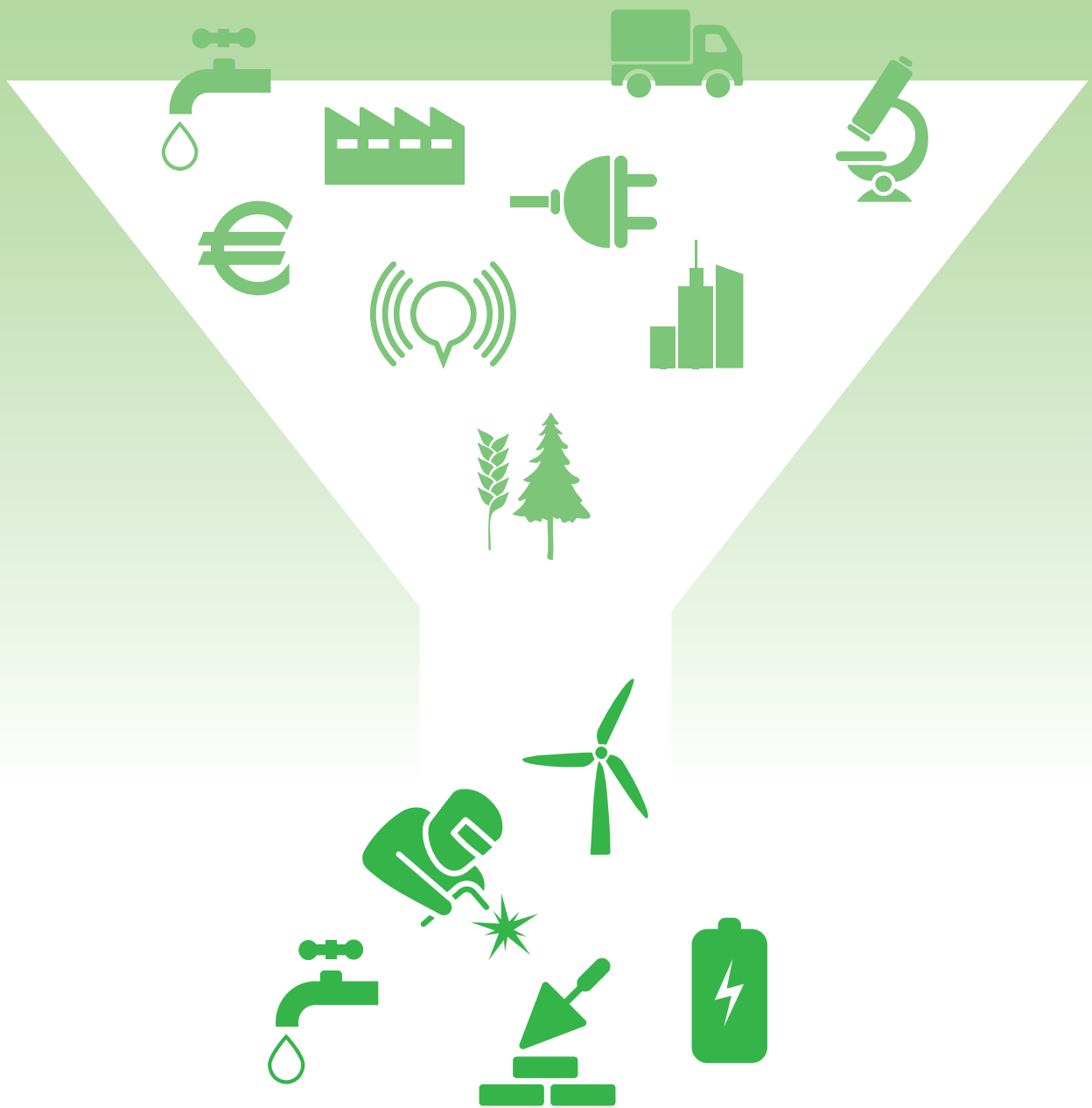


LES FONDS VERTS EUROPÉENS AU DÉFI DE LA TAXONOMIE



Sommaire

Introduction	3
Avis d'expert sur l'exigence environnementale de la Taxonomie	4
Chiffres clés	5
► Comprendre la Taxonomie	6
I. Dynamiques et caractéristiques du marché des fonds verts	12
► Méthodologie d'analyse de la « taxo-compatibilité »	17
II. La taxo-compatibilité des fonds actions	18
III. L'apport de la Taxonomie pour les obligations vertes	25
Conclusion	32
Tableau annexe - Liste des investisseurs participant au PRI Taxonomy Practitioners Group	33

Remerciements

L'équipe Recherche de Novethic souhaite à nouveau remercier toutes les personnes qui ont été interrogées dans le cadre de cette étude : **Helena Viñes Fiestas** (BNP Paribas Asset Management), **Ladislav Smia** (Mirova), **Marco Kisic** (Nordea Markets), **Sofia Wärmlöf Helmrich & Anne Kristin Kästner** (SEB Investment Management) et **Jean-Guillaume Peladan & Anne-Claire Abadie** (Sycomore Asset Management).

La Taxonomie, pierre angulaire de la finance durable européenne

L'ambition verte de l'Union européenne ne cesse de se renforcer. Après avoir adopté un Pacte Vert (*Green Deal*) fin 2019, l'Europe s'est engagée à atteindre la neutralité carbone en 2050 et le Parlement a voté début octobre une loi climat qui prévoit une réduction de 60% des émissions de gaz à effet de serre d'ici 2030. Mettre en oeuvre tous ces engagements suppose une transformation profonde du tissu économique des Etats Membres afin de faire grandir la part verte des entreprises.

Le plan d'action est tracé depuis 2018, année où la Commission européenne a décidé de déployer la finance durable à grande échelle. Le cadre réglementaire innovant qu'elle a dessiné repose sur une pierre angulaire : la Taxonomie. Ce référentiel exigeant, dont le rapport de recommandations compte près de 600 pages, précise à quelles conditions une activité peut être considérée comme durable et alignée sur les objectifs environnementaux de l'Union européenne.

Ce nouveau cadre transforme le paysage de la finance verte qui va devoir mesurer la « vertitude » de ses fonds à l'aune de la Taxonomie et être en capacité dans les mois qui viennent d'évaluer l'impact environnemental de sa gestion thématique. Cela ouvre la voie à de nouveaux standards qui permettront de garantir les qualités environnementales d'un financement donné, y compris le Plan de Relance et de Résilience. Ursula Von der Leyen, la présidente de la Commission, a choisi de financer les 750 Mds€ qui lui sont alloués par au moins 30% d'obligations vertes en précisant : « *Nous sommes les leaders mondiaux de la finance verte et le plus grand émetteur d'obligations vertes dans le monde. Nous faisons oeuvre de pionnier en élaborant une norme de l'UE solide* ».

Qu'en est-il des fonds d'investissement cotés ? Pour le savoir, Novethic, avec le soutien de l'ADEME, a analysé les fonds verts disponibles sur le marché européen au 31 décembre 2019. L'objectif était de mesurer leur degré de compatibilité avec la Taxonomie. Cette étude permet ainsi d'évaluer l'effort à faire pour verdir l'économie avec le bon pinceau et la bonne intensité.



L'ADEME SE MOBILISE SUR LE FINANCEMENT DE L'ECONOMIE BAS CARBONE

Patrick Jolivet, Directeur des études socio-économiques, ADEME

L'Accord de Paris sur le climat, comme les objectifs français et européens de neutralité carbone au milieu du siècle, nécessite d'augmenter et de réorienter massivement les financements vers des actifs durables et résilients. L'ADEME a montré qu'une relance verte était bénéfique en termes macroéconomiques, en ayant des effets positifs sur l'activité, l'emploi et les comptes publics. L'Agence de la transition écologique agit également aux niveaux des acteurs et des projets, en cherchant à renforcer la rentabilité des actifs et technologies durables et résilients, à améliorer la prise en compte des risques et opportunités liés à la transition énergétique et écologique pour les différents acteurs économiques, dont ceux du secteur financier, et à aligner les finances publiques sur ces objectifs de transition en renforçant leur effet de levier. L'ADEME a structuré l'essentiel de ses actions dans le programme européen Finance ClimAct, qui vise à prendre en compte le changement climatique dans le pilotage du secteur financier et sa supervision.

Cette étude réalisée en partenariat avec Novethic prolonge les deux précédentes sur les fonds verts européens. Elle les actualise dans le contexte du Green Deal présenté par la Commission européenne et la mise en oeuvre, programmée pour 2021, du dispositif européen sur la finance durable. La finance verte reste aujourd'hui un marché de niche, même s'il a connu une forte croissance sur la période récente. L'étude de Novethic sur le marché des fonds verts européens produit un état des lieux indispensable du marché actuel au regard de la Taxonomie européenne.

Avis d'expert



L'exigence environnementale de la Taxonomie

« Seulement si une réduction nette des émissions peut être démontrée », « seulement si la performance environnementale est prouvée » ou encore « seulement si l'activité est conduite selon des standards reconnus ».

