

SFDR : LES DÉBUTS POUSSIFS DU MARCHÉ DES FONDS «ARTICLE 9»

Les nouvelles frontières de la finance durable tracées par le règlement « Disclosure »




Un flou artistique

autour des objectifs durables et des indicateurs pour les atteindre

P. 11

Résumé exécutif



La mise en œuvre du Règlement SFDR fait face depuis mars 2021 à d'importants défis. Alors que plusieurs questions fondamentales d'interprétation de ses principes directeurs (niveau 1) restent sans réponse, les normes techniques (niveau 2), via lesquelles sont précisées l'attendu réglementaire, génèrent leur lot d'écueils dans la pratique. Ces difficultés ont motivé au second semestre 2022 une vague de reclassification de fonds Article 9 en Article 8, moins exigeant.

Malgré l'inaboutissement des textes, les autorités européennes de supervision tentent de faciliter le déploiement de SFDR à travers la publication de documents de « Foire aux questions ». Aux Pays-Bas et en Suède, les autorités nationales ont déjà commencé à procéder à des contrôles de la bonne mise en application du Règlement.

La description de l'objectif d'investissement durable des fonds Article 9 reste aujourd'hui un exercice inachevé. A quelques semaines de l'entrée en vigueur des obligations de niveau 2, les intentions de contribution à des objectifs environnementaux et sociaux se dessinent selon des contours qui demeurent flous.

Une grande partie de la lenteur du marché à formuler un objectif robuste émane directement de la difficile traduction de la définition d'un investissement durable selon le Règlement, énoncée à l'article 2(17). Cet article soulève de plus en plus de questionnements, alors que sa mise en œuvre à l'échelle de chaque ligne de portefeuille divise.

A l'heure de la finalisation de l'étude, seuls 19 fonds sur 195 annonçaient une part minimum d'investissements durables au sens de l'interprétation qui est faite de cet article 2(17), en général autour de 80%. La part minimum d'investissements alignés sur la taxonomie, c'est-à-dire selon un référentiel environnemental plus restrictif, n'est à ce jour annoncée que lorsqu'il est attendu qu'elle soit minoritaire.

La majorité des indicateurs annoncés comme servant à la mesure de réalisation de l'objectif d'investissement durable sont à ce stade issus de la liste d'indicateurs dits « PAI », qui renvoie à une approche de maîtrise des principales incidences négatives des investissements davantage qu'à

une démonstration de contribution positive. Les indicateurs « propriétaires », construits à partir des convictions et grilles ESG des sociétés de gestion, arrivent en seconde place. La généralisation de la transparence au format voulu par le Règlement constituera un important saut qualitatif alors que de nombreux fonds ne publient encore que des indicateurs ESG génériques.

La généralisation du principe de double importance relative, qui est central dans le Règlement, bute sur des problèmes sémantiques dans ce que doit être une « prise en compte » des principales incidences négatives, mais aussi sur des seuils de tolérance que le texte n'impose pas.

Comme à l'échelle de l'ensemble du marché français des fonds se revendiquant d'une démarche d'investissement durable, celui des fonds Article 9 est dominé par les stratégies de sélection positive, de type *best-in-class*. Les indicateurs tirés de ce mode de gestion sont parfois utilisés pour suivre l'atteinte de l'objectif, ce qui questionne sur leur pertinence au regard du principe de double importance relative.

La taxonomie européenne commence à être utilisée par les gérants, sans qu'elle ait intégralement remplacé les grilles d'analyse existantes. 31 fonds sur 195 fournissent d'ores et déjà une estimation du pourcentage d'éligibilité ou d'alignement à la taxonomie de leur portefeuille. Les éligibilités et alignements maximums annoncés atteignent respectivement 77% et 61%.

Hormis ceux adossés à un indice climat européen (PAB ou CTB), les fonds Article 9 restent réticents à désigner un indice de référence aligné sur leur objectif d'investissement durable. Les fonds PAB/CTB, dont les portefeuilles peuvent contenir plusieurs centaines de lignes, risquent néanmoins de devoir revoir leur approche de conformité lorsque la Commission européenne aura fourni de très attendues clarifications sur leur manière de se conformer à l'article 2(17).

Sommaire

- 04** **Introduction et éditos**
- 06** **Un règlement encore en rodage**
- 21** **Une nécessaire mise en cohérence des Règlements**
- 22** **Portrait-robot d'un fonds Article 9 français**
- 25** **Fonds Article 9 et fonds labellisés : deux périmètres à fort recouvrement**
- 26** **Conclusion**

« Un réel défi en termes d'interprétation et de mise en œuvre »

C'est en ces termes, lors de son allocution annuelle devant la Commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen, que Verena Ross, la présidente de l'ESMA, a résumé ce qui attend le marché des fonds durables. Malgré le chemin parcouru en termes de réglementation, le marché de la finance durable reste caractérisé par une certaine complexité et, aujourd'hui encore, « naviguer à travers les différents produits et offres et comprendre les différences en termes de durabilité reste extrêmement difficile. » Afin d'éviter qu'une commercialisation abusive de produits ESG ne conduise à une perte de confiance en ce marché, l'ESMA s'efforce de fournir des recommandations et orientations pour faire face à ces défis. A ce jour, plusieurs sujets cruciaux restent toutefois en suspens, en témoignent les exercices de FAQ d'interprétation et d'application entre les Autorités européennes de supervision et la Commission, la BaFin (Allemagne) ayant même publié une FAQ proposant une interprétation des réponses de la Commission.

La première étape de mise en œuvre, appelée niveau 1, se limitait à quelques principes directeurs du cadre réglementaire au niveau des sociétés de gestion (notamment la publication de politiques de prise en compte des risques en matière de durabilité ou des incidences négatives des décisions d'investissement) ainsi qu'au niveau des produits financiers, avec la désormais célèbre nomenclature de produits « Article 6, 8, ou 9 », à laquelle les fonds doivent s'auto-assujettir. De fait, l'utilisation pratique de

cette nomenclature dans l'univers de la gestion d'actifs n'est pas forcément celle que le législateur imaginait. En premier lieu, la tendance d'une partie du marché à faire de la classification des fonds un argument marketing a poussé la Commission européenne à rappeler que SFDR « n'est pas un dispositif de labellisation ». Dans le même temps, l'entrée en vigueur, dans le cadre de MiFID 2, de nouvelles modalités de prise en compte des préférences de durabilité des investisseurs particuliers constitue un fort enjeu commercial pour les sociétés de gestion qui peuvent craindre que leurs fonds ne cochent pas toutes les cases du nouveau formulaire voient leur collecte en pâtir.

Pour aller plus loin, un Acte délégué contenant des normes techniques (RTS) relatives aux obligations de transparence nées de SFDR entrera en vigueur au 1er janvier 2023. Ces RTS fournissent des orientations supplémentaires concernant le contenu, les méthodologies et la présentation des informations, à travers un ensemble de principes appelés obligations de niveau 2. C'est dans ce contexte que cette étude s'intéresse, par une analyse à la fois quantitative et qualitative, à un panel constitué des fonds Article 9 gérés en France, c'est-à-dire les fonds adoptant un objectif extra-financier durable, en théorie mesurable. Elle vise à rendre compte de la diversité actuelle des stratégies et des niveaux d'ambition et mettre en lumière le chemin restant pour une conformité avec l'esprit et la lettre du Règlement SFDR.

Panel de l'étude

Le panel de fonds étudiés dans le détail dans le cadre de cette étude se compose de 195 fonds autotaxés « Article 9 » au sens du Règlement SFDR, et gérés en France, dont 42 avaient déjà publié une forme ou une autre de document-modèle SFDR. Le panel a été constitué¹ en date du 10 mars 2022 via Morningstar Direct, soit la date anniversaire de l'entrée en vigueur des obligations SFDR de niveau 1. Il contenait initialement 217 fonds, mais entre mars et octobre² 2022 Novethic a identifié 22 fonds dont la classification a évolué vers l'Article 8, moins restrictif. Dans la majorité des cas, ce reclassement est motivé par la parution ultérieure du détail pratique des obligations dites de niveau 2, qui font l'objet de cette étude Novethic, réalisée en partenariat avec l'ADEME. A la date de finalisation de ce rapport, il était encore fréquent de trouver sur une même page internet des documents mentionnant la classification d'un fonds selon deux articles SFDR différents.

¹ Voir la méthodologie en Annexe 3

² Certaines des plus grosses sociétés de gestion européennes ont en outre annoncé en novembre une vague de rétrogradations de fonds en « Article 8 », dont il n'a pu être tenu compte dans ce panel.

Classe d'actifs	Nombre de fonds	Encours (Mds€)
Actions	143	60,8
Obligations	41	10,3
Diversifié	11	1,1
Total général	195	72,2

EDITOS

Anne-Catherine Husson-Traore, Directrice Générale de Novethic

Novethic cherche depuis plusieurs années, avec le soutien de l'ADEME, à évaluer les promesses du marché des fonds durables les plus exigeants, dont on espère qu'ils pourront contribuer à financer la transition vers une économie plus verte. L'opportunité de centrer ces recherches sur les fonds classés Article 9 selon la réglementation SFDR permet d'aborder un nouvel angle de recherche en analysant la façon dont les sociétés de gestion s'emparent d'une réglementation en construction. Cette étude souligne les premiers malentendus entre professionnels et régulateurs, qui ne devraient pas aider le client final à se repérer.

Pour les sociétés de gestion, cette nouvelle réglementation et les dispositions techniques qui entrent en application en janvier 2023 permettent de normer la transparence. Elles cadrent effectivement les attendus du régulateur sur les objectifs de durabilité, les indicateurs à utiliser ou la part que le portefeuille doit allouer à des investissements durables. Le comparatif des informations produites par les fonds avec les attentes des régulateurs, réalisé par Novethic, témoigne toutefois de leur décalage.

Ceci explique que beaucoup de sociétés de gestion ont décidé de se retirer prudemment. A l'approche du 31 décembre 2022, les reclassements de fonds Article 9 en Article 8 se sont multipliés, sans doute encouragés par les rappels à l'ordre des régulateurs dans plusieurs pays. Cela envoie un mauvais signal à quelques semaines de l'entrée en vigueur d'une autre disposition: l'introduction de questionnaire ESG dans le dialogue client/conseiller, comme le prévoit la réglementation MiFID 2. Or, depuis l'entrée en vigueur du dispositif d'auto-classification des fonds entre Articles 8 et 9, ce sont les seconds qui collectent beaucoup plus.

Mathieu Garnero, Directeur de Projet à l'ADEME

Depuis le début des travaux menés par Novethic sur les fonds verts, la question de l'adéquation des produits financiers aux objectifs environnementaux s'est posée, à la fois pour la faible part de marché de ces fonds mais aussi concernant le manque de garanties sur leur contribution. La 6^e édition de ce rapport fait le point sur l'apport de la réglementation européenne qui était attendue pour normer les pratiques des fonds verts et ESG, avec notamment la création d'une catégorie de produits ayant pour objectif l'investissement durable: le fameux « Article 9 SFDR ». Source de confusion, tant pour les sociétés de gestion que pour les superviseurs et, in fine, pour l'épargnant, cette classification ne parvient pas à jouer un rôle qui en fait n'était pas vraiment le sien: fournir un nouveau cadre de labélisation pour les fonds verts, ESG, voire pour les produits à impact!

Nous ne pouvons définitivement pas faire l'impasse sur une revue en profondeur des labels existants (ISR, Greenfin) tout en espérant la finalisation de l'Ecolabel sur les produits financiers dont le mérite était d'intégrer, sur des bases scientifiques, les questions de la transition et de l'impact investisseur.

Plus encore, il va maintenant falloir que les sociétés de gestion accompagnent les discours d'actes, l'inaction ne passant plus aujourd'hui inaperçue! Il n'y a aujourd'hui ni stratégie de désinvestissement ni de réel engagement auprès des entreprises comme le souligne invariablement à la fois:

- le dernier rapport ACPR-AMF: « Si l'engagement actionnarial est fréquemment mis en avant, [...] les données déclarées par les sociétés de gestion illustrent à l'inverse une faible intensité des actions d'engagement. »
- le dernier rapport du CDP sur sa campagne SBTi qui n'a été soutenue que par seulement 27% des asset managers et asset owners du GFANZ

Faute de volontarisme, les approches réglementaires devront rapidement prendre la main pour transformer le secteur.

Un règlement encore en rodage

La mise en œuvre de SFDR fait face depuis mars 2021 à plusieurs défis. Les principes directeurs du cadre réglementaire (ou niveau 1) se heurtent encore à des problèmes d'interprétation de la portée de certains concepts fondamentaux, tandis que le niveau 2, via lequel est précisé

l'attendu règlementaire, génère aussi son lot d'écueils dans son application. Une grande partie de ces difficultés émane directement de la définition d'un investissement durable selon le Règlement.

L'article 2(17), objet de nombreux débats

La classification des fonds au sens du Règlement SFDR repose sur une définition de l'investissement durable, fournie à l'article 2(17), qui fait l'objet d'intenses débats. Sa formulation laisse, selon de nombreux acteurs, trop de place à l'interprétation. Or c'est sur cette définition que les gestionnaires de fonds Article 9 doivent se baser pour définir les objectifs environnementaux ou sociaux sous-jacents, ainsi que pour déterminer comment mettre en évidence leur contribution à cet objectif.

Au sens de l'article 2(17) est considéré comme durable un « *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 [...], 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 [...], 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, en particulier en ce qui concerne des structures de gestion saines, les relations avec le personnel, la rémunération du personnel compétent et le respect des obligations fiscales* ».

Premièrement, la référence à une activité économique tend à indiquer que c'est à ce niveau, en décomposant les chiffres d'affaires, que se définit l'investissement durable, et non à l'échelle d'une entreprise dans son ensemble.

Dans le même temps, le principe d'absence de préjudice important (DNSH) fait référence à des caractéristiques non différenciables par activité économique dans son volet concernant la bonne gouvernance des sociétés (structures de gestion saines, relations avec le personnel, rémunération du personnel compétent et respect des obligations fiscales).

