuilles

Il est opéré ici une distinction entre deux types d'entreprises, celles européennes qui sont déjà soumises à la Non Financial Reporting Directive (qui précède la CSRD) et celles qui sont hors scope de cette obligation de publication de certaines données. Pour le périmètre NFRD, il est précisé :

- les données d'alignement et d'éligibilité à la taxonomie du chiffre d'affaires (C.A.) et des dépenses d'investissement (CapEx)
- les entreprises sur lesquelles cherchent à peser deux initiatives collaboratives d'engagement actionnarial : Climate Action 100+ et Nature Action 100, qui vise cent grandes entreprises dans huit secteurs clés ayant le plus d'impact sur la nature.

Entreprises soumises à la NFRD

Nom	Pays	Nbre de fonds	Secteur	% de C.A. aligné / éligible	% de CapEx aligné / éligible	Statut SBT	NA100	CA100
Schneider Electric SE	FRA	77	Industrials (Capital Goods)	20 / 29	27 / 54	Targets Set		
ASML Holding NV	NLD	67	Electronics	0 / 0	0 / 0,1	Targets Set		
Air Liquide SA	FRA	51	Chemicals	1,2 / 18	2,8 / 9,2	Targets Set		X
Infineon Technologies AG	DEU	51	Electronics	- / 58	- / 72	-		
Koninklijke DSM NV	NLD	50	Chemicals	0 / 0	0 / 0	Targets Set		
Orsted A/S	DNK	49	Utilities	73 / 73	99 / 99	Targets Set		
EDP Renovaveis SA	ESP	45	Utilities	49 / 76	96 / 98	Committed		
Vestas Wind Systems A/S	DNK	44	Industrials (Capital Goods)	96 / 100	91 / 98	Targets Set		
L'Oreal SA	FRA	43	Personal & Household Products	0 / 0	9 / 22	Targets Set	X	
Dassault Systèmes SE	FRA	40	Technology	- / 66	- / 65	Targets Set		
Veolia Environnement SA	FRA	39	Industrials (Utilities)	33 / 47	8,5 / 14	Targets Set		
Novo Nordisk A/S	DNK	39	Pharmaceuticals & Biotech.	0 / 0	0 / 13	Targets Set	X	
Saint-Gobain SA	FRA	39	Industrials	17 / 18	35 / 49	Targets Set		X
STMicroelectronics NV	NLD/SGP	39	Electronics	9 / 38	12 / 46	Targets Set		
Iberdrola SA	ESP	34	Utilities	37 / 56	87 / 90	Targets Set		X
Legrand SA	FRA	34	Industrials (Capital Goods)	8,1 / 8,5	11 / 11	Targets Set		
Prismian SpA	ITA	33	Industrials	11 / 41	42 / 73	Targets Set		
Kingspan Group PLC	IRL	33	Industrials	0 / 60	0 / 44	Targets Set		
AstraZeneca PLC	GBR	31	Pharmaceuticals & Biotech.	0 / 0	0 / 2	Targets Set	X	
SAP SE	DEU	31	IT Software & Services	0 / 40	0 / 23	Targets Set		