Ces expressions sont familières de quiconque s'est déjà penché sur les premières taxonomies d'activités éligibles à des financements verts, principalement sous l'impulsion du développement du marché des obligations vertes à partir de 2008 et des labels de finance verte comme le label Greenfin. La Taxonomie européenne, par son niveau de détail et son recours aux données d'émissions en cycle de vie complet, permet un saut qualitatif énorme dans le traitement du « seulement si ». Des biocarburants à l'aluminium bas-carbone en passant par l'efficacité énergétique, elle place le curseur des performances environnementales à la hauteur des enjeux, tout en oeuvrant pour davantage de compréhension de ceux-ci. Présentée comme un dictionnaire par les experts qui l'ont conçue, elle devrait également servir à l'avenir de manuel pour un vaste écosystème d'acteurs.

Le lancement de la Taxonomie va changer la donne. À côté de quelques centaines de « pure players » verts sur les marchés cotés, les entreprises pouvant faire état d'une part significative de leur activité alignée avec la Taxonomie sont rares. Dans un premier temps, nombre de fonds d'actions, y compris ceux proposés par les sociétés de gestion les plus actives dans la finance verte, ne dépasseront pas 10 ou 20% d'exposition à des activités économiques conformes aux seuils de performance décrits dans la Taxonomie. Bien que modeste, ce pourcentage est dans l'ordre de grandeur de celui déjà pratiqué par le label Greenfin et devrait augmenter à mesure que la Taxonomie est étendue à certains secteurs d'activités non couverts dans le premier référentiel publié par le Groupe d'Experts Technique (TEG) sur la finance durable.

En parallèle, la Taxonomie devrait aussi faciliter la tâche des fournisseurs de données et des vérificateurs externes, jusqu'ici obligés de travailler avec une part de données estimées. Leur constat était le même depuis plusieurs années : bien que de très nombreux rapports financiers d'entreprises signalent les perspectives de croissance du chiffre d'affaires sur les secteurs en lien avec la transition énergétique, beaucoup plus rares sont ceux qui détaillent précisément le pourcentage des ventes ou des investissements concernés à ce stade. Les obligations de transparence qui accompagnent la Taxonomie ont donc été accueillies favorablement par cet écosystème d'acteurs, qui a déjà largement commencé à s'emparer de l'outil comme le démontre le nombre de parutions qu'ils consacrent à la Taxonomie depuis quelques mois.

Cette implémentation de la Taxonomie dans l'offre des fournisseurs de données et vérificateurs externes s'inscrit dans la continuité de référentiels existants, qu'elle pousse un cran plus loin. D'un côté les taxonomies déjà utilisées par certains labels de finance durable se verront suppléées par un outil plus précis et exigeant, de l'autre les fournisseurs de « second party opinions » (évaluations externes) rédigées au sujet de la qualité environnementale des projets financés via des obligations vertes pourront étayer leurs conclusions grâce aux critères techniques fournis. Nul doute que *data providers* et vérificateurs sauront capitaliser sur les données préexistantes et l'expertise déjà acquise.

Nicolas Redon

Expert Finance Verte à Novethic
et membre de groupes de travail dédiés
au futur Ecolabel européen pour produits financiers

CHIFFRES CLÉS

Les fonds verts européens sont-ils prêts pour la Taxonomie ?

Le nombre de fonds d'investissement avançant une stratégie environnementale ne cesse d'augmenter¹. **Le panel analysé par Novethic a été multiplié par 1,3 en 2 ans pour atteindre 227 fonds fin 2019.**

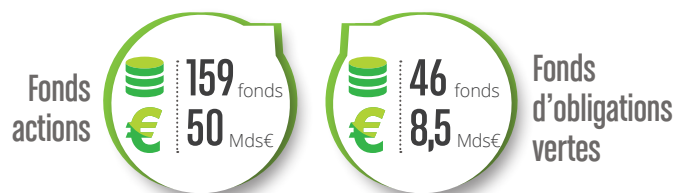
Pour déterminer leur compatibilité avec la Taxonomie², Novethic a analysé en détail les portefeuilles des fonds actions de son panel. **L'information publique fournie par les entreprises en portefeuille a été passée en revue, permettant de constater qu'elle reste très lacunaire.**

En l'état, **la part moyenne des portefeuilles provenant d'éco-activités listées par la Taxonomie, ne dépasse pas 30%. Moins d'une vingtaine de fonds ont une part « taxo-compatible » supérieure à 50%.**

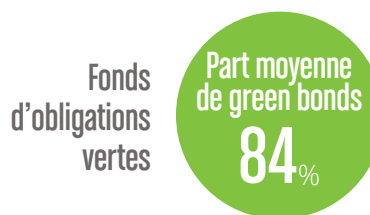
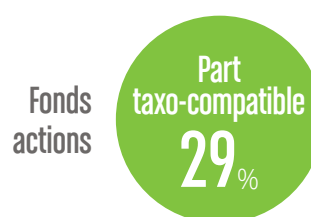
Les fonds axant leur stratégie sur la sélection d'obligations vertes représentent la majorité des fonds obligataires du panel. Les *green bonds* représentent en moyenne plus de 80% de leurs portefeuilles.

Un standard européen pour les obligations vertes (le EU Green Bond Standard) est en cours de développement. Il permettra d'évaluer la conformité des projets financés avec la Taxonomie et s'appuiera sur les meilleures pratiques existantes comme les recommandations des Green Bonds Principles (GBP).

En attendant son arrivée, qui **permettra de régler certaines controverses sur la qualité environnementale des *green bonds***, les fonds devraient continuer à plébisciter les standards existants (71% des portefeuilles se référant aux GBP en 2019).



* Fonds actions, obligataires, diversifiés, stratégies alternatives, fonds à formule etc.



Source : Novethic

¹ Voir la méthodologie d'identification des fonds verts dans l'[Annexe Méthodologique](#)

² Voir la méthodologie d'analyse de la taxo-compatibilité p.17

LES ENTREPRISES COTÉES LES PLUS VERTES



L'analyse approfondie des portefeuilles cotés révèle l'existence d'un groupe de 80 entreprises dont la part de chiffre d'affaires éligible à la Taxonomie dépasse les 80%. Cette part d'investissement dans des éco-activités, qui reste à préciser par la vérification du respect des seuils de la Taxonomie, est à mettre en regard du fait qu'un tiers du panel a une part négligeable d'éco-activité au sens de la Taxonomie.

Les secteurs qui comptent le plus grand nombre d'entreprises avec une forte taxo-compatibilité sont ceux des énergies renouvelables et des services et équipements énergétiques associés. Les énergéticiens et les entreprises de distribution et de traitement de l'eau arrivent ensuite mais il est prématuré de déterminer si les conditions d'activité sont conformes aux standards définis par la Taxonomie.

Comprendre la Taxonomie européenne

Un guide et un arbitre

Ce référentiel définit les caractéristiques de performance environnementale que doivent atteindre des activités économiques pour apporter une contribution significative à un des six objectifs environnementaux suivants :



Pour s'appliquer à un grand nombre de secteurs, elle distingue plusieurs manières de contribuer aux objectifs environnementaux. Certaines activités ont « par nature » une contribution positive à ces objectifs, d'autres ont une contribution à la transition sous certaines conditions et enfin une troisième catégorie rassemble celles qui permettent à d'autres activités d'atteindre des objectifs environnementaux.

Classification des contributions à l'objectif d'atténuation du changement climatique

« Own performance » ou Activité à performance propre	L'activité est déjà à faible intensité carbone	Ex : production d'électricité à partir d'énergie solaire ou éolienne
« Transitional activity » ou Activité de transition	Sous certaines conditions, qui se durciront au fil du temps, l'activité contribue à la transition vers une économie zéro émission nette d'ici 2050	Ex : manufacture d'acier
« Enabling activity » ou Activité habilitante	L'activité permet à d'autres activités de réduire leurs émissions carbone	Ex : fabrication de batterie ou de panneaux solaires

● Les utilisateurs

Destinée à devenir le langage commun pour définir une activité verte, la Taxonomie doit être utilisée par trois catégories d'acteurs :



Acteurs des marchés financiers

proposant des produits élaborés et/ou commercialisés dans l'Union européenne comme étant durables du point de vue environnemental. Cette obligation concerne aussi bien les fonds UCITS que les FIA et les fonds de pension.



Entreprises

déjà soumises à la directive européenne sur le reporting non-financier (NFRD). Il s'agit, dans l'ensemble, des entreprises de plus de 500 salariés domiciliées dans l'Union européenne.



Union européenne et États membres

lors de la création de standards ou labels concernant des produits financiers verts.



QUEL EST L'APPORT DE LA TAXONOMIE POUR L'IDENTIFICATION DES ACTIVITÉS VERTES ?

Helena Viñes Fiestas, Membre du Groupe d'Experts Technique européen (TEG) qui a construit la Taxonomie

Il y a plusieurs éléments qui contribuent à en faire un outil de transformation :

- D'abord la Taxonomie permet aux investisseurs de se pencher très précisément sur chaque activité économique des entreprises au-delà des critères habituels économiques et financiers. Cela ouvre un nouveau potentiel d'investissement.
- Ensuite, elle inclut des activités de transition, comme la production de ciment. Cela donne la possibilité à des activités qui sont fondamentales pour l'économie, et pour lesquelles il n'y a pas encore d'alternative, d'envisager leur métier en contributeur à la trajectoire pour la neutralité carbone, et ouvre la porte du « marché vert » à un certain nombre d'entreprises.