Eurosif, le forum européen pour l'investissement responsable, appelle à une remise à plat complète de cette définition, voire même à sa suppression. Dans une note³ de recommandations à destination du législateur parue en juin 2022, les auteurs craignent que cet article 2(17) permette « *une situation où chaque participant, éventuellement avec l'aide de fournisseurs de données, devra décider quelles entreprises ou obligations sont considérées comme répondant à la définition* », sans garantie d'amélioration de la comparabilité entre produits. Selon Eurosif, les sociétés de gestion ayant « *adopté l'interprétation la plus créative* » pourraient s'exposer à d'importants risques de réputation et d'accusations d'écoblanchiment, d'autant que l'interprétation qui est aujourd'hui faite de l'article 2(17) ne semble que modérément discriminante⁴, à l'image d'une méthodologie appliquée par une société de gestion dont 9 fonds Article 9 figurent au sein du panel et selon laquelle 55% des valeurs composant le CAC 40 passent les filtres d'un investissement durable. A échelle plus large, sur un périmètre de 272 portefeuilles de fonds Article 9 européens, Eurosif a isolé près de 5000 entreprises différentes, soit environ 10% de toutes les entreprises cotées dans le monde.

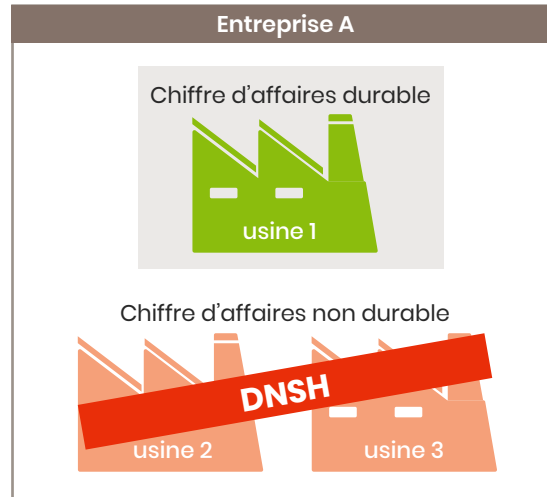
³ « Making the framework fit for purpose. Eurosif Policy Recommendations for Article 8 & 9 »

⁴ Au sein des principaux indices boursiers, le fournisseur de données et solutions logicielles Clarity AI estime la part d'entreprises pouvant correspondre à la définition Article 2(17) à 25% au sein du FTSE 100, à 31% pour le MSCI ACWI, à 37% pour le S&P 500 et même 40% à l'échelle de l'Euro Stoxx 50. Ces chiffres sont obtenus en application de filtres dans des bases de données d'entreprises dans l'optique de valider 3 paramètres : contribution à la solution, absence de préjudice significatif et bonne gouvernance.

La clarification de cette définition est cruciale à deux niveaux. En premier lieu, un fonds Article 9 ne doit investir, sauf cas particuliers, que dans des actifs répondant à cette définition⁵. En second lieu, il est attendu⁶ des gérants qu'ils interprètent la définition de l'article 2(17) de la même manière à l'échelle de tous leurs fonds, y compris les ETFs et les fonds de fonds.

Par exemple, si un fonds Article 9 applique une définition qui fonde une partie du respect du principe DNSH sur l'exclusion des énergies fossiles, un fonds de la même société de gestion mais n'appliquant pas les mêmes exclusions pourra difficilement considérer qu'une major pétrolière peut contribuer à la part d'investissement durable d'un portefeuille au titre de ses investissements dans des capacités de production d'énergie renouvelable.

Investissement durable ?



Supervision du déploiement de SFDR : où en sont les autorités ?

Plusieurs documents officiels relatifs à la mise en pratique du Règlement SFDR et son articulation avec le Règlement Taxonomie ont été publiés depuis juillet 2021, à savoir deux FAQ rédigées par la Commission européenne et un *Supervisory Statement* préparé par les trois autorités européennes de supervision (AES, c'est-à-dire l'ESMA, l'EBA et l'EIOPA). S'y ajoutent un document publié par les AES fournissant des clarifications relatives aux normes techniques qui doivent entrer en vigueur en 2023, ainsi qu'une liste de

8 questions toujours en suspens, adressées en septembre 2022 par les AES à la Commission européenne afin d'en obtenir une interprétation juridique en accord avec les textes de l'UE. Ces questions épineuses concernent la définition d'un investissement durable au sens de l'article 2(17), les fonds Article 9 qui possèdent un objectif de réduction de leurs émissions de carbone, la prise en compte des indicateurs relatifs aux principales incidences négatives (PAI) et la fréquence de mise à jour de certaines informations à divulguer.

FAQ d'interprétation

Envoyées par les AES à la Commission européenne pour obtenir une interprétation du niveau 1 (c'est-à-dire le Règlement SFDR)

8 questions envoyées en septembre 2022.
Réponses espérées au 1^{er} trimestre 2023

FAQ d'application

Réponses fournies par les AES pour clarifier les modalités d'application du niveau 2 (c'est-à-dire les normes techniques de SFDR)

Dernière FAQ publiée le 17 novembre 2022

⁵ Clarifications on the ESAs' draft RTS under SFDR (Juin 2022)

⁶ Questions and answers (Q&A) on the SFDR Delegated Regulation (Novembre 2022)

En France, l'AMF a publié en mars 2020 une doctrine relative aux informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, en anticipant que « *compte tenu des définitions et dispositions contenues dans le règlement SFDR, les produits tels que décrits à l'Article 9 mettent en œuvre des approches significativement engageantes au sens de cette doctrine* ». Néanmoins, il y est précisé que le respect des critères relatifs à cette approche n'est pas suffisant pour se conformer aux dispositions de l'Article 9 SFDR, et que la doctrine pourra être réévaluée en fonction de l'issue des travaux sur les normes techniques réglementaires applicables à SFDR, finalement adoptées par la Commission européenne le 25 juillet 2022.

A l'échelle européenne, plusieurs autorités nationales de supervision ont aussi commencé à publier des recommandations ou clarifications quant à l'application du Règlement SFDR, notamment en Belgique, au Danemark et en Irlande, ce dont a pris acte l'ESMA dans un *Supervisory Briefing* destiné à encourager la convergence (voir ci-après). Aux Pays-Bas, le superviseur (AFM) a mené en 2021 une étude exploratoire de conformité portant sur 1250 fonds dits Article 8 & 9 et a annoncé une nouvelle enquête pour 2023 afin de vérifier si les fonds que l'AFM considérait classés à tort selon l'un de ces articles auront rectifié le tir. Des contrôles visant les fonds Article 9 ont également été effectués en 2022 en Suède.

Le superviseur suédois pointe du doigt le manque de clarté des fonds Article 9

Finansinspektionen, l'équivalent suédois de l'AMF, a passé au crible durant l'été 2022 la documentation de 30 fonds autotaxés « Article 9 » par des sociétés de gestion suédoises. Il ressort de cette analyse⁷ que les informations relatives à la durabilité au sens du Règlement SFDR s'avèrent selon Finansinspektionen « *peu claires et difficiles à comprendre et à utiliser pour les investisseurs à des fins de comparaison de fonds* ». Si tous les fonds analysés déclaraient bien avoir pour objectif l'investissement durable, tous ne fournissent d'informations claires sur les objectifs sociaux et environnementaux auxquels ils contribuent par leurs investissements ou sur la manière dont les objectifs doivent être atteints. En outre, une partie de l'échantillon occulte dans sa documentation le principe DNSH pourtant central dans la définition dite Article 2(17).

Sur la base des documents publiés, Finansinspektionen note également qu'il reste difficile de savoir comment les gestionnaires évaluent qu'un investissement dans un actif sous-jacent

est un investissement durable, relevant même que certains fonds ont en portefeuille des titres « *dont le fait qu'ils correspondent à un investissement durable peut être questionné* ». Enfin, seul un tiers de l'échantillon annonçait une part minimale d'investissement durable, sans qu'il soit toujours possible de savoir à quelle définition le pourcentage annoncé correspond. Face à la variété des terminologies et des concepts relatifs à la durabilité employés par les gestionnaires, Finansinspektionen les encourage à travailler ensemble pour s'accorder sur la manière de remplir la documentation SFDR, afin d'aider les investisseurs à comprendre ces publications et pouvoir comparer les fonds entre eux.

L'ESMA fournit des outils aux superviseurs nationaux

Afin d'assurer une certaine convergence en matière de surveillance des fonds dits durables par les autorités nationales compétentes, l'ESMA a publié en mai 2022 un *Supervisory Briefing*⁸ contenant plusieurs recommandations de critères communs. L'autorité y couvre notamment la supervision de la documentation des fonds, de leur éléments marketing et sémantiques dans le nom des fonds, ainsi que l'intégration des risques de durabilité. Les superviseurs locaux sont invités à créer une *checklist* basée sur les informations à fournir dans les modèles précontractuels qui aideront à évaluer la conformité des déclarations de fonds en vertu des Articles 8 ou 9 de SFDR. L'ESMA considère notamment que l'usage répété de textes identiques ou similaires pour une gamme de fonds doit motiver une alerte chez les superviseurs, qui veilleront également à ce que les objectifs ou caractéristiques durables soient clairement identifiés. Les expressions telles que « *le fonds poursuit des objectifs ESG génériques* » sans autre précision doivent être évitées, et, dans le cas d'objectifs environnementaux, l'ESMA invite à se référer aux six objectifs du Règlement Taxonomie pour faciliter l'identification de ces objectifs.

Le briefing fait partie de la feuille de route 2022-2024 de l'ESMA dans le cadre de laquelle l'autorité doit également travailler avec la Commission sur l'élaboration de critères minimaux pour les fonds Article 8. Il aborde également les cas d'infractions pouvant justifier une intervention du régulateur, notamment lorsque le portefeuille d'un fonds auto-assujéti à l'Article 9 s'écarte des principes énoncés dans la documentation précontractuelle ou lorsqu'une proportion significative de ses investissements n'est pas conforme à la définition dite Article 2(17) SFDR.

⁷ Voir le rapport de Finansinspektionen sur les « Fonds dont l'objectif est l'investissement durable »

⁸ Sustainability risks and disclosures in the area of investment management (Mai 2022)

Risque de confusion entre fonds « Article 9 » et fonds « à impact »

Là où en français les fonds « Article 9 » sont également décrits par le règlement comme des « *produits financiers dont l'objectif est d'avoir une incidence positive sur l'environnement et la société* », la version anglaise contient l'expression « *positive impact* ». Cette schématisation a poussé une partie du marché à considérer qu'il existait une équivalence tacite entre fonds « à impact » et fonds « Article 9 », à l'instar de cette société de gestion qui précise dans ses prospectus que « *les compartiments utilisant le mot « impact » dans leur dénomination sont considérés comme relevant de l'Article 9 du SFDR* ».

Plusieurs études⁹ ont néanmoins pointé du doigt cette confusion, rappelant que le texte du Règlement SFDR ne fait pas la distinction entre, d'une part, l'impact attribuable aux entreprises dans lesquelles les fonds peuvent investir, et, d'autre part, l'impact attribuable à l'investisseur, c'est-à-dire le changement obtenu chez une entreprise ou dans l'économie réelle (par exemple via le soutien à la croissance d'entreprises « à impact » sur des marchés financiers inefficaces), au-delà de ce qui se serait passé de toute façon (« additionnalité »). L'autre potentiel d'impact en investissant dans des titres cotés est l'actionnariat actif, en usant notamment de son vote en assemblée générale pour faire adopter des résolutions à portée environnementale ou sociale par des entreprises peu vertueuses, mais ce levier d'action se heurte à la définition d'investissement durable au sens de l'article 2(17), qui doit théoriquement guider la composition des portefeuilles des fonds « Article 9 ».

Le panel étudié dans le cadre de cette étude se compose de 23 fonds dont le nom contient le mot « impact », qui figurent également en majorité parmi les 38 fonds qui publient un rapport d'impact¹⁰ distinct des rapports mensuels ou « *factsheets* » contenant des indicateurs extra-financiers. Une poignée de rapports se structurent autour du triptyque Intentionnalité (contribution escomptée des investissements), Mesurabilité (évaluation de la contribution) et Additionnalité (valeur ajoutée à l'état du marché, à travers les quelques leviers à disposition d'un investisseur), tandis qu'un rapport de fonds d'obligations vertes précise que l'additionnalité environnementale de chaque obligation est évaluée. Se sachant néanmoins en terrain glissant vis-à-vis de l'écoblanchiment depuis que la société de gestion allemande Deka a dû retirer de son site internet un calculateur d'impact pour éviter une action en justice intentée par l'Agence de protection des consommateurs du Land de Baden-Württemberg, plusieurs sociétés de gestion insèrent dans leurs prospectus ou rapports d'impact un avertissement relatif à la portée limitée de certains indicateurs. Il est ainsi mentionné qu'« *investir dans des entreprises cotées à impact n'augmente pas ou ne renforce pas cet impact* », ou encore que « *l'investissement dans le fonds ne génère pas d'impact direct sur l'environnement et la société* ».

Dans un livre blanc publié en juillet 2022 par Eurosif et l'Université de Hambourg et contenant une nouvelle méthodologie de classification des investissements durables, les auteurs proposent dès lors de distinguer les « *fonds alignés sur un impact* » des « *fonds générant un impact* », sur la base de caractéristiques à quatre niveaux que le cadre SFDR n'englobe pas intégralement. Le message porté par 2^o Investing Initiative est similaire, le think tank arguant que le dispositif propre aux fonds « Article 9 » se prête aux fonds offrant aux investisseurs un alignement sur des valeurs plutôt qu'un réel impact.