Entreprises non soumises à la NFRD

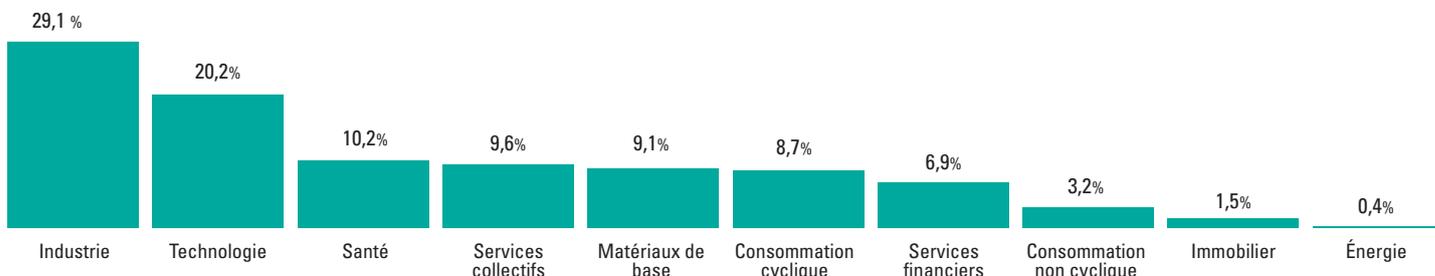
Nom	Pays	Nbre de fonds	Secteur	Statut SBT
Ecolab Inc	USA	37	Chemicals	Targets Set
Thermo Fisher Scientific Inc	USA	34	Healthcare	Targets Set
Microsoft Corp	USA	34	Electronics	Targets Set
Xylem Inc	USA	33	Industrials (Capital Goods)	Committed
Autodesk Inc	USA	33	Technology	Targets Set
Roche Holding AG	CHE	32	Healthcare	Committed
SolarEdge Technologies Inc	ISR	31	Technology	-
Ansys Inc	USA	30	Technology	-
Croda International PLC	GBR	28	Basic Materials	Targets Set
Deere & Co	USA	27	Industrials (Capital Goods)	Targets Set
Danaher Corp	USA	27	Healthcare	-
American Water Works Co Inc	USA	26	Utilities	-
Waste Management Inc	USA	25	Industrials (Waste Management)	-
NextEra Energy Inc	USA	25	Utilities	-
First Solar Inc	USA	24	Capital Goods	Targets Set
Darling Ingredients Inc	USA	24	Consumer Defensive	Committed
Republic Services Inc	USA	23	Industrials (Waste Management)	Targets Set
Enphase Energy Inc	USA	23	Technology	-
Advanced Drainage Systems Inc	USA	22	Industrials	Committed
Aptiv PLC	USA/IRL	22	Consumer Cyclical	Committed

Répartition sectorielle (fonds actions, 144 portefeuilles compilés)

Novethic a pu obtenir via Morningstar Direct les portefeuilles au 31/12/2022 de 144 fonds investissant exclusivement ou en partie en actions (Equity et Allocation). Ceci permet de dresser la ventilation sectorielle ci-dessous. Les pourcen-

tages constatés tiennent compte des montants investis, ce qui veut dire que les orientations sectorielles des plus gros fonds sont davantage reflétées dans cette vision d'ensemble.

Tous fonds Equity et Allocation (144)