La Taxonomie clarifie ce qu'est la transition, c'est-à-dire une trajectoire précise pour chaque activité économique. Notre objectif est la neutralité à horizon 2050. Avec le TEG, nous sommes partis de cet objectif et de ce que pourrait alors être notre économie, afin de déterminer la trajectoire idéale pour y parvenir. Il est rapidement apparu, par exemple, que nous ne pouvions plus investir dans de nouvelles infrastructures pour les énergies fossiles qui ne sont pas capables de compenser leurs émissions. Le discours officiel a longtemps été que le gaz, notamment, était une énergie de transition indispensable. Aujourd'hui il est évident que nous ne pouvons plus définir une stratégie d'investissement basée sur cette perspective. La Taxonomie présente des opportunités pour une entreprise spécialisée dans le gaz, mais il s'agit essentiellement de gaz « propres » comme l'hydrogène vert ou avec capture du carbone (CCUS) par exemple : elle donne des pistes essentielles pour identifier les investissements durables.

Enfin, la Taxonomie propose aussi des critères pour s'assurer que les activités habituellement considérées vertes sans aucun type de limite, par exemple la valorisation énergétique des déchets ou les énergies renouvelables, ne comportent pas de dimension contre-productive dans l'atteinte des objectifs environnementaux que s'est donné l'Europe.

Les obligations de transparence liées à la Taxonomie

Elles seront précisées dans les Actes délégués qui doivent être publiés prochainement, mais le TEG (Groupe d'Experts Technique) a publié en mars 2020 un rapport contenant des recommandations et indications.

Pour les **entreprises**, il s'agira de reporter sur les parts de leur chiffre d'affaires et de leur CAPEX (dépenses d'investissement) alignées sur la Taxonomie, ainsi que de leur OPEX (dépenses d'exploitation) si cela est pertinent. La refonte de la directive sur le reporting non-financier, la NFRD, devrait également apporter des précisions sur ces obligations de transparence.

Les **acteurs des marchés financiers** seront soumis au principe du « comply or explain » :

- **S'ils n'utilisent pas la Taxonomie** dans les produits concernés par l'obligation, ils devront le mentionner explicitement et en expliquer la raison.
- S'ils utilisent la Taxonomie comme référentiel, ils devront indiquer :
 - **les objectifs environnementaux** auxquels leurs produits contribuent,
 - **la proportion des investissements alignés sur la Taxonomie**, exprimée en pourcentage de l'investissement, du fonds ou du portefeuille,
 - La répartition entre les activités dites « **de transition** » et « **habilitantes** ».










Comprendre la Taxonomie européenne

Les défis méthodologiques de vérification de la conformité d'un fonds verts à la Taxonomie

Une activité qui respecte tous les critères de la Taxonomie est désignée dans cette étude comme **conforme à la Taxonomie**, ce qui suppose une vérification en quatre étapes.

● ÉTAPE 1 – Identification des activités éligibles

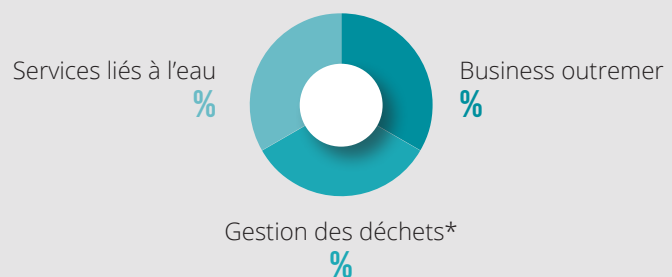
Il s'agit d'abord d'identifier les parts de chiffre d'affaires (ou de CAPEX, d'OPEX) de l'entreprise, par exemple, provenant d'activités **considérées comme durables par la Taxonomie (ci-après nommées « éco-activités »)**. Cette étude considère pour cela les recommandations de l'Annexe technique du rapport du TEG de mars 2020. Les activités couvertes sont pour l'instant limitées car seuls les deux premiers objectifs environnementaux ont été traités. Par ailleurs, les activités ayant le plus fort potentiel de contribution ont été priorisées en suivant la classification sectorielle NACE. On compte pour l'instant 70 éco-activités pour chaque objectif.

Macro-secteur	Atténuation	Adaptation
 Agriculture et foresterie	8 activités	8 activités
 Industrie manufacturière	9 activités	9 activités
 Electricité, gaz, vapeur et air conditionné	25 activités	25 activités
 Eau, égouts, déchets et assainissement	12 activités	12 activités
 Transport et stockage	10 activités	10 activités
 Technologies de l'information et de la communication	2 activités	x
 Bâtiment	4 activités	2 activités
 Finance et assurance	x	1 activité
 Activités professionnelles, scientifiques et techniques	x	1 activité

Cette première étape est facilement applicable aux obligations vertes, censées préciser l'allocation des financements à différents projets (les « use of proceeds »). En revanche, les entreprises cotées publient rarement un reporting de leurs revenus par activité ou produit et le font plutôt par business units, voire par zone géographique.

EXEMPLE

Répartition du chiffre d'affaires dans le rapport annuel d'une entreprise pour laquelle l'analyse d'éligibilité n'est pas possible en l'état :



*dont une part indéterminée de valorisation énergétique des déchets

● ÉTAPE 2 – Application des critères techniques pour vérifier l’alignement de l’activité

Pour chaque activité éligible, il faut vérifier les « critères techniques » permettant d’assurer que l’activité apporte une **contribution significative** à un objectif environnemental. Cela se fait en deux temps :

1. la **vérification du « Principe »** expliquant les raisons de la contribution à un objectif environnemental.

EXEMPLE - Manufacture de fer et d’acier : « La fabrication de fer et d’acier par les usines les plus performantes est considérée comme une contribution significative à l’atténuation du changement climatique. [...] »

2. la **vérification des « Métriques et seuils »**.

EXEMPLE - Manufacture de fer et d’acier : La fabrication du fer et de l’acier est éligible si les émissions de GES associées aux processus de production sont inférieures aux valeurs des référentiels correspondants du Système communautaire d’échange de quotas d’émission. En février 2020, les valeurs de référence sont :

- Métal chaud = 1,328 tCO₂e/t de produit ;
- Minerai fritté = 0,171 tCO₂e/t de produit ;
- Fonte de fer = 0,325 tCO₂e/t de produit ; ...

Une fois ces deux critères vérifiés, l’activité éligible est considérée comme « alignée ».

● ÉTAPE 3 – Vérification de l’absence de préjudices aux autres objectifs environnementaux (Do No Significant Harm, DNSH)

L’un des principes fondamentaux de la Taxonomie est de vérifier que l’activité à bénéfice environnemental apparent ne cause pas de dommages collatéraux à un ou plusieurs des cinq autres objectifs environnementaux. Cette notion complexe peut, selon le rapport du TEG de juin 2019, être démontrée dans environ 70% des critères par le respect de la législation environnementale de l’Union européenne.

Les critères dits de « DNSH » sont eux aussi listés pour chaque éco-activité dans l’Annexe technique du rapport du TEG.

● ÉTAPE 4 – Respect des garanties sociales minimum

Plus généralement, l’entreprise doit démontrer qu’elle respecte les normes internationales de protection sociale telles que :

- les Principes directeurs pour les entreprises multinationales de l’OCDE ;
- les Principes directeurs relatifs aux entreprises et aux droits de l’Homme des Nations Unies ;
- et les Normes de l’Organisation Internationale du Travail.

Comprendre la Taxonomie européenne

Focus sur les études testant l'applicabilité de la Taxonomie

En amont de l'entrée en vigueur de la Taxonomie, qui servira de référentiel au Standard européen de green bonds et au futur Ecolabel pour les produits financiers, plusieurs institutions déjà engagées sur la finance durable ont réalisé des analyses d'impact. Certaines ont été publiées et d'autres sont majoritairement destinées à un usage interne. Novethic propose une revue des principaux travaux.

● MSCI : environ 20% de l'indice green bonds de MSCI conformes aux critères de la Taxonomie [2019]

MSCI a tenté d'évaluer la part d'obligations vertes compatibles avec les critères du futur Green Bonds Standard (GBS) européen, basé en grande partie sur la Taxonomie, en analysant ceux qui sont sélectionnés dans le Bloomberg Barclays MSCI Green Bond Index.

85% des obligations vertes qui y figurent respectent le cadre des Green Bond Principles mais, selon MSCI, étant donné le faible niveau de transparence des émetteurs et la sélectivité des critères techniques de la Taxonomie, environ 20% de l'indice (en valeur) seraient compatibles avec le futur standard.

Sources : [Environmental Finance](#) et [MSCI](#)

● DG FISMA : 3 fonds sur 101 éligibles à l'Ecolabel [2020]

Au printemps 2020, [une étude](#) a testé sur un panel de 101 fonds verts leur éventuelle éligibilité au futur Ecolabel, c'est-à-dire à un seuil d'investissement dans des activités conformes à la Taxonomie. Intitulée "Testing Draft EU Ecolabel Criteria on UCITS Equity Funds", réalisée par Climate & Company et la Frankfurt School of Finance & Management, elle répondait à un appel d'offres de la DG Marchés Financiers de la Commission européenne. Il s'agissait de vérifier le critère I de l'Ecolabel, c'est à dire qu'au moins 60% des encours du portefeuille étaient investis dans des entreprises dont les revenus sont alignés sur la Taxonomie :

- ≥ 20% des encours du portefeuille investi dans des entreprises dont ≥ 50% des revenus sont alignés.
- 0-40% des encours du portefeuille investi dans des entreprises dont 20-49% des revenus sont alignés.