⁹ Voir notamment « *Fighting greenwashing ... what do we really need?* » (2^o Investing Initiative, Juillet 2022) et le *White Paper « Classification Scheme for Sustainable Investments »* (Eurosif & University of Hamburg, Juillet 2022)

¹⁰ Parfois aussi appelé rapport de « contribution positive », ou de « performance ESG »

Les fonds Article 9 au révélateur du contenu des normes techniques SFDR

Depuis la première parution en février 2021 d'une version de travail des futurs documents-modèles (« templates ») à remplir par les fonds dits Article 8 et Article 9, les retards de calendrier pour leur adoption et entrée en vigueur se sont multipliés. Finalement publiés au Journal officiel de l'UE le 25 juillet 2022, ces *templates*, qui font partie des normes techniques de réglementation (RTS) du Règlement SFDR aussi appelées obligations de niveau 2, précisent l'attendu réglementaire sur tous les points du dispositif justifiant une mise en pratique encadrée. Les sociétés de gestion ont

finalement eu jusqu'au 1^{er} janvier 2023 pour s'y conformer.

Afin d'évaluer le degré de préparation actuel des fonds Article 9 à l'aune de ce qui devra être publié en 2023, les informations compilées à travers l'analyse de la documentation des 195 fonds du panel sont restituées ci-après dans des encadrés qui reproduisent la structure et les rubriques de l'Annexe III des normes techniques (informations précontractuelles).

Méthodologie :

Novethic a passé au crible la documentation publiée par les 195 fonds du panel. Ce travail a permis d'identifier 42 fonds disposant d'un document ou encadré SFDR dédiés, dont le contenu s'inspirait déjà des documents-modèles SFDR. Ces fonds ont choisi de reprendre tout ou partie de l'Annexe III des RTS (informations précontractuelles) ou de l'Annexe V (informations périodiques), ou en majorité de se baser sur l'Article 10 de SFDR, qui encadre les informations à publier sur les sites internet des sociétés de gestion et contient plusieurs rubriques communes avec le modèle d'Annexe III.

Hormis deux sociétés de gestion précurseurs qui ont intégré tout ou partie du *template* d'Annexe V dans les rapports annuels de leurs fonds pour 2021, la majorité a opté dans cette phase intermédiaire pour des formats hybrides. Novethic a ainsi identifié des rubriques évoquant la « légitimité » du fonds au sens Article 9 dans des rapports d'impact, des résumés « SFDR » ou « Article 10 », ou encore des chapitres SFDR dans des rapports dits « Article 29 LEC » pour les fonds de plus 500M€ d'encours.

ANNEXE III

Modèle d'informations précontractuelles pour les produits financiers visés à l'Article 9 du Règlement (UE) 2019/2088 et à l'Article 5 du Règlement (UE) 2020/852

Rubrique « Objectif d'investissement durable »

Le produit financier a-t-il un objectif d'investissement durable ?

■ Minimum d'investissements durables ayant un objectif environnemental (%)

- dans des activités économiques considérées comme durables sur le plan environnemental au titre de la taxinomie de l'UE
- dans des activités économiques qui ne sont pas considérées comme durables sur le plan environnemental au titre de la taxinomie de l'UE

■ Minimum d'investissements durables ayant un objectif social (%)

La première rubrique du modèle fourni par les RTS renvoie directement aux définitions d'un investissement durable au sens de l'article 2(17) du Règlement SFDR, et, pour les fonds qui choisissent cette voie, la définition d'une activité économique durable sur le plan environnemental au sens de l'Article 3 du Règlement Taxonomie.

Comme l'ont confirmé les AES en juin 2022, cocher l'une de ces cases suppose d'allouer les investissements uniquement à des supports conformes à la ou les définition(s) choisie(s), en dehors des investissements à des fins de couverture et des liquidités détenues en tant que liquidités auxiliaires. Parmi les 19 fonds utilisant déjà cette partie du template, 5 déclarent une double allocation sociale et environnementale.

À ce jour, la majorité des prospectus de fonds commentent succinctement leur autodéclaration en tant que fonds Article 9 doté d'un objectif d'investissement durable en fournissant un résumé de la définition SFDR.



DESCRIPTION DE L'OBJECTIF D'INVESTISSEMENT DURABLE

Des intentions de contribution à des enjeux dont les contours demeurent flous

Précisions sur le contexte

i Comme le rappellent Eurosif et l'Université de Hambourg dans leur livre blanc sur les catégories d'investissement durable, l'objectif d'un investissement (ou *l'opérationnalisation de l'intention*) se comprend en général à trois niveaux:

- 1- l'adhésion à des valeurs ou normes spécifiques,
- 2- la réduction du risque financier ou l'amélioration de la performance financière, et
- 3- la contribution à la résolution de défis dans l'économie réelle d'un point de vue écologique et/ou social.

En se voulant holistique sur ces trois dimensions, la définition fournie à l'article 2(17) doit constituer le cadre permettant de démontrer au travers d'indicateurs concrets et mesurables que le processus d'investissement reflète l'intention.

Durant cette phase de familiarisation avec le Règlement, la principale difficulté reste l'appréhension du mot *objectif*, qui figure à deux endroits du texte et renvoie à deux notions distinctes: d'une part l'objectif d'investissement ou de gestion des fonds, selon l'article 9, et d'autre part l'objectif environnemental ou social auquel les activités économiques sous-jacentes aux investissements contribuent, selon l'article 2(17).

Cette seconde notion renvoie à différents enjeux: consommation d'énergie, recours aux énergies renouvelables, utilisation de matières premières, d'eau et de terres, production de déchets, émissions de GES, impacts sur la biodiversité, économie circulaire, lutte contre les inégalités, cohésion sociale, intégration sociale et bonnes relations de travail, capital humain, communautés économiquement ou socialement défavorisées.

Éléments observés

Chez les fonds qui ne s'appuient pas encore sur une forme de *template* (voir ci-après) fleurissent des mentions d'« objectif extra-financier », d'« objectif de développement durable » ou simplement d'« objectif durable », qui visent à clarifier que l'intention est, via l'analyse et certains filtres, d'intégrer des enjeux de durabilité et de respecter des caractéristiques qui peuvent faire écho à la définition de l'article 2(17). Dans de nombreux cas, il est simplement mentionné que le fonds a un objectif au sens de l'article 9 de la réglementation SFDR, ce qui revient à dire que son objectif d'investissement durable est l'investissement durable.

Le déclaratif relevé chez les 42 fonds qui publient déjà de l'information sous une forme ou une autre de *template* SFDR permet de mieux appréhender l'intention. Il est en majorité question de contribuer à (et plus rarement « financer ») des enjeux de transition énergétique, d'accès à l'eau, d'atteinte des ODD, d'amélioration des conditions d'emploi ou d'accès à l'éducation, en guidant les investissements dans des entreprises dont les produits, services ou dimensions sociales répondent à ces défis, là où réside leur « contribution attendue ».

Il peut également s'agir de choisir des entreprises dont la trajectoire d'émissions combinée est compatible avec les temps de passage de l'Accord de Paris, ou d'affiner l'analyse en intégrant les enjeux liés aux pratiques et aux activités des entreprises, ou encore d'impact social. Enfin, l'objectif peut être purement quantitatif lorsqu'il s'agit de seuils d'allocation par types d'entreprises contributantes ou d'un pourcentage d'écart d'intensité carbone de portefeuille comparée à celle d'un indice boursier.

On dénombre par ailleurs au sein du panel quatre fonds dont la documentation précise que le dialogue ou l'engagement actionnarial font partie de l'objectif d'investissement durable. Il est précisé que le gérant entend être « acteur d'incitation », « faire progresser les entreprises sur leur contribution aux enjeux de développement durable et aux enjeux ESG », ou que le dialogue formulera des « axes d'amélioration précis et suivis ». Les normes techniques de SFDR prévoient que les éléments relatifs à l'engagement soient fournis sur les sites internet, mais le *template* d'Annexe III ne contient pas de rubrique spécifique.

L'atteinte de l'objectif durable entre maîtrise des incidences négatives et indicateurs de contribution à construire

Précisions sur le contexte

i A travers cette rubrique, il est demandé aux fonds Article 9 «un ensemble minimal d'indicateurs quantitatifs et qualitatifs normalisés et comparables qui démontrent la manière dont le produit financier répond à l'objectif d'investissement durable qu'il vise à atteindre.» Ces indicateurs devraient être pertinents pour la conception et la stratégie d'investissement du produit financier décrites dans les informations précontractuelles.

Les textes du Règlement SFDR ne fournissent pas de liste précise d'indicateurs possibles, même si les différents enjeux environnementaux et sociaux évoqués à l'article 2(17) permettent aux sociétés de gestion d'y puiser des indicateurs en recoupant avec ceux utilisés dans leurs processus d'analyse et de sélection. Les AES ont en outre clarifié en juin 2022 qu'il était possible d'utiliser comme indicateurs ceux adoptés dans l'optique d'appliquer le principe DNSH, c'est-à-dire piocher parmi les 64 indicateurs PAI disponibles selon les classes d'actifs, relatifs aux principales incidences négatives des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité. Le document précise qu'il n'y a pas de lien direct entre les indicateurs de durabilité et les PAI, mais que démontrer une amélioration d'indicateurs dans la durée peut faire sens.

Éléments observés

■ Indicateurs de durabilité utilisés pour mesurer la réalisation de l'objectif d'investissement durable

Liste des indicateurs relevés dans les documents SFDR dédiés

Catégorie	Indicateurs et nombres d'occurrences relevés
PAI et assimilé (49)	Mixité au sein des organes de gouvernance (11), Politiques «Droits humains» (11), Empreinte carbone (10), Exposition à des sociétés actives dans le secteur des combustibles fossiles (10), Part d'entreprises en démarches SBTi ou similaire (2), Intensité carbone (1), Production d'électricité (dé)carbonée (1), Consommation énergétique (bâtiments) (1), Indicateur biodiversité (1), Empreinte carbone (bâtiments) (1)
Indicateurs «propriétaires» (19)	Contribution sociétale (11), Emplois de qualité (5), Capital humain (1), Impact social (1), Score ODD (1)
Indicateurs sociaux et de mixité (14)	Croissance des effectifs (10), Nombre d'heures de formation moyen par employé (2), Part des femmes parmi les effectifs (1), Taux de rotation des employés (1)
Règles de gestion financière (14)	Indicateurs dérivés des critères de construction d'un indice climat ou green bonds (9), Règles internes (4), Indicateurs dérivés des critères du label Greenfin (1)
Métrique de notation environnementale (10)	Net Environmental Contribution (10)
Taxonomie et SFDR (6)	Pourcentages: minimum d'investissements durables (3), d'éligibilité ou d'alignement à la taxonomie (2), de l'encours alloué à des fonds Art. 9 (1)

À ce jour, la majorité des indicateurs annoncés comme servant à la mesure de réalisation de l'objectif sont issus de l'Annexe I des normes techniques, qui rassemble les 64 indicateurs dits «PAI». Ils relèvent de trois catégories: l'exposition à des entreprises en violation de normes internationales ou à fortes externalités négatives (dans un secteur controversé ou n'ayant pas adopté de politiques vertueuses), et des indicateurs quantitatifs à l'échelle du portefeuille (émissions de GES, production de déchets, ratio femmes/hommes moyen dans les organes de gouvernance, etc.). On notera que tous les PAI ne sont pas à ce jour identifiés en tant que tels.

Suivent dans la liste les indicateurs dits «propriétaires», construits à partir des convictions et grilles ESG propres aux sociétés de gestion, puis les indicateurs sociaux et ceux tirés de règles de gestion ou de construction d'indice et de seuils d'allocation. La NEC (Net Environmental Contribution), métrique de notation environnementale codéveloppée par l'une des principales sociétés de gestion du panel, figure également en bonne place. Aux côtés des indicateurs sociaux et à l'inverse des indicateurs PAI, il s'agit d'une approche centrée sur les externalités positives.

Chez les fonds qui n'ont pas encore publié de document permettant sans ambiguïté de faire le lien entre les indicateurs et la transparence au sens SFDR, on trouve à mi-chemin des mentions de «mesure de l'objectif durable du fonds» ou d'«indicateurs utilisés pour suivre la performance environnementale ou sociale du portefeuille». Il reste néanmoins souvent difficile d'y distinguer ce qui relève de simples descriptions de la prise en compte des critères ESG dans la stratégie de gestion et ce qui constitue un indicateur contraignant. La généralisation de la transparence au format voulu par les RTS constituera donc un très important saut qualitatif dans le cas de fonds qui ne publient qu'un filandreuse «zoom sur des indicateurs ESG».

L'autre enjeu sera de trouver des indicateurs de durabilité pertinents pour les fonds dont la thématique est la satisfaction client, le sport ou encore l'informatique dématérialisée.

L'absence de préjudice (DNSH) encore loin d'une démonstration magistrale

Précisions sur le contexte

i Contrairement au principe DNSH au sein du Règlement Taxonomie, le DNSH au sens SFDR fait référence à tout objectif social ou environnemental.

Pour se conformer à l'esprit de l'article 2(17) en matière de DNSH, une prise en considération des indicateurs PAI doit intervenir à cette fin, en parallèle d'une attention au fait que les sociétés dans lesquels les investissements sont réalisés appliquent des pratiques de bonne gouvernance, en particulier en ce qui concerne des structures de gestion saines, les relations avec le personnel, la rémunération du personnel compétent et le respect des obligations fiscales.

Dans leur document de clarification de juin 2022, les AES ont indiqué que l'usage d'indicateurs d'incidences négatives est obligatoire pour démontrer qu'un investissement peut être considéré comme « durable ».

En pratique, les gérants sont libres de fixer les seuils ou niveaux de tolérance qui leur semblent appropriés.

Éléments observés

■ Vérification que les investissements ne causent pas de préjudice important à un objectif environnemental ou social (DNSH)

Prise en considération des indicateurs concernant les incidences négatives

La pratique la plus fréquente consiste à articuler les politiques d'exclusion existantes de manière plus ou moins précise avec la liste des indicateurs PAI. Il est fait mention du fait que les politiques d'exclusions sectorielles et normatives « permettent de réduire l'exposition à des préjudices sociaux et environnementaux » ou que la combinaison des différentes exclusions « supprime les domaines du marché qui causent des dommages ».