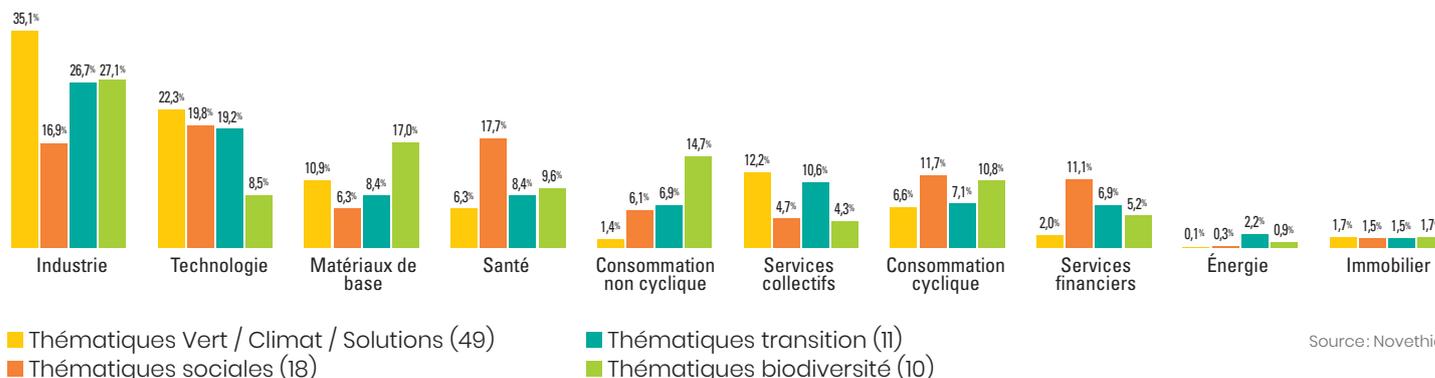


Source: Novethic

Malgré la taille modeste de certains sous-panels thématiques, leur répartition sectorielle ci-dessous fait apparaître des biais très clairs. Les fonds à thématique environnementale surpondèrent notamment les secteurs industrie (transport, matériel de production d'énergie renouvelable, raccordement et interconnexion électrique) et *utilities* (entreprises liées à l'énergie et à l'eau). Les fonds à thématique sociale surpondèrent les secteurs de la santé et des services financiers, tandis que les fonds à thématique biodiversité se tournent vers quelques grosses entreprises

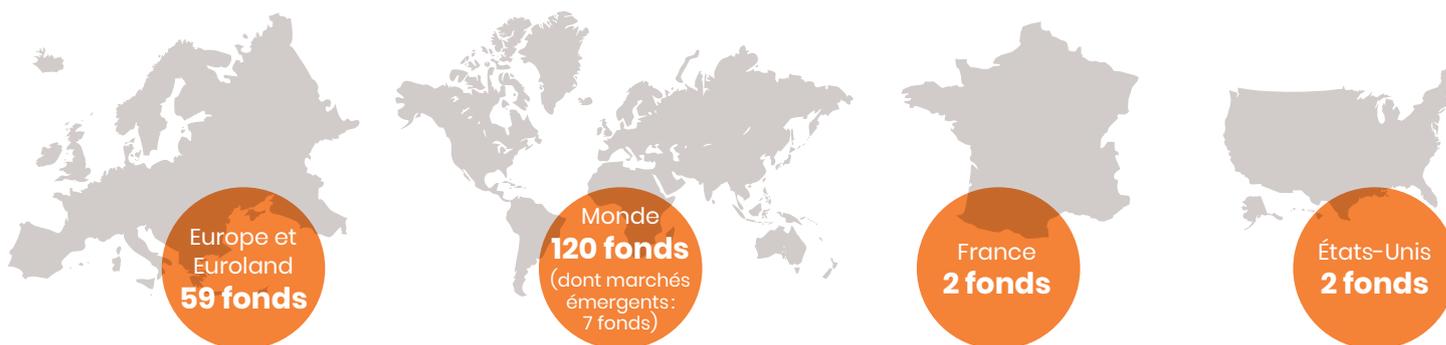
liées au papier et au bois, ainsi que vers les produits chimiques de spécialité et les produits de consommation non cyclique, ce qui englobe l'agroalimentaire. Enfin, les fonds regroupés parce qu'ils utilisent le mot « transition » possèdent une répartition sectorielle proche de la moyenne à l'échelle du panel, à l'exception d'une plus forte pondération du secteur de l'énergie, quasi absent au sein des autres sous-panel. Il s'agit en pratique d'une seule entreprise, Neste, dotée de la meilleure note au sein du secteur pétrole et gaz selon le benchmark WBA réalisé avec la méthodologie ACT.

Détail par thématiques



Source: Novethic

Zone d'investissement des fonds du panel



Présentation de la méthodologie ACT (Assessing Low-Carbon Transition)



ACT – Assessing Low-Carbon Transition est une initiative soutenue par le secrétariat de la CCNUCC (Convention-cadre des Nations unies sur les changements climatiques) et dont le but est d’inciter les entreprises à se placer sur une trajectoire compatible avec l’Accord de Paris. Afin d’atteindre cet objectif, deux de ses membres fondateurs, l’ADEME et le CDP, ont développé de manière conjointe une méthodologie permettant une évaluation sectorielle des plans de transition des entreprises. La notation ACT est un score qui traduit le degré d’alignement de la stratégie de l’entreprise avec des trajectoires sectorielles de décarbonation. L’entreprise est évaluée au regard de ses actions passées, présentes et futures dans l’ensemble des domaines d’action possibles. L’évaluation globale résulte de la combinaison de 3 notes:

- une mesure de performance (/20), attribuée à partir des notes relatives à 9 modules qui comprennent chacun des indicateurs définis de manière sectorielle. Les modules portent sur

les objectifs de réduction de l’entreprise (réduction des émissions et horizon), l’investissement matériel et immatériel engagé, la performance environnementale des produits, l’implication du management, les actions menées auprès des clients et fournisseurs pour les inciter à réduire leurs émissions de GES, les prises de positions et engagements publics ainsi que l’analyse du modèle économique,

- une mesure qualitative (lettre entre A et E) qui synthétise l’évaluation de l’entreprise au regard de 4 critères: son modèle économique et sa stratégie, les risques afférents à son modèle d’affaires, sa réputation ainsi que la cohérence et la crédibilité des informations fournies dans le cadre de l’évaluation,
- une appréciation de la perspective de l’évolution de l’émetteur (+ / = / -), selon qu’une amélioration, une stabilité ou une dégradation de la notation est attendue.

1	2	3	4	5
Que l’entreprise prévoit-elle de faire ?	Comment prévoit-elle d’y arriver ?	Que fait-elle déjà ?	Qu’a-t-elle récemment entrepris ?	Quelle est la cohérence de l’ensemble ?

Indicateurs

Annexes SFDR précontractuelles : liste des indicateurs de durabilité annoncés et utilisés pour mesurer la réalisation de l’objectif d’investissement durable (fonds Article 9) ou la réalisation des caractéristiques environnementales ou sociales promues (fonds Article 8)

Ce tableau illustre la grande variété d’indicateurs relevée à l’échelle des 183 annexes précontractuelles des fonds du panel. Les indicateurs ont été regroupés autant que possible autour de quelques catégories et selon 9 domaines. Chaque annexe comporte en moyenne 3,6 indicateurs par fonds, sachant que les indicateurs de type «tableau de bord» ou «sélection d’indicateurs PAI» n’ont été comptés que comme un seul indicateur.

Catégorie	Indicateur*	TOTAL
Art. 2(17) Contribution	% d’investissements durables: non ventilés (20), environnementaux (7) ou sociaux (3)	30
	% d’alignement avec les ODD	27
	Autres % de revenus «contributeurs» ou «verts»	13
	Taxonomie: % d’alignement à la taxonomie (6) ; % d’éligibilité à la taxonomie (2)	8
	Tableau de bord de KPIs différenciés selon les activités économiques	3
	Score/indicateur de capital humain	2
Art. 2(17) DNSH	% de respect des exclusions applicables	49
	% de respect du Pacte Mondial (PAI n°10 et assimilés)	19