L'étude conclut qu'en raison du manque de données provenant des entreprises, et de la couverture limitée de la Taxonomie, l'évaluation des fonds par rapport au premier critère du projet d'Ecolabel écologique est limitée. 28 fonds ne peuvent être pleinement évalués sur la base des données disponibles et 70 fonds de l'échantillon sont exclus parce qu'ils ne respectent pas les seuils. Seuls trois fonds rempliraient les conditions requises pour le critère I de l'Ecolabel.

● Morgan Stanley : 100 entreprises européennes sur 1300 ont des activités conformes à la Taxonomie [2020]

La banque américaine Morgan Stanley a analysé 1 300 entreprises cotées européennes afin d'évaluer la part de leurs activités conformes à la Taxonomie sur toutes les dimensions, allant de l'identification des revenus éligibles jusqu'à la vérification des garanties sociales.

Elle a ainsi identifié 94 entreprises dont une part des revenus est conforme à la Taxonomie sur l'atténuation du changement climatique, qui vont de l'équipementier automobile allemand Hella, avec 1% de revenus conformes, à l'entreprise d'isolation des bâtiments Kingspan, cotée au Royaume-Uni, avec 100% de revenus conformes. Pour l'objectif d'adaptation, Morgan Stanley a identifié 6 compagnies d'assurance dont une partie des revenus est conforme, provenant de produits d'assurance dédiés aux catastrophes naturelles. Cinquante des entreprises fléchées par Morgan Stanley figurent aussi dans l'étude des fonds actions réalisée par Novethic.

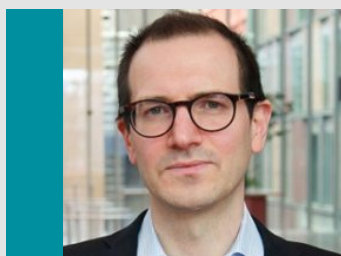
Source : [Environmental Finance](#)

● EIOPA : une faible part des investissements des assureurs est taxo-compatible [2020]

L'Autorité Européenne des Assurances et Fonds de Pension (EIOPA) a publié [un rapport](#) estimant, à l'aide des codes NACE, la part des portefeuilles détenus par les assureurs pouvant être éligibles à la Taxonomie. Les résultats suggèrent que seuls 5% de leurs investissements sont réalisés dans des activités économiques qui pourraient être éligibles à la Taxonomie, car ils sont souvent concentrés dans le secteur des activités financières.

● PRI : un panel d'investisseurs s'empare de la Taxonomie [2020]

Le rapport [Testing the Taxonomy](#) publié par les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) présente les conclusions d'un groupe pilote d'investisseurs qui ont essayé de mettre en oeuvre la Taxonomie sur différents périmètres. Ils sont une cinquantaine, dont cinq investisseurs institutionnels et des sociétés de gestion parmi les plus importantes comme BlackRock et Amundi (voir [Tableau annexe](#)). Le rapport est accompagné d'une [série d'études de cas](#). Si les investisseurs progressent dans la mise en oeuvre de la Taxonomie, les décideurs politiques et les régulateurs sont invités à définir plus clairement leurs attentes sur la mise en pratique de la Taxonomie. Le rapport permet également de répertorier les solutions possibles utilisées par les investisseurs face aux défis rencontrés.



QUEL EST LE DEGRÉ DE TAXO-COMPATIBILITÉ DES ENTREPRISES NORDIQUES?

Marco Kusic, Responsable de la Recherche ESG, Nordea Markets

Nordea a analysé 257 sociétés nordiques cotées en bourse pour déterminer la part de leurs revenus alignée sur la Taxonomie. L'analyse s'est concentrée sur l'objectif d'atténuation du changement climatique, en appliquant les critères techniques avec un accent sur les seuils d'émissions de CO₂.

Quel a été votre plus grand défi pendant cette étude ?

Le plus grand défi a certainement été de réaliser les estimations nécessaires. Nous avons adopté une approche « bottom-up », plutôt que quantitative, plus alignée avec l'esprit de la Taxonomie pour comprendre réellement un produit et son bilan carbone de manière granulaire. Il est difficile de mener ce genre d'évaluation de l'extérieur et je pense que les gestionnaires d'actifs, les fournisseurs de données etc. rencontreront le même genre de difficultés pour leurs estimations. Il est également difficile pour les entreprises elles-mêmes de produire ces informations. Bien sûr, cela varie en fonction du secteur, certaines entreprises appliquent déjà des réglementations environnementales qui impliquent des systèmes et process permettant de collecter ces données. Par exemple, il est assez facile pour un constructeur automobile d'identifier la part des recettes provenant de la vente de véhicules électriques. Dans d'autres secteurs, il s'agit en revanche de réaliser le bilan carbone d'un processus complexe. Nous espérons qu'après la première série de rapports, les problèmes structurels apparaîtront et que dans deux ou trois ans, nous aurons mis en place les processus nécessaires pour donner plus de visibilité aux revenus verts sur le marché.

Au cours de vos recherches, vous avez pu communiquer directement avec les entreprises : dans quelle mesure étaient-elles au courant de leurs nouvelles obligations ?

Nous avons mené nos recherches après l'été 2019. À l'époque, la Taxonomie était nouvelle pour beaucoup d'entreprises. Seul un très petit groupe d'entreprises y était vraiment sensibilisé, peut-être parce qu'elles avaient pris part au processus de conception de la Taxonomie. Cette année, à travers mon dialogue avec les entreprises, j'ai pu constater que si nous refaisions le même exercice, les résultats seraient très différents.

I. Dynamiques et caractéristiques du marché des fonds verts cotés

Les fonds cotés investissent dans des activités sélectionnées pour le bénéfice environnemental qu'elles apportent sur des critères définis par leurs gérants. La Taxonomie va permettre d'objectiver la nature des activités considérées comme durables et apporter de la transparence et de la comparabilité de « part verte » sur ce marché de fonds à stratégies variées.

Novethic a analysé les dynamiques et les caractéristiques actuelles du marché des fonds verts européens d'actifs cotés avant d'évaluer leur compatibilité avec la Taxonomie (à partir de la p.17) pour identifier les défis que vont devoir relever les gérants. Novethic a sélectionné une première série de fonds sur la base de leur libellé, à l'aide d'une liste de mots-clés fréquemment utilisés par les fonds verts labellisés. Une analyse de leur documentation et la vérification de l'existence d'une stratégie d'investissement intégrant un focus environnemental a permis de valider leur sélection dans le panel de l'étude (voir plus de détails dans [l'Annexe Méthodologique](#)).

Une offre en croissance, modèle de résilience dans le marché coté

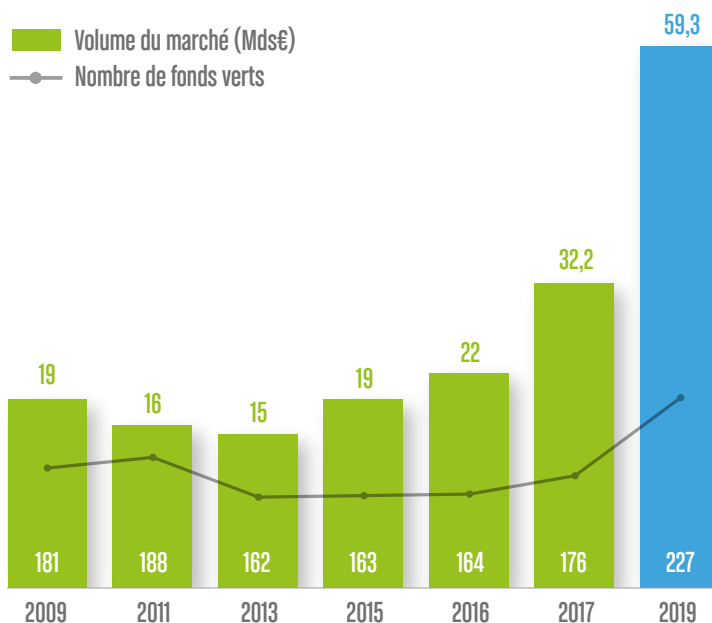
Le nombre de fonds a été multiplié par 1,3 et les encours ont presque doublé en 2 ans.

Parmi les 227 fonds verts du panel, 112 étaient déjà présents en 2017, **64 ont été lancés en 2018 et 2019** et 51 fonds, lancés avant 2018, sont entrés dans le périmètre de la base de fonds verts cotés européens.

Cette dynamique s'explique par la combinaison de plusieurs facteurs. D'une part, la croissance du nombre des fonds verts et en particulier ceux constitués de green bonds qui comptent pour un tiers des créations de fonds depuis 2017. Ce marché a connu un essor très favorable depuis 2017, passant d'un peu plus de 150 Mds\$ émis à plus de 250 Mds\$ en 2019 selon l'organisation Climate Bonds Initiative, avec une forte croissance en 2019 tirée par l'Europe. D'autre part, les fonds verts bénéficient d'une véritable attractivité auprès des investisseurs et enregistrent de fortes collectes, en particulier sur l'année 2019 qui a été faste pour tous les marchés financiers. La collecte du panel de fonds cotés s'élève à plus de 17 Mds€ en deux ans.