Il peut aussi être fait mention de l'analyse ESG systématique qui « permet d'investir uniquement dans des entreprises qui maîtrisent leurs impacts », d'efforts internes pour « ne pas être exposés à des secteurs où les indicateurs de changement climatique ne sont pas respectés » ou bien de politiques de suivi des controverses.

Chez les fonds ayant publié un document dédié, il est précisé plus en détail pour quels indicateurs PAI il existe une correspondance exacte dans la grille d'analyse ESG « propriétaire » ou les politiques d'exclusion, ou bien que le DNSH est déjà pris en compte dans la méthodologie de construction de l'indice que réplique le fonds.

Conformité avec les principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales et ceux des Nations unies relatifs aux entreprises et aux droits de l'homme

Seuls de rares fonds abordent cet aspect à ce jour. Il est fait mention du suivi des controverses liées aux abus ou aux manquements aux principes de l'OCDE et du Pacte mondial des Nations Unies, ou des politiques d'exclusion inspirées de ces principes. Une société de gestion précise qu'une attention particulière est portée sur la manière dont une entreprise interagit avec ses parties prenantes, tout en estimant que la pleine conformité avec les principes directeurs référencés à cette rubrique ne peut être garantie.

Des niveaux de tolérance variables dans l'interprétation du principe DNSH

Parmi les 113 fonds investis en actions dont le portefeuille au 31 décembre 2021 a pu être étudié, Novethic a identifié 8 fonds Article 9 français qui concentrent plus de 5% de leurs encours sur le secteur des énergies fossiles (PAI n°4). A l'échelle européenne, dans une étude¹¹ parue début novembre 2022 et consacrée à un échantillon de 750 fonds Article 9, Clarity AI avance de son côté que près de 10% des fonds Article 9 sont exposés à plus de 10% à des entreprises de ce secteur. S'agissant des PAI quantitatifs (par exemple sur l'énergie, l'eau et les déchets), Clarity AI estime en se basant sur ses données que près de 40% des fonds concentrent plus de 10% de leur encours dans des entreprises figurant parmi les moins performantes.

L'étude de Clarity AI avance aussi que près de 20% des fonds Article 9 européens ont au moins

10% de leurs encours alloués à des entreprises connues pour des violations des principes du Pacte Mondial ou des Principes directeurs de l'OCDE pour les entreprises multinationales (et 40% des fonds plus de 5% d'encours). A l'échelle du panel Novethic, le top 100 des entreprises les plus sélectionnées fait apparaître 6 entreprises mises sous surveillance par Sustainalytics pour de possibles entorses aux principes du Pacte Mondial.

Selon l'EFAMA, qui a n'observé¹² qu'une faible différence de score ESG moyen à l'avantage des fonds Article 9 par rapport aux fonds Article 8, il reste important de vérifier que l'approche ESG d'un fonds est alignée sur ses préférences (par exemple concernant les exclusions) et sa perception des risques (par exemple ceux liés à des thèmes environnementaux ou sociaux spécifiques en fonction des conjonctures de marché).

¹¹ SFDR: Just How Sustainable Are Article 9 Funds?

¹² Market Insight – ESG Ratings of Article 8 & 9 funds



DESCRIPTION DE LA « PRISE EN COMPTE » DES PRINCIPALES INCIDENCES NÉGATIVES DU FONDS SUR LES FACTEURS DE DURABILITÉ

La double importance relative voulue par SFDR bute sur des interprétations divergentes

Précisions sur le contexte

i Les principales incidences négatives (PAI) correspondent aux incidences négatives les plus significatives des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité. Elles sont liées à des questions environnementales, sociales et de personnel, au respect des droits de l'homme et à la lutte contre la corruption et les actes de corruption.

Dans le cadre de SFDR, les PAI émanent de l'intégration du concept de double importance relative (« double materiality »). Au niveau des décisions d'investissements d'un fonds, cette double importance relative suppose d'expliquer comment les risques en matière de durabilité venant de l'extérieur sont intégrés, et si ces décisions tiennent compte, via les PAI, de la manière dont une société bénéficiaire d'un investissement affecte négativement la société et l'environnement.

Les indicateurs PAI sont conçus comme un socle de mesure de ces impacts non souhaités et les produits financiers qui les prennent en considération sont invités à inclure une explication « claire et motivée de la manière dont ils le font ». Dans son *Supervisory Briefing* de mai 2022, l'ESMA préconise que les autorités nationales de supervision puissent « raisonnablement s'attendre » à ce que les produits auto-assujettis à l'Article 9 publient les indicateurs de PAI SFDR.

Éléments observés

■ Éléments relevés quand les indicateurs PAI sont pris en compte

A l'échelle de l'échantillon, Novethic n'a identifié qu'un seul fonds qui publie de manière volontaire pour l'année 2021 l'ensemble des 14 indicateurs PAI centraux figurant à l'Annexe I des RTS, dans le cadre de son rapport dit « Article 29 » (transposition française de SFDR).

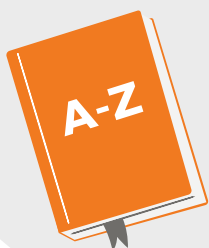
Une quarantaine de fonds disposent de prospectus mis-à-jour pour déclarer la prise en considération ou « utilisation » de ces indicateurs. La mise en pratique est parfois illustrée, par exemple dans le cas d'un fonds investissant dans des obligations souveraines et attentif à l'intensité carbone des pays bénéficiaires des investissements.

Du côté des 42 fonds qui publient une forme ou une autre de document SFDR, la prise en considération reste peu étayée et semble encore à géométrie variable. Certains fonds annoncent que les PAI seront « mesurés » prochainement, quand d'autres renvoient à une déclaration de la société de gestion sur la prise en compte, le traitement et l'atténuation des indicateurs. Une hiérarchisation des indicateurs est en cours chez un gérant qui déclare que les indicateurs pertinents d'impacts négatifs sont pris en compte « à travers les politiques d'exclusion, de vote et d'engagement du fonds ». Enfin, les éléments les plus probants figurent dans un modèle de reporting SFDR périodique qui reprend le détail des indicateurs PAI et de leur correspondance avec des points de données au sein de chaque pilier de l'outil interne d'analyse de durabilité. Il est également précisé comment cette prise en compte peut affecter les hypothèses du gérant relatives aux perspectives financières d'une entreprise et les modèles de valorisation.

Cette variété d'approches renvoie aux difficultés d'interprétation du texte SFDR de niveau 1. Néanmoins, pour un fonds Article 9 faisant référence au climat dans son nom et se déclarant attentif aux impacts négatifs de ses investissements, la pleine entrée en vigueur du niveau 2, qui inclut les émissions de gaz à effet de serre jusqu'au scope 3, rendra plus difficile la justification de la présence de trois majors pétrolières européennes dans son portefeuille.

■ Non prise en compte des indicateurs PAI

Une trentaine de fonds déclaraient ne pas prendre en considération les PAI au moment de l'achèvement de cette étude, sans compter ceux dont les prospectus ou DICI ne les mentionnent pas encore. D'autres fonds réservent la décision pour plus tard, avec une date limite lors de l'entrée en vigueur des obligations SFDR de niveau 2. Une société de gestion de taille modeste s'estime exemptée pour ses fonds car elle est sous le seuil des 500 salariés qui détermine la publication obligatoire des indicateurs PAI à l'échelle de l'entité.



Un point majeur reste néanmoins en suspens. Dans leur liste de requêtes transmises à la Commission européenne et nécessitant une interprétation juridique en accord avec les textes de l'UE, les AES s'interrogent sur la signification de « prise en compte » (ou « consideration » en anglais) des PAI par un produit financier. Celle-ci peut-elle

vouloir dire la seule publication des indicateurs PAI pertinents pour le fonds, ou nécessite-t-elle que la société de gestion tente de limiter les incidences négatives des investissements réalisés à travers par exemple l'engagement actionnarial auprès des entreprises présentes en portefeuille ? La réponse de la Commission sera très attendue.



STRATÉGIES D'INVESTISSEMENT AU SERVICE DE L'OBJECTIF DE DURABILITÉ

Les stratégies de sélection positive dominent aussi le marché des fonds Article 9 français

Précisions sur le contexte

i Cette rubrique du modèle de normes techniques prévoit l'explication de la manière dont la stratégie guide les décisions d'investissement selon des facteurs tels que les objectifs d'investissement et la tolérance au risque. Il est demandé aux gérants d'expliquer comment cette stratégie est mise en œuvre de manière continue dans le processus d'investissement.

Éléments observés

Au sein du panel de 195 fonds Article 9 français, les stratégies de sélection ESG de type *best-in-class*, *best-in-universe* ou *best effort* arrivent en tête puisqu'elles concernent les deux tiers des fonds étudiés, dont environ 70 fonds pour lesquels c'est l'unique stratégie mise en œuvre. Viennent ensuite les approches thématiques environnementales et sociales pour environ 45% du panel, parfois couplées avec une approche de sélection ESG qui permet de sélectionner au sein de l'univers thématique préétabli les titres les plus vertueux sur le plan environnemental, social ou de la gouvernance.

On trouve également une quarantaine de fonds ayant adopté une approche bas carbone, qui vise notamment à réduire l'empreinte ou intensité carbone du portefeuille de 20 à 50% par rapport à celle de l'univers de référence, avec parfois un objectif additionnel de réduction annuelle de l'ordre de 2 à 8%. Une dizaine de fonds indiciaires sont gérés par rapport à un indice climat européen Climate Transition (CTB) ou Paris Aligned (PAB).

Les fonds « Focus ODD » sont les fonds dont la stratégie repose sur la contribution à un ou plusieurs des Objectifs de Développement Durable des Nations Unies. Les plus plébiscités sont les ODD n°3 (« santé et bien-être »), n°5 (« égalité des sexes »), n°8 (« travail décent et croissance économique ») et n°13 (« mesures relatives à la lutte contre les changements climatiques »). Le panel comporte également une quinzaine de fonds dits d'impact, qui s'inscrivent dans cette approche sur la base d'une intentionnalité d'investissement dans des activités ayant un impact environnemental ou social mesurable. La plupart s'appuient là-aussi sur les ODD. Enfin, une vingtaine de fonds solidaires et/ou de partage complètent le paysage des fonds Article 9 gérés en France.

Approches d'investissement*	Nombre de fonds
Sélection ESG (Best...)	127
Stratégies thématiques	91
<i>Multi thématiques</i>	22
<i>Sociales</i>	22
<i>Environnementales (dont green bonds)</i>	47
Bas carbone	42
Focus ODD	32
Fonds de partage ou solidaires	17
Impact (déclaratif)	13

* Un fonds peut appliquer plusieurs stratégies durables dans sa politique d'investissement.

Éléments contraignants de la stratégie utilisés pour sélectionner les investissements en vue d'atteindre l'objectif d'investissement durable

Ces éléments sont généralement bien identifiés, notamment grâce à l'existence de doctrines AMF. Il reste néanmoins souvent difficile de s'y retrouver quand la stratégie mélange la recherche d'entreprises « *apportant des solutions* » aux enjeux climatiques et environnementaux via leurs produits ou services avec celles « *contribuant à l'atteinte des objectifs de l'Accord de Paris* » en ayant des niveaux d'émiss-

sions modérés ou une trajectoire annoncée compatible.

On notera également que dans certains cas c'est la stratégie d'investissement en elle-même, avec par exemple ses règles relatives à la sélection ESG, qui fournit les indicateurs censés permettre de mesurer l'atteinte de l'objectif d'investissement durable (voir page 12). Cette approche n'est pas toujours pertinente car la notation ESG n'est à l'origine pas construite pour refléter les enjeux de durabilité selon la même approche de double importance relative (« double matérialité ») que SFDR.



DESCRIPTION DE L'ALLOCATION ET DU SEUIL MINIMAL D'INVESTISSEMENTS DURABLES

Une ventilation des investissements encore prudente et peu spécifique

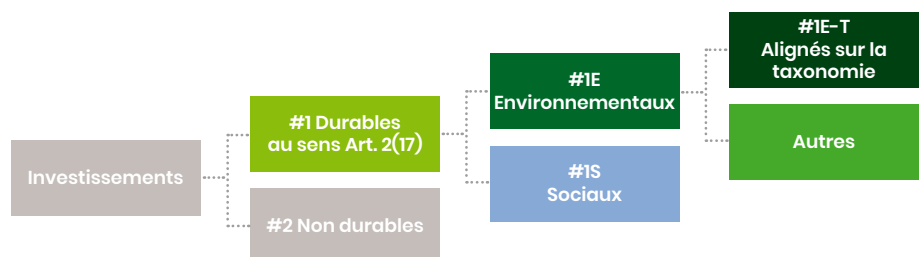
Précisions sur le contexte

i Le modèle SFDR pour les fonds Article 9 prévoit un cadre d'allocation et de répartition des investissements durables entre ceux visant à atteindre un ou plusieurs objectifs durables environnementaux et ceux visant à atteindre un ou plusieurs objectifs durables sociaux. Les investissements durables à portée environnementales doivent ensuite être répartis entre ceux qui sont alignés sur la taxonomie de l'UE et ceux qui ne le sont pas.

Deux pratiques coexistent à ce stade pour peupler les rangs de la case #1: comptabiliser chaque ligne uniquement au prorata des segments d'activité intéressants au regard d'une thématique, ou bien compter l'intégralité de chaque ligne dès lors que l'entreprise est jugée pertinente pour la thématique ou que le filtre est un filtre ESG « binaire » durable / non durable. Chaque pratique conditionne le pourcentage minimum annoncé (comparativement plus bas dans le 1er cas, et plus haut dans le 2nd), même s'il est pour l'instant souvent impossible de déterminer l'approche retenue à la lecture des éléments publiés.