suite ►

Catégorie	Indicateur*	TOTAL
Art. 2(17) DNSH	PAI: Tableau de bord d'une sélection d'indicateurs (13) ou liste entière (4)	17
	% de conformité avec la politique «controverses»	13
	% de respect d'une politique sur les PAI	9
	% de respect des garanties minimales au sens de la taxonomie	9
	Indicateurs PAI isolés (hors n°10 et 13)	4
Art. 2(17) Gouvernance	Taux d'indépendance des conseils d'administration	6
	Part des dirigeants dont la rémunération est indexée sur des objectifs ESG	3
Social / Sociétal	Organes de gouvernance: PAI n°13 (% de mixité) (18), % de diversité ethnique (2)	20
	Postes de direction: % de mixité (9), % de diversité ethnique (1)	10
	Indicateurs agrégés propriétaires: emploi de qualité (4), bien-être au travail (3)	7
	RH: taux de rotation des effectifs (3), occurrences/absence de controverses RH (2)	5
	Evolution des effectifs employés	4
	Diversité de genre (dans l'ensemble des effectifs) comparée à celle de l'indice	3
	Nombre d'heures de formation par employé et par an	2
	Indicateur de transition juste	1
Climat	Carbone: intensité (35), empreinte (15)	50
	Modélisations de trajectoire: température de réchauffement implicite (ITR) du portefeuille (19), % d'entreprises alignées sur un scénario respectant une trajectoire 2°C (3), maintien de la trajectoire du portefeuille sous celle d'un scénario 2°C applicable (2)	24
	Règles de gestion inspirées des indices PAB/CTB: % de réduction de l'intensité carbone rapport à celle de l'indice de référence (14), % d'exposition aux secteurs à fort enjeu supérieur à celui de l'indice (2), % minimum de réduction annuelle de l'empreinte/intensité carbone de l'indice (2)	18
	SBTi: % d'entreprises dotées d'une cible validée (11), % des émissions du portefeuille couvertes par des cibles SBT (2), surperformance de l'indice en % d'émetteurs dotés de cibles SBT (2)	15
	Autres modélisations: émissions évitées (9), ratio émissions évitées sur émissions induites (3), émissions potentielles (1)	13
	Autres ambitions: % d'entreprises dotées d'une cible de réduction de leurs GES, y compris SBT non validée (9), ou dotées de stratégies de carboneutralité crédibles (1)	9
	Scores: maturité climat (7), transition énergétique (1)	8
	Transparence: % d'entreprises avec un score CDP élevé (3), % d'entreprises publiant un rapport TCFD (4), % d'entreprises avec un bon score de gestion du risque climat (1)	8
	Energie: consommation d'énergie (2), mix énergétique des sociétés financées (1)	3
	Environnement	Energies renouvelables: (niveau de) production d'énergies renouvelables (6) ou capacité installée (2)
Net Environmental Contribution (NEC)		3
Autres: m2 de bâtiments verts financés/rénovés, suppression de consommations d'eau		3
Profil de portefeuille	Règles de gestion ESG: surperformance de la note ESG de l'indice (14), % de réduction de l'univers d'investissement (10), % du portefeuille couvert par une analyse ESG (9), % de conformité avec un filtre ESG/impact propriétaire (9)	42
	Profil ODD (contribution par les produits et services): % d'entreprises contributantes (11), % ou nombre d'entreprises dont le score ODD agrégé supérieur à zéro (13), score produits et services sur tous les ODD (5) ou sur une sélection (6)	35
	Autres profils de contributions par les produits, services ou projets: % d'entreprises contributantes (12) ou fortement contributantes (8), % d'obligations durables (6); % d'obligations vertes respectant les GBP (6), % d'entreprises à ratio émissions évitées sur induites supérieur à zéro (2)	34
	Profil ESG général	21
	Autres profils de portefeuille: contributions E & S (8), transition (7), diversité (1), ratio vert sur brun (1)	17
	Notes propriétaires: performance ESG (11), impact ou matérialité (5)	16
	Répartitions: par poches (6), % d'entreprises best-in-class (3)	9
	Autres notes et scores: qualité des obligations vertes/durables (3), best-in-class (2)	5
	Engagement	Statistique(s) de vote
Statistique(s) d'engagement		13
Mesure des résultats de l'engagement sous 5 ans		1
Indicateurs de risque	Indicateur synthétique de risque ESG ou de durabilité	3
	VaR climat	1

* NB: • les indicateurs «nombre» ou «%» peuvent être accompagnés d'un engagement de «100%»
• les indicateurs «évolution» peuvent être accompagnés d'un engagement de progression

Entreprises les plus surreprésentées au sein de quelques sous-panels

Novethic a analysé quels étaient les choix distinctifs d'entreprises quand les fonds s'orientent vers un thème durable précis. Les tableaux ci-dessous permettent de visualiser la nature principale des activités recherchées par les fonds orientés sur la transition, la biodiversité ou le social au sens large, et enfin les fonds qui misent sur la finance verte, qu'ils soient fléchés climat ou solutions.

La méthodologie de construction de ces Top 10 d'entreprises est la suivante : ce sont les entreprises qui sont proportionnellement plus fréquemment présentes (au moins cinq fois plus) dans les portefeuilles qui portent ces thématiques, ou qui n'apparaissent que dans les portefeuilles de cette thématique. Ces dernières sont signalées par une *.