Cette croissance est à mettre en perspective de la part de marché des fonds verts qui est d'environ 0,5% selon l'estimation des encours des fonds gérés par des sociétés européennes, 12 500 Mds€ en 2018, par l'EFAMA (European Fund and Asset Management Association).

En termes de performance, les fonds verts tirent également leur épingle du jeu. En moyenne, les 227 fonds verts du panel affichent une performance de +28,6% sur l'année 2019. Cette performance est notamment soutenue par celle des fonds actions (+32,4%). À titre de comparaison, la performance 2019 du Stoxx 600 (600 principales capitalisations boursières européennes) était de +23,2%, et celle du MSCI World, à l'échelle mondiale, de +27,7%.



I. Dynamiques et caractéristiques du marché des fonds verts cotés



QUELLES SONT LES ÉVOLUTIONS MARQUANTES DU MARCHÉ DES FONDS VERTS ?

Ladislav Smia, Responsable de la Durabilité (Head of Sustainability),
Mirova

Il y a eu une très forte croissance de la collecte sur nos fonds verts en actions, portée à la fois par de nouveaux mandats institutionnels mais aussi par la collecte dans les réseaux de distribution notamment. Pour nos fonds obligataires qui sont tous très fortement investis sur les obligations vertes, la tendance est aussi positive.

Cette dynamique s'est accentuée ces derniers mois avec la crise du Covid-19 pendant lesquels nos fonds actions ont enregistré des surperformances très importantes par rapport à leurs indices de référence, bien au-delà des écarts historiques. Cela s'explique en partie par l'absence en portefeuille de sociétés impactées négativement par la crise comme les pétrolières ou les entreprises du secteur de l'aéronautique, mais surtout par la surperformance des valeurs vertes que nous avons sélectionnées. Si on commence à entendre parler de « bulle verte », on peut aussi y voir un ajustement du marché qui cherche à mieux prendre en compte le potentiel de croissance futur de ces actifs. Dans ce contexte, maintenir une recherche fondamentale permettant de suivre de près ces actifs nous semble essentielle pour nous concentrer sur les entreprises les plus robustes.

Une offre variée en termes de classes d'actifs et de stratégies

La grande majorité du panel est constituée de **fonds actions thématiques**, particulièrement axés sur l'eau - avec des fonds dépassant fréquemment le milliard d'euros d'encours -, **les énergies renouvelables et l'efficacité énergétique**. Viennent ensuite le traitement des déchets, les bâtiments verts, l'éco-conception et le contrôle des pollutions. Dans plus de 80% des cas, les fonds investissent dans plusieurs thématiques pour couvrir un champ large de secteurs porteurs de solutions aux défis environnementaux.

Classe d'actifs*	Nombre de fonds	Encours (Mds€)
Actions	159	48,7
Obligations	51	9,4
Autres**	17	0,8
TOTAL GÉNÉRAL	227	59,3

*Global Broad Category, Morningstar

** fonds diversifiés, stratégies alternatives, fonds à formule...

Une trentaine de fonds bas-carbone sont présents dans le panel et sélectionnent les entreprises sur la base de critères spécifiques comme leurs émissions carbone, leurs efforts pour les réduire, ou le potentiel de transition qu'elles offrent. C'est une approche qui se développe en Europe, appuyée par le lancement des indices de référence européens dit « bas carbone » et « alignés sur l'Accord de Paris », et son application à des stratégies indicelles. Les secteurs des énergies fossiles, en particulier le pétrole et le charbon, sont très souvent exclus de ces fonds.

Enfin, on compte **46 fonds d'obligations vertes** (ou Green Bonds) parmi les 51 fonds obligataires recensés, les autres étant des fonds à stratégie bas-carbone, sélection ESG thématique, voire mixte.

I. Dynamiques et caractéristiques du marché des fonds verts cotés

● Près d'un tiers des fonds possède un label

Dans le paysage des labels financiers européens, les niveaux d'exigence sur la qualité environnementale des produits sont variés. Si presque tous imposent des exclusions sectorielles portant sur les énergies fossiles et/ou nucléaire avec des seuils différents, seuls les trois labels verts **Greenfin**, **LuxFlag Environment** et **LuxFlag Climate Finance** exigent une part minimum du portefeuille alignée avec une taxonomie d'activités vertes. Le label **Nordic Swan**, qui fonctionne avec un barème à points, récompense les portefeuilles atteignant certains seuils de part verte selon une taxonomie simplifiée.

Le tableau ci-dessous montre que paradoxalement, les labels les plus utilisés par les fonds verts européens sont les labels ISR et Towards Sustainability qui n'ont pas d'orientations environnementales spécifiques.

(Plus d'informations sur les labels et leurs critères dans le [Panorama des Labels Européens de Novethic](#))

	Label	Fonds	Encours (Mds €)	Garanties environnementales
ESG	 Label ISR (France)	31	21,0	Non
	 FNG-Siegel (Allemagne, Autriche & Suisse)	14	10,7	Exclusions
	 LuxFLAG ESG (Luxembourg)	3	1,8	Non
	 Towards Sustainability (Belgique)	39	22,8	Exclusions partielles
	 Umweltzeichen (Autriche)	7	0,7	Exclusions
Labels « verts »	 Nordic Swan Ecolabel (Pays Nordiques)	7	3,5	Taxonomie (optionnelle) et exclusions
	 LuxFLAG Environment (Luxembourg)	6	7,5	Taxonomie
	 LuxFLAG Climate Finance (Luxembourg)	1	0,02	Taxonomie et exclusions partielles
	 Greenfin (France)	17	6,1	Taxonomie et exclusions
Total fonds ayant au moins un label		88	40,9	

Source : Novethic

Seule une trentaine de fonds labellisés ont choisi les référentiels aux exigences environnementales les plus fortes, les labels « verts ». En ce qui concerne les fonds ayant opté pour des labels axés sur l'intégration de critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance dans la gestion d'actifs, les labels « ESG », une quinzaine d'entre eux ont choisi de l'associer à un label vert. C'est le cas pour un tiers des fonds labellisés ISR (dont 5 labellisés Greenfin) ou Towards Sustainability. En plus de la visibilité offerte sur les marchés nationaux, l'association d'un label vert et d'un label ESG permet de garantir à la fois la qualité environnementale du fonds, mais aussi la qualité de son processus de gestion et sa transparence.

I. Dynamiques et caractéristiques du marché des fonds verts cotés

● Exclusions : une pratique courante

Plus de la moitié des fonds étudiés, représentant plus des trois quarts des encours, ont une politique d'exclusion normative et/ou sectorielle. Dans le premier cas, il s'agit de s'assurer que les entreprises qui violent des normes internationales soient inéligibles à l'investissement. Dans le second, les fonds excluent les entreprises opérant à plusieurs niveaux dans certains secteurs comme l'énergie, avec le charbon, les énergies fossiles plus généralement ou le nucléaire, mais aussi le tabac ou l'alcool.

Les exclusions normatives les plus courantes concernent les entreprises violant les dix Principes du Pacte Mondial des Nations unies, les conventions de l'OIT ou celles engagées dans la production d'armements controversés (conventions d'Oslo et d'Ottawa).

En ce qui concerne **les exclusions sectorielles**, les plus fréquentes sont liées à des enjeux environnementaux.

Les exclusions environnementales












On compte **31 exclusions sectorielles environnementales** différentes, dont les plus fréquentes concernent le secteur de l'énergie.

Les **critères et seuils d'exclusions diffèrent fortement selon les fonds**, or leurs niveaux sont déterminants pour évaluer l'ambition de la politique mise en oeuvre.

C'est particulièrement le cas pour les exclusions dans le secteur de l'énergie : dans plus de 80% des cas, les seuils sont indiqués dans la documentation des fonds, mais ils restent très variables et liés aux référentiels des labels. Cette **confusion dans les politiques d'investissement** compromet leur compréhension par l'épargnant final :

- **Charbon : de 5% à 30%** de chiffre d'affaires mais un consensus s'établit autour de 10%.
- **Combustibles fossiles – Extraction** : de 0 à 5% de chiffre d'affaires pour les fonds les plus stricts, jusqu'à 60% sous conditions de trajectoire de transition pour les moins stricts.
- **Combustibles fossiles – Production d'énergie** : de 5% à 30% de chiffre d'affaires.

Top 10 des exclusions environnementales

Nature des exclusions	Fonds
 Charbon	104
 Combustibles fossiles dont non-conventionnels uniquement	103 21
 Nucléaire	74
 OGM	32
 Huile de palme	21
 Agriculture intensive	14
 Pâte à papier	12
 Exploitation minière	10
 Incinération sans récupération d'énergie	9
 Centres de stockage et d'enfouissement sans capture de GES	9
 Exploitation forestière	9

Enfin, dans le cas d'exclusions liées à des activités non énergétiques, les critères et seuils ne sont indiqués que dans 30% des cas. C'est le cas par exemple pour l'huile de palme, pour laquelle le périmètre d'exclusion est pourtant primordial. Dans la plupart des cas, seuls les producteurs d'huile de palme sont soumis à des restrictions, conditionnées par l'existence de politiques concernant le travail des enfants ou des critères environnementaux sur les conditions de production, sans restrictions sur la chaîne de distribution.