Éléments observés

À ce stade, seules quelques rares sociétés de gestion fournissent l'état des lieux de leur approche de traduction de l'article 2(17) en filtre définissant quels investissements sont considérés comme durables et lesquels ne le sont pas, typiquement en expliquant comment est évaluée la contribution positive tout en s'assurant de l'absence de contribution négative. Les éléments y sont plus qualitatifs que dans le cas des fonds se contentant de considérer que puisque le label ISR exige de restreindre l'univers d'investissement de 20%, les 80% restants sont « durables ».



Information précontractuelle :

Case #1: Novethic a recensé au total 19 fonds annonçant une part minimum d'investissements durables au sens de l'interprétation qui est faite de l'article 2(17). Cette part s'échelonne entre 50 et 90%, mais se situe le plus souvent à 80%.

Cases #1E et #1S: À ce jour, hors fonds labellisés Greenfin, seule une dizaine de fonds thématiques prennent des engagements de teneur minimum en accord avec leur thématique, qui, dans le cas des ODD, englobe des objectifs à la fois sociaux et environnementaux.

Case #1E-T: Compte-tenu du calendrier de mise à disposition des informations relatives à l'alignement par les entreprises (en 2023 sur les comptes de 2022), le pourcentage d'alignement à la taxonomie annoncé précontractuellement est à ce jour renseigné uniquement quand il est prévu que la part alignée ne représente qu'un sous-ensemble de l'allocation minimale en investissements durables. La limite inférieure annoncée oscille entre 1 et 10%, tandis que quelques fonds annoncent uniquement une limite supérieure (30 ou 100%). S'agissant des fonds thématiques dont on peut s'attendre à ce qu'ils se focalisent sur la taxonomie, les sociétés de gestion précisent être à ce jour en phase d'évaluation des données préliminaires à leur disposition.

Information périodique :

L'analyse des rapports annuels de fonds a permis d'identifier 12 fonds qui, sur la base du modèle de reporting périodique fourni en Annexe V des RTS, déclaraient entre 75 et 99,5% d'investissements durables en portefeuille au 31/12/2021, dont 5 fonds qui ventilaient ce pourcentage entre objectifs environnementaux et sociaux (cases #1E et #1S), et 4 fonds ne déclarant que des investissements à objectif social. Un autre fonds a intégré à son reporting mensuel une répartition similaire, qui situe la part d'investissements durables autour de 40%.

Enfin, seule une société de gestion avait à ce jour renseigné la case #2, qui sert à indiquer la part des investissements non durables, c'est-à-dire pour les fonds Article 9 uniquement des supports détenus à des fins de liquidité et de couverture.



ANNONCE D'UN SEUIL MINIMAL D'ALIGNEMENT SUR LA TAXONOMIE

Round d'observation pour la part verte alignée sur les objectifs de la taxonomie

Précisions sur le contexte

i En vertu de l'articulation entre Règlements SFDR et Taxonomie, les fonds Article 9 qui investissent dans des activités économiques qui contribuent à la réalisation d'un objectif environnemental doivent fournir « une description de la façon et de la mesure dans laquelle les investissements sous-jacents au produit financier sont effectués dans des activités économiques pouvant être considérées comme durables sur le plan environnemental », au sens de la taxonomie et de ses 6 objectifs environnementaux.

Dans le cas inverse, les prospectus doivent mentionner le fait que les investissements sous-jacents au produit financier ne prennent pas en compte les critères de la taxonomie.

Éléments observés

■ Dans quelle mesure minimale les investissements durables ayant un objectif environnemental sont-ils alignés sur la taxonomie de l'UE ?

Tous les fonds ayant un objectif environnemental doivent déclarer *ex-ante* dans quel pourcentage minimum des investissements durables en portefeuille seront alignés sur la taxonomie de l'UE. Cette obligation vaut aussi pour les fonds à objectif social ou mixte dont une part du portefeuille, même modeste, est allouée à des activités contribuant à un objectif environnemental.

Au cours de cette année intermédiaire, les gérants de fonds ont été encouragés¹³ à ne pas utiliser d'estimations dans le cadre d'éventuelles publications d'informations relatives à l'alignement des fonds, mais seulement des données fournies directement par les entreprises ou des « informations équivalentes ». En l'absence de données d'entreprises et d'explications¹⁴ sur cette notion d'informations équivalentes, seul un fonds d'obligations vertes du panel s'est à ce stade explicitement fixé une part minimum d'alignement taxonomique. Celle-ci était de 75%, compte-tenu des spécificités de ces supports¹⁵.

Dans la mesure où il est attendu des gérants que cet engagement d'alignement minimum avec la taxonomie soit respecté en tout temps, il était risqué de s'engager dès cette année sur un pourcentage minimum qu'il aurait fallu pouvoir respecter continuellement en 2023 au gré du remplacement des chiffres préliminaires par les données effectivement publiées par les entreprises.

Chiffres préliminaires relevés dans les rapports périodiques

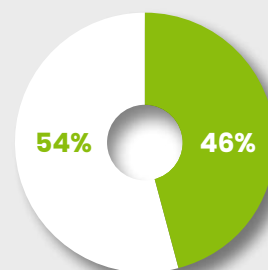
En dehors du cadre des futurs modèles de documents SFDR, Novethic a répertorié 31 fonds dont le reporting fournissait d'ores et déjà une estimation du pourcentage d'éligibilité ou d'alignement à la taxonomie du portefeuille consolidé (dont 4 fonds fournissant les deux). L'information figure dans certains rapports publiés pour se conformer à l'Article 29 de la Loi Energie Climat (dans le cas de fonds dont l'encours dépasse 500 M€), ainsi que divers rapports mensuels, rapports annuels, ou rapports d'impact au format libre.

Les valeurs relevées s'échelonnent entre 15 et 77% pour l'éligibilité aux deux premiers objectifs de la taxonomie (atténuation et adaptation), et entre 0,1 et 61% pour l'alignement. La société de gestion qui publie le pourcentage d'alignement le plus élevé estime que « la mise en œuvre de l'indicateur ne présente pas de difficulté particulière »,

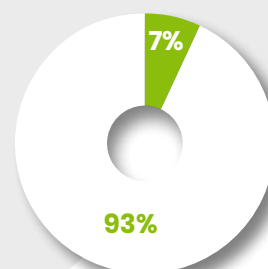
tandis qu'une autre précise avoir sollicité deux fournisseurs de données différents, pour des résultats similaires.

L'analyse des éléments publiés par les douze sociétés de gestion fournissant l'une ou l'autre de ces estimations pour au moins un fonds montre que la majorité a fait appel à des fournisseurs de données. Néanmoins, deux acteurs décrivent une méthodologie développée en interne. L'une utilise des données de prestataire pour isoler les chiffres d'affaires verts, quand l'autre précise mettre en œuvre une analyse « propriétaire » des segments d'activité. Toutes deux complètent cette analyse par des données de prestataires au sujet de controverses environnementales et sociales pour effectuer les vérifications « DNSH » et « garanties minimales sociales » au sens de la taxonomie. L'ESMA a depuis précisé qu'il fallait proscrire l'application du principe DNSH pour les activités d'une entreprise via une simple analyse des controverses la visant.

Éligibilité moyenne (17 fonds)



Alignement moyen (18 fonds)



¹³ Notamment dans le cadre du "Updated Joint ESA Supervisory Statement on the application of SFDR" publié en mars 2022

¹⁴ L'ESMA a depuis fourni quelques compléments d'informations dans le Q&A on the SFDR Delegated Regulation publié en nov. 2022

¹⁵ Les données préliminaires fournies par les émetteurs restent néanmoins rares. Selon une étude publiée par Luxembourg Stock Exchange en octobre 2022 et consacrée à l'analyse de la documentation de 5400 obligations « durables » à l'échelle mondiale (green, sustainability ou SLB), seuls 14% des émetteurs fournissent à ce jour des éléments qualitatifs d'alignement avec la taxonomie. Ce pourcentage monte à 27% lorsqu'il s'agit d'émetteurs basés en Union Européenne.



OBJECTIFS ENVIRONNEMENTAUX NON ALIGNÉS SUR LA TAXONOMIE

Le cadre des ODD garde les faveurs des thématiques génériques de durabilité

Précisions sur le contexte

i La définition d'investissement durable au sens de l'article 2(17) laisse la possibilité de contribuer à un objectif environnemental à travers des investissements qui ne tiennent pas compte des critères applicables aux activités économiques figurant dans la taxonomie.

De nombreux fonds ont déjà référencé dans les prospectus le ou les objectifs de la taxonomie au(x)quel(s) ils entendent contribuer, tout en précisant parfois que les activités économiques qui n'y figurent pas « *ne sont pas nécessairement nuisibles à l'environnement ou non durables* » ou que « *d'autres activités pouvant apporter une contribution substantielle aux objectifs environnementaux ne font pas encore nécessairement partie de la Taxonomie* ».

Quoi qu'il en soit, lorsque le fonds s'inscrit dans un cadre plus large, le gérant doit alors expliquer pourquoi le produit financier comporte des investissements durables ayant un objectif environnemental non aligné avec ceux de la taxonomie.

Éléments observés

Durant cette phase de transition et d'incertitude, la majorité des fonds dont la thématique environnementale semble s'inscrire dans le cadre des 6 objectifs environnementaux de la taxonomie ont préféré jouer la prudence. Ainsi, il est fréquent à ce stade de lire dans les prospectus que, bien que le fonds puisse investir d'ores et déjà dans des activités alignées au sens du Règlement Taxonomie, « il n'a actuellement pas d'objectif environnemental spécifique et ne s'engage pas à un minimum d'investissements alignés ».

Certaines thématiques annoncées restent néanmoins plus larges. Il s'agit en premier lieu du macro-concept de transition, qui, faute de cadre communément accepté, laisse aux gérants une grande latitude : transition énergétique et écologique, transition des mobilités et infrastructures, ou encore transition au sein des secteurs carbo-intensifs ou à fort impact sur la biodiversité. Au moment de la finalisation de cette étude, la Commission européenne ne s'était pas encore prononcée sur les possibles extensions de la taxonomie verte qui permettraient notamment, dans le cas de la taxonomie « *ambre* », de reconnaître certains niveaux de performance environnementale intermédiaire entre vert et brun.

Les thématiques sur lesquelles repose l'atteinte de l'objectif environnemental peuvent aussi être les 8 catégories du référentiel du label Greenfin, ou, pour les fonds d'obligations vertes, la taxonomie développée par Climate Bonds Initiative, à l'origine du référentiel Greenfin. On y trouve certains secteurs aujourd'hui absents de la taxonomie européenne, comme l'agriculture.

Parmi les 42 fonds publiant une forme de modèle SFDR, 5 fonds se basent également sur le cadre des Objectifs de développement durable (ODD) pour définir leur contribution à des objectifs environnementaux. Il s'agit par exemple d'identifier les entreprises dont les activités correspondent à des « *biens et services apportant une contribution jugée positive* » aux ODD, notamment les n° 7, 9, 11, 13, 14, 15¹⁶.

Une dernière approche, arithmétique et sans cadre normé, consiste à viser « *un profil global neutre concernant les émissions de CO₂* ». Elle repose sur une double comptabilisation des émissions induites et évitées par les sociétés en portefeuille, qui sont ensuite mises en balance. En outre, une poignée de fonds dit « compenser » ses émissions de scope 1 et 2, c'est-à-dire sans tenir compte des émissions induites du portefeuille.

¹⁶ Eau propre et assainissement (6), énergie propre et d'un coût abordable (7), industrie, innovation et infrastructure (9), villes et communautés durables (11), lutte contre les changements climatiques (13), vie aquatique (14), vie terrestre (15)



INVESTISSEMENTS DURABLES AYANT UN OBJECTIF SOCIAL

Les objectifs sociaux encore rarement formulés

Précisions sur le contexte

i Selon l'article 2(17) un objectif social peut s'atteindre en particulier à travers « *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.* »

Éléments observés

Parmi les fonds s'engageant sur une part minimum d'investissements durables au sens SFDR, seuls 4 fonds ont un objectif exclusivement social. Le reste des fonds ne fournit pas encore de répartition entre parts minimales environnementales et sociales.

Trois fonds référencent par ailleurs les ODD n°1 à 4¹⁷ dans leur objectif minimum d'investissement durable, tandis qu'un autre a pour objectif l'investissement à 75% minimum dans des obligations sociales ou durables (*social bonds* ou *sustainability bonds*).

¹⁷ Pas de pauvreté (1), faim « zéro » (2), bonne santé et bien-être (3), éducation de qualité (4)



ARTICULATION DE L'OBJECTIF D'INVESTISSEMENT DURABLE AVEC L'INDICE DE RÉFÉRENCE DÉSIGNÉ

Des fonds réticents à désigner un indice aligné sur leur objectif d'investissement durable

Précisions sur le contexte

i L'Article 9 exige des gérants dont le fonds possède un indice désigné comme indice de référence qu'ils indiquent en quoi cet indice est pertinent, ainsi que la manière dont cet indice est aligné sur l'objectif d'investissement durable. Il peut s'agir d'indices ESG ou thématiques construits à partir d'indicateurs environnementaux et sociaux, ou, dans le cas des fonds « bas-carbone », d'indices spécifiquement conçus pour se conformer à une « réduction des émissions de carbone en vue de la réalisation des objectifs de l'accord de Paris ».

Ces fonds à objectif portant sur le CO₂ sont parfois appelés fonds Article 9.3. Afin de proposer un cadre harmonisé qui garantisse la fiabilité des indices de référence bas carbone, la Commission a modifié le Règlement européen « Benchmark » pour y inclure deux nouveaux cahiers des charges. Les indices qui s'y conforment garantissent que les actifs sous-jacents (actions ou obligations) sont sélectionnés, pondérés ou exclus afin que, en agrégé, le portefeuille ainsi composé soit sur une trajectoire de décarbonation ambitieuse, sans porter significativement préjudice aux autres objectifs environnementaux. On parle alors d'indices PAB (aligné sur l'Accord de Paris) ou CTB (aligné sur une « transition climatique »).