Fonds Transition (à l'échelle de 11 portefeuilles)

Nom	Activités
Neste (5)	Raffinage de (bio)carburants
Shimano (3)	Fabrication de pièces et composants pour cycles
AES Corp (3)	Production et la distribution d'électricité
Carrier Global (2)	Equipements de climatisation, chauffage et ventilation
Norsk Hydro (2)	Fabrication et recyclage de produits en aluminium
Hexcel (2)	Fabrication de fibre de carbone et matériaux composites
Biffa (2)	Gestion des déchets
Baidu* (2)	Moteur de recherche
Hyundai Motor* (2)	Constructeur automobile
Nordex (2)	Fabricant d'aérogénérateurs (éoliennes)

Fonds Biodiversité (à l'échelle de 10 portefeuilles)

Nom	Activités
Xylem + Evoqua (6)	Solutions et technologies de traitement de l'eau
UPM-Kymmene (4)	Papèterie, emballages et bioproduits
Agilent Technologies (4)	Instruments de mesure
Darling Ingredients (4)	Valorisation de déchets et sous-produits alimentaires
AGCO (3)	Machinerie agricole
Bakkafrost (3)	Pisciculture
Corteva* (2)	Produits phytopharmaceutiques et semences
Valmont Industries* (2)	Infrastructures (dont irrigation de précision)
Badger Meter (2)	Gestion intelligente de l'eau
GEA Group (2)	Systèmes et composants pour les industries agroalimentaire

Fonds Social (à l'échelle de 19 portefeuilles)

Nom	Activités
Hermes International (8)	Conception, fabrication et commercialisation de produits de luxe
Biomerieux (8)	Solutions de diagnostics cliniques et industriels
Palo Alto Networks (5)	Cybersécurité
SVB Financial Group (4)	Services financiers diversifiés
Qiagen (4)	Diagnostics et biologie moléculaire
Synlab (4)	Services de diagnostics médicaux
SEB (4)	Petit équipement domestique
Puma (4)	Vêtements et chaussures
Adyen (3)	Paiements et services financiers
Equasens* (3)	Solutions logicielles pour la santé

Fonds Vert / Climat / Solutions (à l'échelle de 49 portefeuilles)

Nom	Activités
Quanta Services (9)	Infrastructures et services pour l'énergie, les pipelines, l'industrie et les télécommunications
Severn Trent (9)	Gestion de l'eau
Encavis (7)	Production d'électricité renouvelable
AECOM (7)	Bureau d'études et de conseil en ingénierie pour les infrastructures
Zurn Elkay Water Solutions (6)	Plomberie
Shoals Technologies Group* (6)	Solutions d'équilibrage électrique des réseaux
Northland Power* (5)	Production d'électricité renouvelable
Canadian Solar* (5)	Fabrication de panneaux photovoltaïque et composants
Masco* (4)	Rénovation et construction
Scatec* (4)	Production et stockage d'électricité renouvelable
Dover* (4)	Equipements, composants et solutions pour l'industrie
Guangdong Investment* (4)	Gestion de l'eau
Fluence Energy* (4)	Stockage d'énergie

Liste des activités transitoires au sens de la taxonomie

Industrie manufacturière	3.7. Fabrication de ciment 3.8. Fabrication d'aluminium 3.9. Fabrication de fonte et d'acier 3.11. Fabrication de noir de carbone 3.12. Fabrication de soude 3.13. Fabrication de chlore 3.14. Fabrication de produits chimiques organiques de base 3.16. Fabrication d'acide nitrique 3.17. Fabrication de matières plastiques de base	Transports (selon les types de motorisations)	6.1. Transport ferroviaire interurbain de voyageurs 6.2. Transports ferroviaires de fret 6.3. Transports urbains et suburbains, transports routiers de voyageurs 6.5. Transport par motos, voitures particulières et véhicules utilitaires légers 6.6. Transport routier de fret 6.7. Transports fluviaux de passagers 6.8. Transports fluviaux de fret 6.9. Réaménagement des transports fluviaux de passagers et de fret 6.10. Transports maritimes et côtiers de fret, navires nécessaires aux opérations portuaires et aux activités auxiliaires 6.11. Transports maritimes et côtiers de passagers 6.12. Réaménagement des transports maritimes et côtiers de fret et de passagers
Energie	4.26. Phases précommerciales des technologies avancées pour la production d'énergie à partir de procédés nucléaires avec un minimum de déchets issus du cycle du combustible 4.27. Construction et exploitation sûre de nouvelles centrales nucléaires pour la production d'électricité ou de chaleur, y compris pour la production d'hydrogène, à l'aide des meilleures technologies disponibles 4.28. Production d'électricité à partir de l'énergie nucléaire dans des installations existantes 4.29. Production d'électricité à partir de combustibles fossiles gazeux 4.30. Cogénération à haut rendement de chaleur/froid et d'électricité à partir de combustibles fossiles gazeux 4.31. Production de chaleur/froid à partir de combustibles fossiles gazeux dans un système efficace de chauffage et de refroidissement urbain	Construction et activités immobilières	7.2. Rénovation de bâtiments existants
		Information et communication	8.1. Traitement de données, hébergement et activités connexes