I. Dynamiques et caractéristiques du marché des fonds verts cotés

● Des indicateurs d'impact variés et peu lisibles

Près d'un tiers du panel (75 fonds) communique sur au moins un indicateur de performance durable. Toutefois, seule une soixantaine de fonds (**dont 40 fonds d'actions et 18 fonds d'obligations vertes**) reporte sur un **indicateur d'impact environnemental physique**, calculé sur la base des données disponibles des sous-jacents. Les autres se concentrent sur des indicateurs sociaux et de gouvernance ou se contentent d'indicateurs qualitatifs. Or, ces indicateurs sont très utiles et attendus par les épargnants pour évaluer l'impact environnemental de leurs investissements.

Liste des indicateurs environnementaux les plus utilisés (par plus de 5 fonds) :

Indicateur environnemental	Nombre de fonds	Méthodologies/Unités	Indicateur d'impact physique
Intensité carbone	35	tCO ₂ /M€ CA, tCO ₂ /M€ PIB	Oui
Empreinte carbone	35	tCO ₂ e/M€ investi	Oui
Emissions carbone évitées	21	tCO ₂ e/M€ investi	Oui
ITR (température de réchauffement implicite) du fonds	8	Carbone 4, ou Mirova dérivée de Carbone 4	Oui
Répartition par thématique/secteur vert(e)	8	% des encours	Non
Contribution sectorielle aux émissions carbone	7	% des émissions carbone	Non
Production d'EnR/énergie propre	7	MWh/M€	Oui

L'analyse de la documentation du panel de fonds met en lumière un phénomène récurrent : l'abondance **d'indicateurs environnementaux**. On compte une soixantaine d'indicateurs différents, qui varient selon le facteur mesuré, la méthodologie ou encore l'unité de mesure utilisée. Cette confusion compromet la comparabilité des performances environnementales des fonds.

Les indicateurs les plus récurrents sont liés aux émissions de gaz à effet de serre, notamment **l'empreinte carbone** (tCO₂e rapporté au montant investi par le fonds) et **l'intensité carbone** (tCO₂e rapporté au chiffre d'affaire des entreprises du portefeuille).

Là encore, les méthodologies de calcul diffèrent, principalement par le périmètre d'analyse. La grande majorité des fonds utilisent les Scopes 1 et 2 (émissions directes et émissions liées aux consommations énergétiques) qui font partie du bilan carbone obligatoire des entreprises. Le Scope 3 (émissions indirectes) est encore rarement utilisé faute de données sur les émissions liées au cycle de vie des produits et services, bien que ces émissions représentent aujourd'hui pour la plupart des secteurs économiques la part la plus importante de leurs émissions³.

En termes de type de fonds, les **fonds d'obligations vertes** sont ceux reportant le plus fréquemment sur des indicateurs environnementaux : alors qu'ils représentent 20% des fonds verts, les fonds de green bonds représentent près de 30% des fonds reportant sur l'intensité et l'empreinte carbone, et près de 40% des fonds reportant sur les émissions évitées. Cela s'explique notamment par la publication annuelle de rapports d'impact par les émetteurs de green bonds.

Le **règlement européen « Disclosure »**, ou **Sustainable Finance Disclosure Regulation** (SFDR), qui prévoit d'obliger les fonds durables à intégrer dans leur reporting des indicateurs de performance environnementale et sociale, a été publié en novembre 2019 par la Commission. Les superviseurs européens (ABE, AEAPP et AEMF) doivent préciser certains aspects techniques de la réglementation, en particulier concernant les indicateurs de durabilité et leurs méthodes de calcul. La publication d'une **cinquantaine d'indicateurs obligatoires et recommandés** d'ici la fin de l'année devrait déjà permettre de clarifier l'information de reporting, attendue dès le printemps 2021.

³ Par exemple, dans le cas des constructeurs automobiles, le Scope 3 correspond aux émissions provenant de l'utilisation des véhicules.

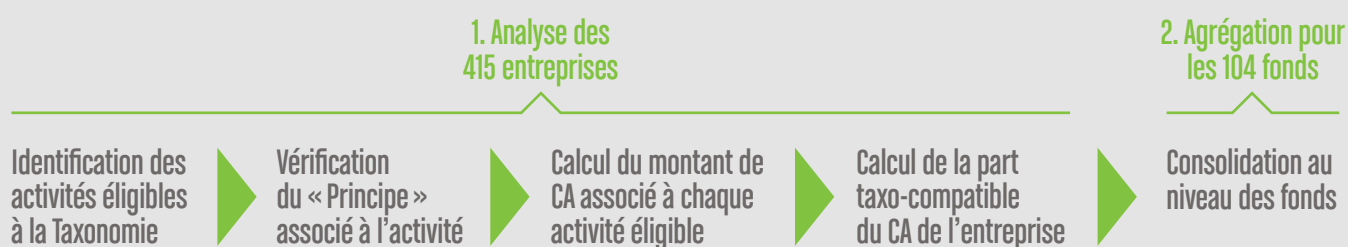
Méthodologie d'analyse de la « taxo-compatibilité »

Novethic a analysé les portefeuilles de son panel de fonds verts d'actions et d'obligations vertes à l'aide de toutes les informations publiques disponibles. Compte tenu de la diversité des actifs étudiés et de leur degré de transparence, Novethic a mis au point des méthodologies d'analyse de « taxo-compatibilité » adaptées⁴.

Fonds actions - Processus d'analyse des entreprises en portefeuille « bottom-up »

Novethic a analysé en profondeur les portefeuilles de 104 fonds actions ce qui lui a permis d'identifier un panel de 415 entreprises apparaissant au moins 5 fois dans ces fonds et représentant en moyenne 68% des encours de ces derniers. Pour chacune, Novethic a étudié toute la documentation publique récente afin d'évaluer l'exposition de leur chiffre d'affaires (CA) aux éco-activités listées par la Taxonomie.

En l'état des données fournies par les entreprises étudiées, le niveau de détail est insuffisant pour vérifier les « Seuils et Métriques » définis par le TEG. Novethic a donc privilégié une approche « inclusive », permettant d'évaluer la part de chiffre d'affaires des entreprises potentiellement aligné avec la Taxonomie et d'estimer le degré de taxo-compatibilité des fonds environnementaux.



Quand des activités relevant de la Taxonomie ont été identifiées mais qu'il était impossible d'évaluer la part qu'elles représentaient dans le revenu de l'entreprise, l'entreprise a été considérée par défaut comme non compatible avec la Taxonomie.

Fonds obligataires - Focus sur les obligations vertes controversées

Novethic a analysé les portefeuilles de 38 fonds d'obligations vertes, totalisant 560 obligations individuelles, en s'appuyant sur la base de green bonds d'Environmental Finance (Bond Data).

Cela a permis d'identifier les obligations vertes dont les qualités environnementales ne font pas consensus soit par la nature de l'émetteur, soit par la destination des financements de ces obligations.

Novethic s'est ensuite concentré sur ces cas pour évaluer les apports du futur Green Bond Standard européen, basé sur les éco-activités de la Taxonomie, et sa capacité ou non à clarifier les objectifs environnementaux d'une émission ou d'un émetteur afin de mettre fin à ces controverses.

Plus qu'une analyse exhaustive des portefeuilles, cela permet de mesurer l'apport de la Taxonomie dans un univers où le fléchage vert est d'ores et déjà important.

⁴ Voir plus d'informations sur la démarche adoptée dans l'Annexe Méthodologique.

II. La « taxo-compatibilité » des fonds actions

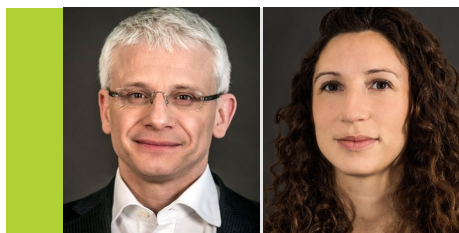
La Taxonomie européenne propose une nouvelle manière d'évaluer la contribution environnementale d'une activité économique. La plupart des gérants des fonds environnementaux sélectionnent pour l'instant les entreprises non seulement pour leurs produits « verts » mais aussi pour leurs processus de management environnemental et/ou leur politique RSE. **La Taxonomie, en revanche, se focalise pour l'instant sur l'impact environnemental d'une activité donnée et sa capacité à contribuer aux objectifs climatiques de l'Union européenne. Ceci explique que même si l'étude ne prend en compte que le premier niveau d'analyse de conformité à la Taxonomie (la part éligible du chiffre d'affaires) et que partiellement les critères techniques, la part taxo-compatible des fonds du panel est inférieure à 30%.**

Par exemple, une entreprise qui s'approvisionne en utilisant des transports durables ou utilise des énergies renouvelables pour ses activités qui ne font pas partie des éco-activités listées par la taxonomie aura, dans cette étude, une part taxo-compatible nulle. C'est aussi vrai pour les **entreprises du panel (30%)** qui ont pris un **engagement auprès des Science Based Targets** d'adopter une politique de réduction de leurs émissions de gaz à effet de serre alignée sur une trajectoire de température en lien avec l'Accord de Paris.