Éléments observés

Au sein du panel de 195 fonds, Novethic a répertorié 33 fonds dont les prospectus ou DICI précisent que le fonds possède un indice de référence pertinent pour son objectif d'investissement. Il s'agit de 9 ETFs répliquant un indice PAB ou CTB (c'est-à-dire des fonds « Article 9.3 »), 6 fonds d'obligations vertes, et 18 fonds dotés d'un indice de marché large, c'est-à-dire n'intégrant pas de contraintes ESG pertinentes pour l'objectif d'investissement durable. Cette dernière approche n'est pas jugée conforme par les AES, comme elles l'ont confirmé dans la FAQ parue en novembre 2022.

Aucun fonds thématique ne déclare donc à ce stade d'indice de référence aligné sur ses objectifs de durabilité. Ceci s'explique par le fait que de nombreuses sociétés de gestion possèdent leurs propres méthodologies de sélection en lien avec la ou les thématiques choisies, et qu'elles sont réticentes à se comparer à un indice qui utilise une autre méthodologie, dans laquelle leurs convictions de gestion ne sont pas reflétées. S'agissant des fonds dont l'objectif est la réduction des émissions de carbone et qui n'utilisent pas d'indice PAB ou CTB, la justification utilisée concerne en général une particularité du fonds, par exemple dans le cas d'un « portefeuille algorithmique de variété maximale » pour lequel il n'existe pas d'indice pertinent.

Au sein du sous-panel des 42 fonds publiant une forme de document modèle SFDR, plusieurs fonds précisent « qu'il n'existe pas d'indice construit avec les objectifs spécifiques du fonds », ou que le gérant entend démontrer qu'un fonds d'obligations vertes peut battre un indice de marché large. Enfin, un fonds applique pour sa sélection le cahier des charges « PAB » mais se compare à un indice classique.

Pour mémoire, en 2023, les fonds dotés d'un indice de référence aligné sur l'objectif devront apporter une réponse aux questions suivantes :

- Comment l'indice de référence tient-il compte des facteurs de durabilité afin d'être constamment aligné sur l'objectif d'investissement durable ?
- Comment l'alignement de la stratégie d'investissement sur la méthodologie de l'indice est-il garanti en permanence ? En quoi l'indice désigné diffère-t-il d'un indice de marché large pertinent ?
- Où trouver la méthode utilisée pour le calcul de l'indice désigné ?

Incertitude autour des indices PAB/CTB

Bien qu'émanant du même Plan d'action sur la finance durable, il n'est pas acquis que les cahiers des charges des indices de référence « Accord de Paris » (PAB) ou « transition climatique » (CTB) permettent aux produits indiciels Article 9 qui les répliquent de remplir « d'office » toutes les exigences SFDR. Ce point figure dans la liste de requêtes transmises en septembre 2022 à la Commission européenne par les AES. L'enjeu est d'autant plus grand que les portefeuilles des fonds indiciels PAB (6 fonds) ou CTB (3 fonds) étudiés dans le cadre de cette étude contiennent entre 200 et 300 lignes, un fonds détenant même 800 entreprises en portefeuille.

On notera aussi que les administrateurs d'indices CTB avaient jusqu'au 31 décembre 2022 pour exclure toute entreprise portant un préjudice significatif à au moins un des objectifs environnementaux de la taxonomie (selon le principe DNSH) ou associée à des violations des principes du Pacte mondial ou des principes directeurs de l'OCDE à l'intention des multinationales. Les AES considèrent¹⁸ que les règles CTB n'étaient jusque-là pas suffisantes en elles-mêmes pour se conformer avec l'article 2(17) de SFDR. La documentation des 3 fonds indiciels CTB étudiés ici précise que les entreprises ne respectant pas le Pacte mondial étaient déjà exclues, et que le gérant s'en remet à l'administrateur de l'indice pour s'assurer du respect du DNSH.

¹⁸ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2022_62_jc_sfdr_qas.pdf

Une nécessaire mise en cohérence des Règlements

Dans le cadre de leur rapport sur les données relatives à la taxonomie et son utilisation pratique, les membres de la Plateforme sur la finance durable, mandatée par la Commission européenne, ont formulé¹⁹ plusieurs recommandations pour améliorer l'articulation entre Règlements SFDR, Taxonomie et Benchmarks, qui font écho à certains des éléments constatés dans le cadre de cette étude.

Les auteurs soulignent que, alors que la taxonomie regroupe des investissements dans des activités économiques qui contribuent de manière

significative à un objectif environnemental, l'investissement durable au sens SFDR ne requiert qu'une contribution sociale ou environnementale sans critères techniques de significativité. Sur le volet environnemental, les activités économiques alignées avec la taxonomie, typiquement des produits ou services bien définis, sont ainsi un sous-ensemble des activités économiques durables au sens de l'article 2(17), qui peuvent l'être en vertu de procédés plus génériques. La Plateforme pointe en outre plusieurs incompatibilités de critères qui compliquent la lecture du tableau récapitulatif ci-après:

	Contribution à l'objectif	Principe d'innocuité (DNSH)	Garde-fous additionnels
Investissements alignés sur la taxonomie	Investissement dans une activité économique qui contribue substantiellement à un objectif environnemental	DNSH pour les objectifs environnementaux (au niveau de l'activité)	Garde-fous minimums (Sociaux et de gouvernance)
Investissements durables – Art. 2(17)	Investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif environnemental et social	DNSH pour les objectifs environnementaux et sociaux (au niveau de l'entité)	Bonne gouvernance

Source: Platform on Sustainable Finance

Principe DNSH: Dans le cas de la taxonomie, le DNSH fait appel à des critères précis pour chaque objectif environnemental, adaptés aux spécificités des activités économiques et s'appuyant sur des seuils de performance, alors que, au sens SFDR, le DNSH se vérifie au moyen d'une attention portée à une liste d'indicateurs qui n'est pas fondée sur les risques et ne fournit pas d'indication de performance attendue pour différents secteurs, et différentes tailles d'entreprise ou zones géographiques. Pour les fonds Article 8 & 9, un investissement aligné avec la taxonomie, parce qu'il fait partie d'un sous-ensemble, doit alors être conforme à deux couches de vérifications DNSH. La Plateforme recommande à la Commission de s'appuyer sur les métriques et méthodologies issues de la taxonomie pour définir les PAI environnementaux, ou encore de formuler une courte liste d'activités «*invariablement nuisibles*».

Garde-fous additionnels: La Plateforme regrette que les concepts de garde-fous additionnels ne soient pas non plus alignés et invite la Commission à aligner le principe de bonne gouvernance au sens SFDR avec les garde-fous minimums déjà inclus dans la taxonomie, tout en procédant à une harmonisation des indicateurs PAI concernés (Pacte Mondial et indicateurs sociaux).

La Plateforme préconise également une harmonisation des indicateurs PAI (Règlement SFDR) et des règles d'exclusions applicables aux indices PAB et CTB (Règlement Benchmarks), tant en termes de granularité que de nombre de secteurs englobés

par les deux Règlements. Ceci apparaît en effet primordial en raison du grand nombre d'entreprises dans les portefeuilles des fonds indiciels PAB et CTB.

¹⁹ Platform Recommendations on Data and Usability as part of Taxonomy reporting (Octobre 2022)

Portrait-robot d'un fonds Article 9 français

Top 20 des entreprises dans les portefeuilles des fonds Article 9 investis en actions

L'étude des portefeuilles au 31/12/2021 disponibles via l'outil Morningstar Direct de 113 fonds investis en actions permet d'isoler 2550 entreprises différentes, dont 40 présentes chez au moins 30 fonds. Le tableau ci-dessous dresse la liste des

20 entreprises les plus fréquemment détenues, toutes stratégies d'investissement confondues ainsi que dans les portefeuilles des fonds à thématiques dominantes environnementales, sociales ou carbone.

Rang (en nombre)	Encours (M€)	Entreprise	Thématique E (28 portefeuilles)	Thématique S (20 portefeuilles)	Thématique carbone (24 portefeuilles)
1	656	Schneider Electric SE (68)	Schneider Electric SE (18)	Air Liquide SA (11)	STMicroelectronics NV (17)
2	1340	ASML Holding NV (65)	Vestas A/S, Saint-Gobain SA (15)	Schneider Electric SE, AXA SA (10)	Schneider Electric SE (16)
3	531	L'Oréal SA (53)	Orsted A/S, EDP Renovaveis SA, ASML Holding NV (13)	ASML Holding NV, L'Oréal SA, SEB SA (9)	Siemens AG, Sanofi SA, Intesa Sanpaolo (15)
4	288	STMicroelectronics NV (53)	Tomra Systems ASA, STMicroelectronics NV (12)	BioMerieux SA, Hermes International SA (8)	L'Oréal SA, Kering SA, Deutsche Telekom AG, Saint-Gobain SA (14)
5	490	Air Liquide SA (52)	Veolia Environnement SA, Air Liquide SA, Alfen NV, Dassault Systèmes SE (11)	Dassault Systèmes SE, LVMH SE, Soitec SA, AstraZeneca PLC, Microsoft Corp, Michelin SA, Edenred SA (7)	AXA SA, Capgemini SE, ASML Holding NV (13)
6	459	Saint-Gobain SA (51)	Linde PLC, Kingspan Group PLC, Infineon Technologies AG, Koninklijke DSM NV (10)	Alstom SA, Sanofi SA, Legrand SA, Sopra Steria Group SA, Essilorluxottica, Kering (6)	Teleperformance SE, SAP SE, Vivendi SE, Publicis Groupe SA, Legrand SA, Enel SpA, adidas AG, BNP Paribas (12)
7	478	Dassault Systèmes SE (49)	Microsoft Corp, Alstom SA, Ecolab Inc (9)		
8	486	Koninklijke DSM NV (43)			
9	291	Capgemini SE (42)			
10	439	AXA SA (41)			
11	292	Alstom SA (41)			
12	411	Infineon Technologies AG (40)			
13	444	Allianz SE (39)			
14	233	Michelin SA (39)			
15	497	Novo Nordisk A/S (37)			
16	423	Sanofi SA (37)			
17	323	Siemens AG			
18	260	Intesa Sanpaolo (37)			
19	221	Legrand SA (37)			
20	430	Veolia Environnement SA (36)			

Source : Novethic

Le nombre de fonds détenant chaque valeur est précisé entre parenthèses.

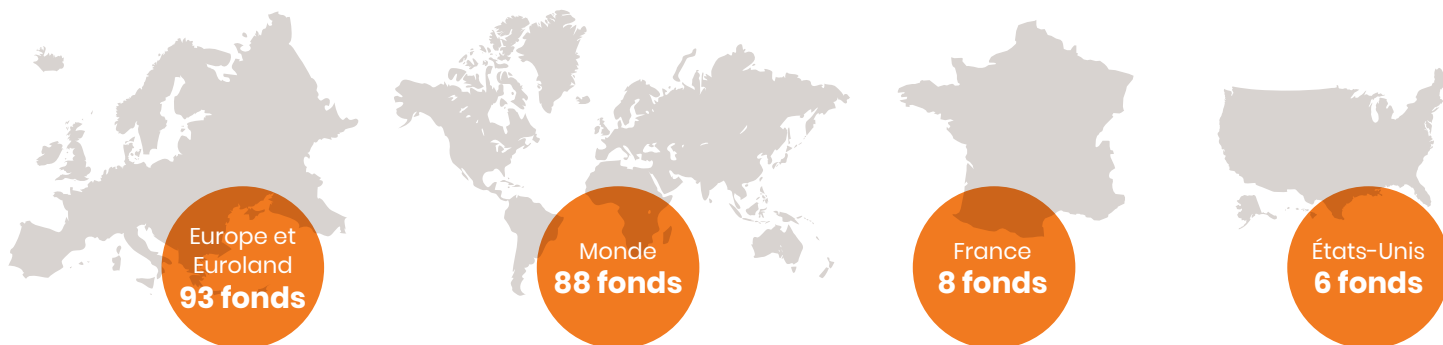
Ce Top 20 des entreprises les plus fréquemment détenues fait apparaître le plébiscite de l'entreprise néerlandaise AMSL Holding, qui fabrique du matériel de lithographie destiné à l'industrie des semi-conducteurs, et des françaises Schneider Electric et L'Oréal, qui représentent toutes trois plus de 1% de l'encours des fonds Article 9 dont le portefeuille a pu être obtenu (respectivement 2,5, 1,2 et 1%). On constate également un apparent biais français dans l'interprétation de l'article 2(17) relatif aux investissements durables, puisque le Top 20 concentre 12 entreprises françaises alors que seuls 8 fonds du panel n'investissent qu'en France. En comparaison, le Top 20 publié par Eurosif en juillet 2022, établi à l'échelle de 266 fonds Article 9 européens, ne contenait que 3 entreprises françaises.

S'agissant des fonds dont la politique d'investissement est guidée par une unique thématique, le

Top 20 de chaque catégorie permet de formuler les observations suivantes:

- bien que tous les fonds à thématique environnementale ne s'astreignent pas aux mêmes exclusions sectorielles que celles du label Greenfin, le Top 20 pour cette thématique est très proche du Top 20 observable à l'échelle des fonds labellisés Greenfin.
- la sélection opérée pour les fonds sociaux, souvent guidée par une surpondération du pilier S de la note ESG, fait apparaître un biais pour les valeurs des secteurs pharma et luxe.
- la diversité des approches retenues pour construire les trajectoires carbone des fonds ne fait ressortir aucune des GAFAM, habituellement prisées²⁰ des fonds bas carbone européens.

Zone d'investissement des fonds Article 9 français :



Éligibilité à la taxonomie européenne (Année 1)

Novethic a analysé dans le cadre de cette étude les rapports annuels des 85 entreprises européennes assujetties à la NFRD²¹ ou publiant volontairement des informations en lien avec la taxonomie parmi les 100 entreprises les plus fréquemment investies par les fonds Actions. (Voir le détail complet en Annexe)

En prenant le cas théorique d'un fonds dont le portefeuille serait constitué de ces 100 entreprises, toutes équipondérées, sa répartition serait la suivante: 26,3% de chiffres d'affaires éligibles, 30,6% de CapEx éligibles, et 22% des OpEx.