Zoom sur les labels

On dénombre 121 fonds labellisés à l'échelle du panel c'est-à-dire les deux tiers, dont l'encours représente 86 Mds €. La majorité de ces fonds sont multi-labellisés et se classent en Article 9 selon la réglementation SFDR. 36 d'entre eux sont labellisés ISR, un label dont le nouveau référentiel n'avait pas été officialisée lors de la production de cette étude. Les contours de sa réforme ont néanmoins été validés par le ministère des Finances le 6 novembre 2023, ouvrant la voie à une exclusion des énergies fossiles non conventionnelles et une attention particulière portée (via l'engagement actionnarial notamment) aux plans de transition des émetteurs issus des secteurs à « *fort impact climatique* » au sens des normes techniques SFDR (ainsi qu'à leur cohérence avec l'accord de Paris).

Outre le label ISR, plusieurs labels font évoluer leurs référentiels afin d'intégrer des critères axés sur la transition. La nouvelle version du référentiel du label belge Towards Sustainability, mis à jour en 2023, encourage notamment les gestionnaires à adopter des indicateurs de transition environnementale et climatique, au-delà de l'intensité carbone, et suggère la NEC (Net Environmental Contribution). Cette métrique, dont le développement est confié à une initiative dont sont actionnaires deux sociétés de gestion présentes dans le panel, propose un nuancier entre les activités contribuant à la transition écologique et celles qui sont les plus exposées à des risques

de transition. L'agence luxembourgeoise LuxFLAG a par ailleurs récemment séparé sa gamme de labels entre ceux à « impact », et ceux de « transition », dont le label LuxFLAG ESG. Aucun des fonds du panel n'est néanmoins labellisé au moyen de ce seul label, les fonds labellisés LuxFLAG ESG étant englobés la catégorie multi-labels. Enfin, la version du référentiel Umweltzeichen pressentie pour entrer en vigueur en janvier 2024 questionne aussi la transition. Le label autrichien pourrait demander aux gestionnaires d'indiquer, parmi leur top 5, quel processus de transition caractérise chaque entreprise n'entrant pas dans la catégorie de celles déjà « durables ».

On trouve également 62 fonds non labellisés au sein du panel (pour 12 Mds € d'encours). Les fonds dont le libellé contient « climat » semblent moins opter pour la labellisation puisque sur 38 fonds ayant cette particularité, 20 sont non labellisés.

Label	Article 8	Article 9	Total
Pas de label	13	49	62
Multi-labels	1	53	54
ISR	7	29	36
Towards Sustainability	1	26	27
Greenfin	-	3	3
LuxFLAG Environment	-	1	1
Total	22	161	183

La transition par les fonds durables: mythes et réalités

Étude réalisée par Nicolas Redon et Myriam Menif
sous la supervision d'Anne-Catherine Husson-Traore.



L'accélérateur de transformation durable du Groupe Caisse des Dépôts.

Informier, former et susciter l'action des acteurs financiers, des entreprises et des citoyens est notre mission. À la croisée des stratégies de finance durable et des pratiques de responsabilité sociétale des entreprises, Novethic déploie ses expertises – média, recherche, audit et formation – pour permettre aux professionnels de relever les défis de la transformation durable. Fondée en 2001, Novethic est une filiale du Groupe Caisse des Dépôts. **www.novethic.fr**