À ce jour, une seule société de gestion incluse dans le panel a pris l'engagement de publier un reporting aligné sur la Taxonomie dès fin 2020 (*BNPP AM, voir p. 24*). Pour évaluer la compatibilité du panel de fonds actions verts avec la Taxonomie, Novethic a donc passé au crible 415 entreprises sélectionnées dans une centaine de fonds⁵. Ce travail exigeant, basé sur la documentation publique, illustre le manque de données fournies par les entreprises sur l'impact environnemental de leurs activités et montre les limites de la démarche de sélection d'entreprises sur des critères environnementaux telle qu'elle est pratiquée aujourd'hui.



Source : Novethic



QUELLE EST VOTRE APPROCHE CONCERNANT LA TAXONOMIE EUROPÉENNE ?

Jean-Guillaume Péladan et Anne-Claire Abadie | Sycomore AM - Société de gestion promotrice de la NEC (Net Environmental Contribution), méthodologie de mesure de l'alignement avec la transition écologique

Nous avons effectué une analyse comparative entre la NEC et la Taxonomie, et notamment entre les indicateurs sous-jacents de la NEC et les seuils de performance de la Taxonomie. Nous observons d'abord que les deux outils partagent la même philosophie de transparence, l'approche scientifique en cycle de vie et la prise en compte d'enjeux multiples. Néanmoins les dimensions biodiversité, eau ou pollution couverts par la NEC n'ayant pas encore été développées dans la Taxonomie, il est trop tôt pour en dire plus.

Du côté des différences majeures, il y en a trois : la couverture, la géographie et la nature de l'outil. En effet, la couverture sectorielle de la Taxonomie est estimée à ce stade à 20% d'indices comme le CAC 40 ou l'Euro Stoxx 50, alors que la NEC couvre toutes les activités depuis 2017. Deuxièmement, la Taxonomie a adopté un référentiel européen alors que la NEC se base généralement sur un référentiel mondial. Enfin, la Taxonomie a une approche binaire là où la NEC apporte un nuancier allant du marron foncé pour les activités fortement destructrices de capital naturel, au vert foncé pour les activités clairement contributrices à la transition écologique et climatique.

Cette comparaison a montré que les deux approches sont très complémentaires et que la NEC apporte d'ores et déjà une information beaucoup plus complète et précise. Pour structurer cette complémentarité, nous avons ajouté un champ « Taxonomie verte » au volet Environnement de notre modèle d'analyse ESG. Ce champ se remplira peu à peu et pour les entreprises éligibles, en les confrontant avec la grille des éco-activités mise à disposition par l'UE.

⁵ Voir Méthodologie p. 17 et Annexe Méthodologique, entreprises apparaissant plus de 5 fois (cumulé) dans les portefeuilles analysés

II. La « taxo-compatibilité » des fonds actions

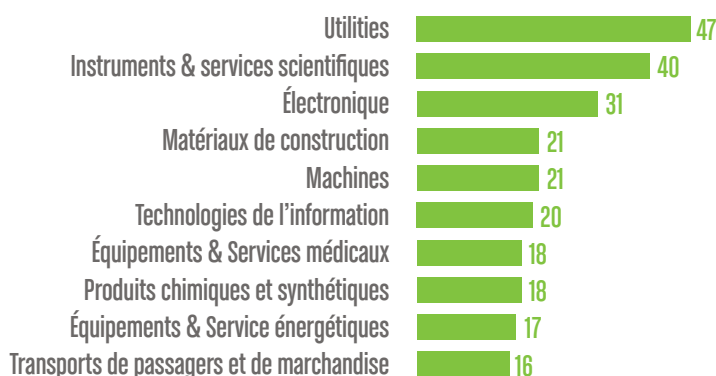
Analyse à l'échelle des entreprises et des secteurs d'activité

Par souci de simplification, les entreprises dont une partie du chiffre d'affaires provient d'activités éligibles à la Taxonomie et respecte les « Principes » des critères techniques seront dans l'étude qualifiées **d'entreprises éligibles**.

Top 10 des secteurs les plus représentés dans le panel d'entreprises

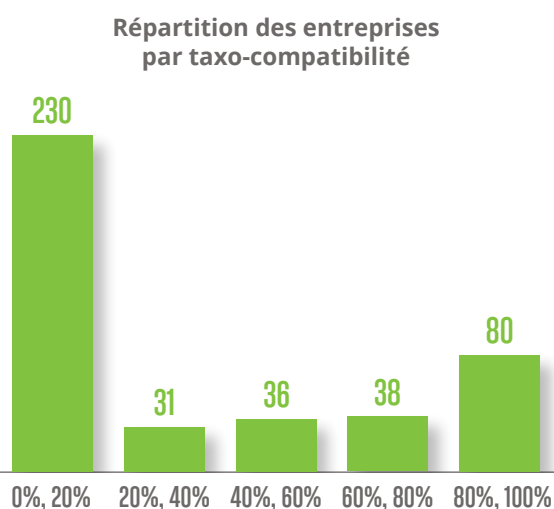
Pour classer les entreprises par secteur, Novethic a utilisé la catégorisation des *Russell Global Sectors* (RGS) fournie par l'outil Morningstar Direct. Ce système de classification, découpé en 9 secteurs, 32 sous-secteurs et 141 industries, est toutefois en cours de remplacement par l'ICB (*Industry Classification Benchmark*).

Actuellement, la Taxonomie européenne se focalise sur neuf macro-secteurs économiques au sein desquels tous les secteurs ne sont pas couverts de la même manière, certains rassemblant plus d'activités éligibles que d'autres. Par conséquent, certains secteurs particulièrement représentés dans le panel des 415 entreprises, comme les TIC, contiennent peu d'entreprises dont les activités sont couvertes par la Taxonomie. D'autres secteurs, comme les équipements et services médicaux, ne sont pour l'instant pas inclus en tant que tels dans la Taxonomie et les activités concernées sont donc marginalement couvertes.



● Analyse de la taxo-compatibilité des entreprises

Un petit vivier d'entreprises à forte taxo-compatibilité



Parmi les 415 entreprises fréquemment sélectionnées par le panel des fonds verts, on retrouve une majorité d'entreprises éligibles (241), mais les entreprises dont la part de chiffre d'affaires éligible à la Taxonomie dépasse les 80% représentent moins du cinquième de notre panel.

La proportion importante d'entreprises à très faible part de taxo-compatibilité comparée à ces « pure players » s'explique en grande partie par la difficulté à trouver des informations sur la ventilation du chiffre d'affaires des entreprises par activité éligible. Toutefois, il convient de rappeler que les autres critères conditionnant la conformité à la Taxonomie (seuils et métriques, respect des garanties sociales et DNSH) n'ont pas été appliqués. C'est donc une acceptation plutôt large de la part taxo-compatible qui est mise en œuvre dans l'étude, à mettre en perspective des études similaires se basant sur des estimations pour vérifier les seuils et métriques (p. 10-11).

En ce qui concerne les **174 entreprises ayant une part taxo-compatible nulle**, il s'agit de deux types d'entreprises :

- les entreprises appartenant à des secteurs encore non-couverts par la version actuelle de la Taxonomie, même si elles font état d'initiatives pour « verdir » leurs opérations ;
- les entreprises dont les rapports manquent de transparence ou de granularité et pour lesquelles il est impossible d'identifier la part de chiffre d'affaires provenant d'activités éligibles.

II. La « taxo-compatibilité » des fonds actions

Certains secteurs plus « taxo-compatibles » que d'autres






Quand on analyse les entreprises à l'aune de la Taxonomie, on constate sans surprise la forte éligibilité (≥ 90% env.) de celles qui sont spécialisées dans les énergies renouvelables (équipements, production et services associés). Leurs activités sont souvent éligibles "par nature" à la Taxonomie sans qu'il soit nécessaire de vérifier le motif de leur contribution à l'objectif d'atténuation du changement climatique (le "Principe" associé à chaque activité de la Taxonomie).

Les secteurs des utilities, notamment liés à l'eau, ainsi que de la manufacture d'équipements favorisant l'efficacité énergétique, les matériaux et technologies de construction bas carbone affichent une éligibilité à la Taxonomie honorable autour de 50%. Toutefois, ces chiffres sont susceptibles d'être modulés ultérieurement par l'application des seuils techniques.

Nous détaillons ci-dessous les secteurs qui comptent le plus d'entreprises éligibles et les activités concernées :

Top 5 des secteurs les plus taxo-compatibles

(par part taxo-compatible moyenne des sous-secteurs avec plus de 5 entreprises éligibles)

Secteurs (RGS Sub-sectors)	Part taxo-compatible moyenne	Entreprises éligibles	Principal objectif environnemental (type de contribution)
 Equipements & services énergétiques : Manufacture d'équipements liés aux énergies renouvelables (batteries, modules solaires, pales d'éoliennes, etc.) en majorité.	98%	17	Atténuation (Activité habilitante)
 Energies alternatives : Production d'énergie renouvelables comme le solaire, l'éolien ou l'hydroélectricité ou, plus minoritairement manufacture d'équipement dédiés à leur production.	89%	14	Atténuation (Performance propre)
 Utilities : Collecte, traitement et distribution d'eau, ou énergies renouvelables et distribution d'électricité.	57%	45	Atténuation (Performance propre)
 Manufacture & Production : Manufacture d'équipements, ici souvent liés à la transmission de l'énergie ou de solutions d'efficacité énergétique pour les secteurs du bâtiment et des transports notamment	54%	9	Atténuation (Activité habilitante)
 Matériaux de construction : Matériaux et technologie bas-carbone ou facilitant l'efficacité énergétique pour le secteur de la construction	54%	19	Atténuation (Activité habilitante)

En termes d'origine géographique, un tiers des entreprises analysées ont leur siège aux Etats Unis, ce qui est caractéristique du marché global. Pour le reste, on remarque une forte dominante européenne alors que la Chine, le Canada, ou les pays émergents sont beaucoup moins présents que d'habitude dans les secteurs des utilities et des équipements et services énergétiques.