Le chiffre d'affaires éligible des 15 entreprises hors périmètre NFRD a ici été compté à zéro car elles ne publient à ce stade pas d'informations équivalentes. Les ratios d'éligibilité pour les entreprises financières ont été assimilés à des chiffres d'affaires éligibles.

Éligibilité des investissements à la taxonomie (portefeuille fictif constitué du Top 100)



²⁰ Voir notamment l'étude Novethic-ADEME 2021

²¹ Directive 2013/34/UE sur la publication d'informations non financières pour les entreprises de plus de 500 salariés. Les entreprises qui tombent dans son champ d'application doivent depuis cette année publier trois indicateurs clefs de performances (KPI) en lien avec la taxonomie : part du chiffre d'affaires, des dépenses d'investissement (CapEx) et des dépenses d'exploitation (OpEx) éligibles à la taxonomie. En 2023, ces KPI devront être publiés en tenant compte cette fois de l'alignement, en application de tous les critères cumulatifs de la taxonomie.

L'étude de la documentation des fonds du panel montre que les sociétés de gestion sont déjà attentives à la taxonomie, sans qu'elle ait intégralement remplacé les grilles d'analyse existantes. Il peut par exemple en être fait mention dans certaines « fiches » des rapports mensuels, si le gérant veut mettre en avant le fort alignement à la taxonomie d'une entreprise comme motif de conviction de son potentiel financier.

Quand l'intégration de la taxonomie semble plus aboutie, il est par exemple précisé que « les critères définis par la taxonomie priment » pour toutes les thématiques climat déjà incluses dans les actes délégués parus à ce jour. En outre, un fonds du panel anticipe sur les actes délégués relatifs aux objectifs hors climat de la taxonomie

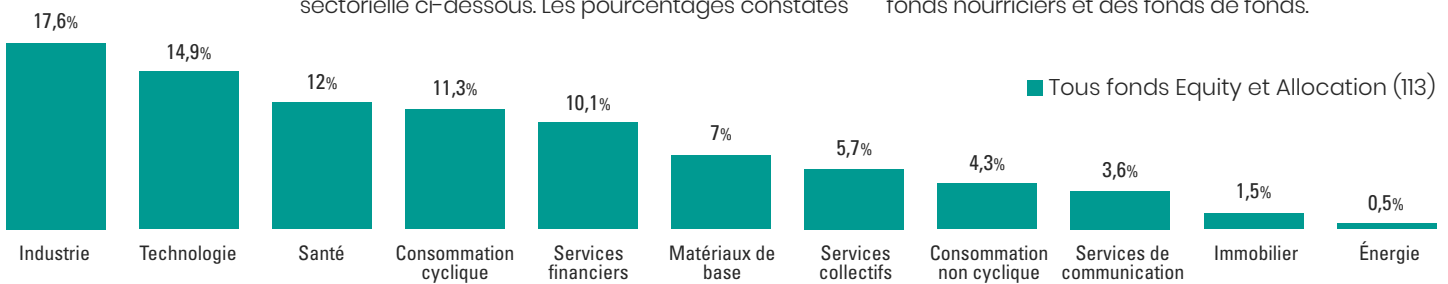
(dont la parution ne cesse d'être repoussée) en analysant la chaîne de valeur de l'eau (mesure et contrôle de la pollution des eaux, traitement des eaux, équipements et infrastructure) au regard de quelques éléments déjà parus.

Sans surprise, parmi les fonds qui publient déjà leurs propres chiffres d'éligibilité et d'alignement, les fonds labellisés Greenfin sont ceux qui se situent le plus haut (jusqu'à 77% de part verte éligible et 61% de part verte alignée). Le portage de la taxonomie utilisée pour le label Greenfin vers la taxonomie européenne n'est pas encore effectif et interviendra après l'adoption des actes délégués relatifs aux 4 objectifs encore en cours d'élaboration.

Répartition sectorielle des fonds investis en actions

Novethic a pu obtenir via Morningstar Direct les portefeuilles au 31/12/2021 de 113 fonds investissant exclusivement ou en partie en actions (*Equity* et *Allocation*). Ceci permet de dresser la ventilation sectorielle ci-dessous. Les pourcentages 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. Il n'a pas été tenu compte ici des fonds nourriciers et des fonds de fonds.

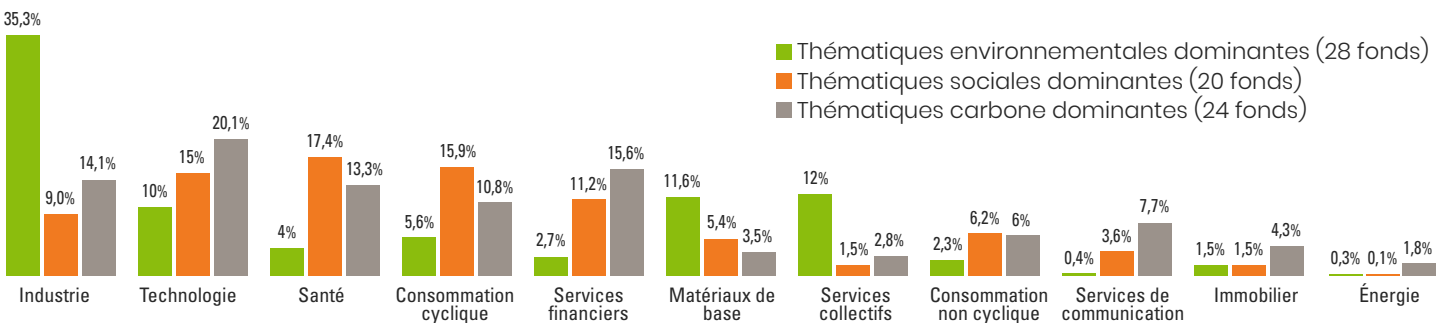


Source : Novethic

En comparaison de la répartition sectorielle « classique » des fonds dits ESG, par exemple celle des fonds Article 8 européens décrite par l'EFAMA dans son dernier Factbook²², les fonds Article 9 français se caractérisent par une surpondération des secteurs « Industrie », « Matériaux de base », et « Services collectifs » (*Utilities*). Il s'agit de secteurs choisis par les gérants car regroupant notamment des entreprises vues comme pouvant apporter une contribution aux objectifs environnementaux. A l'inverse, les secteurs de la Finance et de la Communication sont sous-pondérés.

Les fonds à thématique environnementale surpondèrent les secteurs Industrie (transport, matériel de production d'énergie renouvelable, raccordement et interconnexion électrique), Matériaux de base (gaz industriels, produits chimiques et produits issus de matériaux renouvelables) et *Utilities* (entreprises liées à l'énergie et à l'eau). Les fonds à thématique sociale, pour laquelle il n'existe pas de taxonomie, surpondèrent les secteurs de la santé et de la consommation cyclique, tandis que les fonds se fixant une contrainte sur leurs émissions de carbone, sous diverses formes, privilégient les secteurs peu carbo-intensifs (Technologie, Finance et Communication).

A l'échelle des fonds à thématique prononcée, la répartition sectorielle fait apparaître les obser-



²² <https://www.efama.org/data-research/research/fact-book>

Source : Novethic

Fonds Article 9 et fonds labellisés: deux périmètres à fort recouvrement

Le recouvrement du panel de fonds Article 9 étudiés pour cette étude avec la base de données Novethic des fonds labellisés (arrêtée au 30 juin 2022) fait apparaître que plus des deux tiers des fonds Article 9 gérés en France sont labellisés, contre un tiers pour les fonds Article 8.

C'est sans surprise le label ISR qui domine. 80% des fonds Article 9 labellisés l'ont obtenu (contre 12% pour le label Greenfin), de même que 92% des fonds Article 8. Il est néanmoins assez éloigné du

cadre SFDR pour les fonds Article 9, notamment sur le principe DNSH, même si certains fonds citent leurs indicateurs contraignants du point de vue de la labellisation ISR parmi les indicateurs permettant de juger de l'atteinte de l'objectif d'investissement durable.

On dénombre aussi 15 fonds Article 9 labellisés et domiciliés en France mais ne disposant ni du label ISR ni du label Greenfin, tout comme 33 fonds Article 8 dans le même cas.

Nom du label	Fonds « Article 9 » 137 fonds labellisés sur 195 (70%)		Fonds « Article 8 » ²³ 441 fonds labellisés sur 1281 (34%)	
	Nombre de fonds	Encours* (Mds€)	Nombre de fonds	Encours* (Mds€)
ISR	84	21,2	396	402,7
Multi-label	33	30,2	12	22,9
Towards Sustainability	29	28,2	10	22,8
ISR	26	26,4	10	22,7
FNG-Siegel	11	5,3	3	0,3
Greenfin**	9	7,6	-	-
Umweltzeichen	3	1,4	-	-
LuxFlag ESG	1	0,5	2	0,2
Towards Sustainability	8	3,7	5	1,2
LuxFlag ESG	2	0,7	25	15,9
FNG-Siegel	-	-	1	0,6
Umweltzeichen	2	0,2	-	-
Greenfin**	8	2	2	0,5
Total	137	60,5	441	444

* Au 31/12/2021. Hors fonds nourriciers.

Source : Novethic

** Certains fonds Greenfin ne sont pas gérés en France ou n'étaient pas répertoriés comme Article 9 au 10 mars 2022.

Les fonds Article 9 sont par ailleurs davantage multilabellisés. Les 137 fonds labellisés détiennent

ainsi en moyenne 1,33 label par fonds, contre 1,03 pour les fonds Article 8 labellisés.

²³ Extraction Morningstar Direct en date du 10 mars 2022.

Articulation entre critères de labels et Règlements SFDR et Taxonomie

Alors que la réforme du label ISR se fait attendre, la nouvelle version du *Quality Standard* de *Towards Sustainability* reprend l'approche du règlement SFDR en exigeant une évaluation à la fois des impacts probables des risques de durabilité sur la rentabilité du produit (« outside in ») et des risques de principales incidences négatives sur les facteurs de durabilité (E, S et G) que fait peser chaque investissement (« inside out »). La double importance relative fait partie des axes prioritaires de refonte du label ISR.

De même, pour valider la cohérence entre la thématique affichée et le portefeuille des fonds, le standard *Towards Sustainability* a introduit la notion « d'activités contributives », un concept qui regroupe les activités déjà sélectionnées dans la taxonomie, celles à venir, en plus de celles qui contribuent « clairement et concrètement » aux ODD. A l'opposé, le référentiel motive également ses exclusions sectorielles par le fait qu'il s'agit d'activités à l'origine d'incidences négatives sur la durabilité.

Conclusion

En cette fin d'année 2022, les fonds Article 9 se sont retrouvés en première ligne des grandes interrogations sur la capacité de la finance durable à s'investir dans la transition énergétique et écologique. Le dernier trimestre a été marqué par une accélération d'un mouvement de reclassement des fonds étiquetés Article 9 en Article 8, dont les prérequis techniques adoptés à l'été ont semblé trop exigeants aux yeux des sociétés de gestion. Ce choix, fait par les sociétés de gestion qui disposent des plus gros encours ESG (Amundi, Blackrock, AXA IM, etc.), a donc été interprété comme un recul de la partie la plus avancée de la finance durable puisque ces fonds Article 9 sont supposés associer objectifs durables, indicateurs de mesure et sélection des entreprises les plus performantes sur un plan social et environnemental. C'est en tous cas à ce stade ce que leur demandent les régulateurs.

Les sociétés de gestion plaident le malentendu et une divergence d'interprétation sur le rôle de l'Article 9. Pour elles, il doit normer la transparence des fonds et ainsi faciliter la comparabilité des produits financiers pour le client final. Comme le montre l'analyse des reportings disponibles que propose l'étude Novethic réalisée avec le soutien de l'ADEME, même sur la transparence, on est encore loin du compte et la grande confusion qui règne sur les appellations (vert, durable, climat...) et les définitions qu'elles recouvrent compromettent la crédibilité de ces fonds auprès d'un public non expert.

L'enquête du consortium de journalistes publiée fin novembre dans *Le Monde* et plusieurs grands quotidiens européens les accusait même de tromperie, assimilant les fonds verts européens classés Article 9 selon le Règlement SFDR à des fonds verts. Elle a surtout mis en lumière les actifs carbo-intensifs sélectionnés par nombre d'entre eux.

La publication a ému bon nombre d'acteurs de la finance durable et elle devrait augmenter la pression sur les régulateurs et inciter les sociétés de gestion à la prudence sur le classement de leurs fonds durables en Article 9. Le récent mouvement de reclassification des fonds durables, de l'Article 9 vers l'Article 8, montre que les sociétés de gestion sont moins prêtes que prévu à s'engager sur des fonds verts conformes aux attentes des régulateurs. Pourtant, le nouveau cadre européen est centré sur le reporting pour inciter les fonds à ne pas se contenter d'allégations de durabilité mais à aligner leurs portefeuilles avec des objectifs durables.

C'est la promesse que la stratégie Finance Durable de l'Union européenne devait faire aux épargnants particuliers : être mieux accompagnés pour se repérer dans la jungle de produits durables, verts, ESG, ODD, climat, transition... Cette étude, et la remise en question des fonds Article 9 que beaucoup commençaient à assimiler à un label, en particulier dans les pays qui en sont dépourvus, montre qu'on en est encore loin.

Annexe 1:

Données taxonomiques des entreprises les plus investies (périmètre NFRD)

Entreprises non financières

Nom	Pays	Encours (M€)	Nombre de fonds	Secteur	C.A. éligible	CapEx éligibles	OpEx éligibles
Schneider Electric SE	FRA	656,1	68	Industrials	28,0%	27,0%	23,0%
ASML Holding NV	NLD	1 339,9	65	Technology	0,0%	0,1%	1,0%
L'Oreal SA	FRA	530,5	53	Consumer Defensive	0,0%	20,4%	-
STMicroelectronics NV*	SGP	287,5	53	Technology	37,0%	46,0%	36,0%
Air Liquide SA	FRA	489,5	52	Basic Materials	10,4%	11,9%	11,6%
Saint-Gobain SA	FRA	459,0	51	Industrials	16,2%	66,5%	10,0%
Dassault Systemes SE	FRA	473,9	49	Technology	50,0%	33,0%	55,0%
Koninklijke DSM NV	NLD	485,9	43	Basic Materials	17,0%	N/A	N/A
Capgemini SE	FRA	290,8	42	Technology	1,5%	50,0%	<2%
Alstom SA	FRA	291,7	41	Industrials	99,0%	99,0%	99,0%
Infineon Technologies AG	DEU	410,5	40	Technology	57,7%	72,4%	51,1%
Michelin SA	FRA	233,4	39	Consumer Cyclical	57,0%	66,0%	57,0%
Novo Nordisk A/S	DNK	496,6	37	Healthcare	0,0%	0,0%	-
Sanofi SA	FRA	423,2	37	Healthcare	0,0%	6,0%	-
Siemens AG	DEU	323,0	37	Industrials	N/A	N/A	N/A
Legrand SA	FRA	220,9	37	Industrials	8,0%	16,4%	N/A
Veolia Environnement SA	FRA	430,3	36	Industrials	48,1%	58,3%	44,9%
Worldline SA	FRA	195,1	35	Technology	77,0%	95,0%	93,0%
LVMH SE	FRA	576,2	34	Consumer Cyclical	0,0%	34,0%	-
Essilorluxottica	FRA	482,6	34	Healthcare	0,0%	0,0%	<10%
Vestas Wind Systems A/S	DNK	325,0	33	Industrials	100,0%	91,0%	97,0%
SAP SE	DEU	257,5	33	Technology	33,0%	14,0%	15,0%
adidas AG	DEU	169,9	33	Consumer Cyclical	0,0%	51,0%	-
Kering SA	FRA	164,8	33	Consumer Cyclical	0,0%	61,0%	-
Bureau Veritas SA	FRA	144,8	33	Industrials	3,7%	39,9%	30,6%
Linde PLC*	GBR	441,2	32	Basic Materials	8,0%	24,0%	8,0%
Iberdrola SA	ESP	381,1	32	Utilities	50,2%	86,0%	64,2%
Danone SA	FRA	170,4	31	Consumer Defensive	0,0%	0,0%	<3%
EDP Renovaveis SA	ESP	118,1	31	Utilities	99,0%	99,0%	98,0%
Smurfit Kappa Group PLC	IRL	334,8	30	Consumer Cyclical	2,0%	3,0%	2,0%
Kerry Group PLC	IRL	210,6	30	Consumer Defensive	0,0%	24,0%	-
Deutsche Telekom AG	DEU	210,3	30	Communication Services	1,8%	0,2%	2,1%
Symrise AG	DEU	438,1	29	Basic Materials	0,0%	N/A	N/A
Orsted A/S	DNK	289,6	29	Utilities	66,0%	99,0%	80,0%
Energias de Portugal SA	PRT	213,0	28	Utilities	78,0%	97,0%	75,0%
Hermes International SA	FRA	417,0	26	Consumer Cyclical	0,0%	0,0%	-
Enel SpA	ITA	102,9	25	Utilities	33,5%	85,0%	66,0%
Soitec SA	FRA	204,0	24	Technology	68,0%	49,0%	40,0%
Deutsche Post AG	DEU	166,6	24	Industrials	56,0%	64,0%	62,0%
SEB SA	FRA	130,6	24	Consumer Cyclical	0,0%	43,0%	-
BioMerieux SA	FRA	74,9	24	Healthcare	0,0%	0,8%	-
Stellantis NV	NLD	159,6	23	Consumer Cyclical	99,0%	100,0%	99,0%
Umicore SA	BEL	66,7	23	Industrials	5,0%	48,0%	17,5%
Cellnex Telecom SA	ESP	143,1	23	Communication Services	2,4%	1,5%	-
Stora Enso Oyj	FIN	113,0	23	Basic Materials	5,0%	4,0%	6,0%
Amadeus IT Group SA	ESP	106,1	23	Technology	9,7%	5,8%	46,6%
Teleperformance SE	FRA	97,3	23	Industrials	0,0%	51,3%	-

suite ▶

Nom	Pays	Encours (M€)	Nombre de fonds	Secteur	C.A. éligible	CapEx éligibles	OpEx éligibles
Prismian SpA	ITA	165,7	22	Industrials	46,6%	63,7%	51,0%
Siemens Gamesa SA	ESP	154,8	22	Industrials	N/A	N/A	N/A
Kingspan Group PLC	IRL	150,2	22	Industrials	63,0%	77,0%	77,0%
Tomra Systems ASA*	NOR	148,8	22	Industrials	60,0%	0,0%	-
Vinci SA	FRA	106,9	22	Industrials	36,0%	32,0%	-
Merck Kgaa	DEU	104,3	22	Healthcare	1,0%	1,0%	1,0%
SPIE SA	FRA	123,3	21	Industrials	57,7%	73,0%	-
Faurecia SE	FRA	100,2	21	Consumer Cyclical	13,1%	16,6%	10,5%
TotalEnergies SE	FRA	87,8	21	Energy	9,9%	13,4%	14,7%
Unibail-Rodamco-Westfield	FRA	79,5	21	Real Estate	90,3%	97,0%	98,2%
Unilever PLC*	GBR	183,6	20	Consumer Defensive	0,0%	1,0%	-
Alfen NV	NLD	108,2	20	Industrials	98,8%	90,3%	100,0%
BMW AG	DEU	91,5	20	Consumer Cyclical	82,9%	99,7%	100,0%
Nexans	FRA	189,7	19	Industrials	16,0%	19,0%	47,0%
Publicis Groupe SA	FRA	78,1	19	Communication Services	13,4%	41,2%	0,0%
Arkema SA	FRA	61,5	19	Basic Materials	30,0%	38,0%	27,0%
Daimler Truck Holding AG	DEU	31,7	19	Industrials	100,0%	100,0%	100,0%
Getlink SE	FRA	111,0	18	Industrials	99,0%	100,0%	35,0%
Edenred SA	FRA	86,0	18	Financial Services	<1%	0,0%	-
Orange SA	FRA	53,3	18	Communication Services	1,4%	0,6%	11,1%
Eurofins Scientific SE	FRA	160,2	17	Healthcare	N/A	N/A	N/A
Neste Corp	FIN	90,9	17	Energy	39,0%	67,0%	43,0%
Pernod Ricard SA	FRA	75,4	17	Consumer Defensive	0,0%	29,1%	-
Vonovia SE	DEU	45,1	17	Real Estate	97,0%	98,0%	94,0%
HelloFresh SE	DEU	33,1	17	Consumer Cyclical	0,0%	10,0%	76,0%
Vivendi SE	FRA	20,0	17	Communication Services	60,1%	90,4%	<5%
Orpea SA	FRA	165,0	16	Healthcare	2,0%	54%	-

* Entreprises hors strict périmètre NFRD qui publient néanmoins des indicateurs taxonomiques.

Entreprises financières

Nom	Pays	Encours (M€)	Nombre de fonds	Secteur	Ratio d'éligibilité*
AXA SA	FRA	439,4	41	Financial Services	38,6%
Allianz SE	DEU	443,6	39	Financial Services	79,0%
Intesa Sanpaolo	ITA	259,7	37	Financial Services	22,0%
BNP Paribas	FRA	269,5	33	Financial Services	25,8%
Credit Agricole SA	FRA	332,7	32	Financial Services	46,0%
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	ESP	77,6	21	Financial Services	45,6%
KBC Group SA/NV	BEL	171,6	20	Financial Services	20,3%
ING Groep NV	NLD	149,4	20	Financial Services	37,4%
MunichRe AG	DEU	165,3	18	Financial Services	54,5%
FinecoBank SpA	ITA	69,9	17	Financial Services	16,3%
Adyen NV	NLD	255,6	24	Technology	0,0%

* Le ratio d'éligibilité retenu ici pour les assureurs est le ratio souscription, c'est-à-dire la part des primes d'assurance ou réassurance non-vie perçues via les souscriptions de protection contre des aléas climatiques. Pour les banques, le ratio correspond à la proportion dans le total des actifs couverts des expositions aux activités économiques éligibles (prêts aux ménages et prêts à des contreparties assujetties à NFRD). C'est au sein de ce ratio que sera calculé le green asset ratio en 2024. En 2022, les banques avaient la possibilité de publier un ratio obligatoire et un ratio volontaire, incluant le périmètre NFRD. Les chiffres du tableau ci-dessus reprennent le ratio volontaire, partout où il a pu être identifié.

Annexe 2 :

Activités économiques éligibles à la taxonomie au sein du Top 100

Sur la base du détail publié par les entreprises dans leurs rapports annuels, le tableau ci-contre reprend les codes propres aux activités économiques, telles que listées dans l'acte délégué du Règlement Taxonomie relatif à l'atténuation. Le premier chiffre correspond au secteur (par exemple « 4 » pour l'énergie ou « 6 » pour le transport), et le second est le numéro de chaque activité dans sa liste sectorielle.

Ocurrences	Détail de l'activité
7	(3.6) Manufacture of other low carbon technologies
6	(8.1) Data processing, hosting and related activities
5	(3.5) Manufacture of energy efficiency equipment for buildings; (4.9) Transmission and distribution of electricity; (7.2) Renovation of existing buildings; (7.5) Installation, maintenance and repair of instruments and devices for measuring, regulation and controlling energy performance of buildings
4	(3.1) Manufacture of renewable energy technologies; (4.1) Electricity generation using solar photovoltaic technology; (4.3) Electricity generation from wind power; (4.15) District heating/cooling distribution; (4.20) Cogeneration of heat/cool and power from bioenergy ; (6.5) Transport by motorbikes, passenger cars and light commercial vehicles; (7.3) Installation, maintenance and repair of energy efficiency equipment; (7.4) Installation, maintenance and repair of charging stations for electric vehicles in buildings; (7.7) Acquisition and ownership of buildings; (8.2) Data-driven solutions for GHG emissions reductions
3	(3.2) Manufacture of equipment for the production and use of hydrogen; (3.3) Manufacture of low carbon technologies for transport; (3.17) Manufacture of plastics in primary form; (5.3) Construction, extension and operation of waste water collection and treatment; (6.6) Freight transport services by road; (6.15) Infrastructure enabling low-carbon road transport and public transport; (7.1) Construction of new buildings; (7.6) Installation, maintenance and repair of renewable energy technologies; (9.3) Professional services related to energy performance of buildings
2	(1.3) Forest management; (3.4) Manufacture of batteries; (3.10) Manufacture of hydrogen; (3.13) Manufacture of chlorine; (3.14) Manufacture of organic basic chemicals; (4.5) Electricity generation from hydropower; (4.7) Electricity generation from renewable non-fossil gaseous and liquid fuels; (4.13) Manufacture of biogas and biofuels for use in transport and of bioliquids; (5.2) Renewal of water collection, treatment and supply systems; (5.5) Collection and transport of non-hazardous waste in source segregated fractions; (5.6) Anaerobic digestion of sewage sludge; (5.7) Anaerobic digestion of bio-waste; (5.10) Landfill gas capture and utilization; (6.2) Freight rail transport; (6.14) Infrastructure for rail transport
1	(1.4) Conservation forestry; (3.12) Manufacture of soda ash; (3.16) Manufacture of nitric acid; (4.2) Electricity generation using concentrated solar power (CSP) technology; (4.6) Electricity generation from geothermal energy; (4.8) Electricity generation from bioenergy; (4.10) Storage of electricity; (4.24) Production of heat/cool from bioenergy; (5.1) Construction, extension and operation of water collection, treatment and supply systems; (5.4) Renewal of waste water collection and treatment; (5.8) Composting of bio-waste; (5.9) Material recovery from non-hazardous waste; (6.4) Operation of personal mobility devices, cycle logistics; (6.10) Sea and coastal freight water transport, vessels for port operations and auxiliary activities; (6.16) Infrastructure enabling low carbon water transport

Annexe 3 :

Méthodologie de constitution du panel de l'étude

Le panel des fonds étudiés dans le cadre de cette étude a été constitué à la mi-mars 2022, soit un an après l'entrée en vigueur des obligations de niveau 1 du Règlement SFDR. Une première liste de 217 fonds a été obtenue en appliquant les filtres suivants dans l'outil Morningstar Direct :

- Pays de la société de gestion (« Firm country ») : France
- Pays de distribution : toute l'Europe
- Classification SFDR : Article 9
- Restriction sur le type de fonds : fonds d'actifs cotés, hors FCPE
- Date de création du fonds : antérieure au 10 mars 2022

Durant la phase d'analyse de la documentation des fonds (d'avril à fin octobre 2022), les éléments consultés ont conduit à l'exclusion de 22 fonds en raison de la mention de leur classification en tant qu'Article 8 au sens SFDR. Pour environ la moitié d'entre eux, le motif et la date du changement de classification étaient identifiables. En revanche, pour l'autre moitié, la documentation ne contenait pas de déclaratifs relatifs à une précédente classification Article 9. La date à laquelle Morningstar les avait répertoriés en tant que tels est donc inconnue.

Dans le cas des fonds commercialisés par des sociétés de gestion françaises mais gérés par des filiales basées au Luxembourg ou ailleurs en Europe, il convient également de préciser que c'est le pays dans lequel est basée la filiale qui prime lors d'une recherche sur Morningstar. En pratique, ceci veut dire que certaines gammes de fonds Article 9 d'une même société de gestion peuvent ne pas figurer en intégralité au sein du panel.

SFDR : les débuts poussifs du marché des fonds « Article 9 »

Etude réalisée par Nicolas Redon, Lorène Moretti, Estelle Cazard 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