Au sein des secteurs les plus taxo-compatibles, hors États-Unis, ce sont la France, le Royaume-Uni, l'Allemagne et la Suisse qui comptent les plus larges viviers d'entreprises : la France pour la manufacture d'équipements énergétiques, le Royaume-Uni pour le secteur des utilities, l'Allemagne pour la production d'énergies renouvelables, et la Suisse pour les matériaux et technologies bas-carbone. Bien que ces observations ne se basent que sur quelques dizaines d'entreprises, elles semblent cohérentes étant donné que l'Allemagne est le premier producteur éolien d'Europe et que le Royaume-Uni est le leader européen du secteur des utilities.

II. La « taxo-compatibilité » des fonds actions

Les entreprises « pure players » des secteurs à forts potentiels taxo-compatibles

(entreprises dont le chiffre d'affaires provient à plus de 80% d'activités éligibles à la Taxonomie parmi les 5 sous-secteurs les plus taxo-compatibles)

Entreprises	Secteur	Pays
Acuity Brands Inc		
Alfen NV		
Algonquin Power & Utilities Corp		
Alstom SA		
Ameresco Inc		
American States Water Co		
American Water Works Co Inc		
Atlantica Yield PLC		
Azure Power Global Ltd		
Beijing Enterprises Water Group Ltd		
Boralex Inc		
California Water Service Group		
Canadian Solar Inc		
China Longyuan Power Group Corp Ltd		
Companhia De Saneamento Basico Do Estado De Sao Paulo ADR		
EDP Renovaveis SA		
Elia Group		
Encavis AG		
Enphase Energy Inc		
ERG SPA		
Essential Utilities Inc		
Falck Renewables SpA		
First Solar Inc		
Gaztransport et technigaz SA		
Innergex Renewable Energy Inc		
JinkoSolar Holding Co Ltd ADR		

Entreprises	Secteur	Pays
Kingspan Group PLC		
NEL ASA		
Neoen SA		
NIBE Industrier AB B		
Nordex SE		
Ormat Technologies Inc		
Pennon Group PLC		
Polypipe Group PLC		
Scatec Solar ASA		
Severn Trent PLC		
Siemens Gamesa Renewable Energy SA		
SMA Solar Technology AG		
SolarEdge Technologies Inc		
Solaria Energia y Medio Ambiente SA		
Suez SA		
Sunnova Energy International Inc		
SunPower Corp		
Sunrun Inc		
TPI Composites Inc		
United Utilities Group PLC		
Veolia Environnement SA		
Verbund AG		
Vestas Wind Systems A/S		
Vivint Solar Inc		
Xinjiang Goldwind Science & Technology Co Ltd		
Xinyi Solar Holdings Ltd		

II. La « taxo-compatibilité » des fonds actions

● Une majorité d'entreprises éligibles contribuant à la réduction des émissions d'autres secteurs

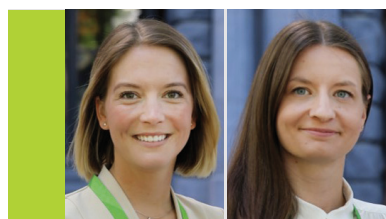
Activité	Entreprises ⁶	Principal objectif environnemental (type de contribution)
Manufacture de technologies bas-carbone	150	Atténuation (Activité habilitante)
Collecte, traitement et distribution d'eau	25	Atténuation (Performance propre)
Production d'électricité provenant de panneaux photovoltaïques	22	Atténuation (Performance propre)
Production d'électricité provenant de l'éolien	19	Atténuation (Performance propre)
Valorisation des matériaux provenant de déchets non-dangereux	17	Atténuation (Performance propre)

Parmi les trois types de contribution à l'objectif d'atténuation du changement climatique, la majorité des entreprises du panel contribuent à travers des activités habilitantes. Cela s'explique par le fait que leurs activités sont souvent éligibles au titre de fabrication de technologies bas-carbone. Sinon, il s'agit surtout d'éco-activités à performance propre.

La manufacture de technologies bas-carbone : une catégorie menacée de « fourre-tout »

Cette catégorie couvre un champ extrêmement large d'activités dans lequel on retrouve 4 cas de figures : les produits et technologies essentiels aux énergies renouvelables (ex : turbines d'éolienne), les véhicules (ou composants essentiels) bas carbone (ex : voitures électriques), les produits et composants essentiels à l'efficacité énergétique des bâtiments (ex : isolants ou électroménager avec la meilleure classe du Label d'Énergie Européen), et enfin, la catégorie la plus large : la production de technologies bas-carbone (ou composants essentiels) qui permettent des réductions d'émissions substantielles dans un autre secteur d'activité, comparé aux meilleures alternatives.

Concernant cette éco-activité, des précisions devraient être apportées dans les mois à venir par les nouvelles structures mises en place par la Commission européenne.



EN QUOI CONSISTENT VOS TRAVAUX D'INTÉGRATION DE LA TAXONOMIE DANS LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT ?

Sofia Wärmlöf Helmrich & Anne Kristin Kästner, SEB Investment Management, société de gestion présélectionnée par les PRI pour son initiative d'intégration de la Taxonomie dans la gestion d'actifs

La Directrice des affaires réglementaires et de la durabilité de SEB était membre du TEG, et la compter parmi nous était certainement un facteur favorable. Nous avons rapidement considéré la Taxonomie comme une opportunité à saisir et avons construit un modèle de données quantitatives pour notre univers d'investissement en actions, en utilisant des données recueillies à partir des rapports des entreprises ainsi que de différentes bases de données. Nous ne sommes pas partis de rien, car nous avons accès à environ 700 points de données préexistants sur la durabilité des entreprises via notre fournisseur de données. Nous avons constaté que certains seuils et critères techniques étaient difficiles à mesurer avec la seule aide des points de données existants, mais à ce stade, même des approximations et des estimations de données sont utiles. Nous devons tous être ingénieux et flexibles !

Quelles conclusions tirez-vous de cette analyse ?

Notre travail est toujours en cours, car nous aimerions évaluer toutes les sociétés cotées. Par conséquent, nous trouvons la catégorisation «potentiellement alignée» introduite dans le dernier rapport du TEG (mars 2020) très utile pour l'instant. La Taxonomie peut nous aider à identifier les entreprises ayant des activités durables sur la base d'un seuil scientifique et notre objectif est de l'utiliser comme un facteur dans notre processus d'investissement.

⁶ Une entreprise peut avoir plusieurs activités

II. La « taxo-compatibilité » des fonds actions

À l'échelle des fonds : une part taxo-compatible moyenne à près de 30%

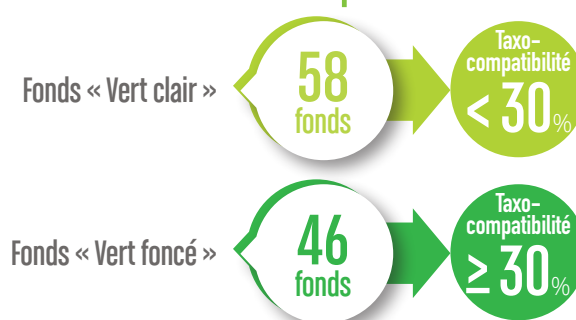
Dans le cadre des travaux préparatoires de l'Ecolabel pour les produits financiers durables, le chiffrage de la part des fonds conforme à la Taxonomie est un élément clé, puisqu'elle constituera le premier critère de la certification. **Dans cette étude, la part verte moyenne des fonds (29%)⁷ est relativement élevée comparé à ce qui est exigé par les labels de finance durable qui s'appuient sur une taxonomie d'activités « vertes ».** En effet, les seuils minimums de chiffre d'affaires « vert » du portefeuille vont de 10% pour Nordic Swan, à un seuil de 37,5% pour le label LuxFLAG Climate Finance, en passant par 15,5% pour le label Greenfin.

Toutefois, il est important de souligner à nouveau que seule la première étape de vérification de conformité à la Taxonomie a été réalisée par Novethic : les seuils et métriques conditionnant la performance environnementale, le critère de DNSH et les garanties sociales minimum n'ont pas été vérifiés. L'application de ces critères réduirait certainement ce taux.

● Les fonds « vert foncé » offrent des qualités environnementales et des performances supérieures

Afin de comparer les caractéristiques des fonds verts dont le portefeuille se rapproche le plus de la Taxonomie et les autres, nous avons séparé notre panel de fonds action en deux groupes :

Cette limite de 30% se rapproche de la médiane des parts taxo-compatibles de notre panel de fonds actions.



Performance : Comme le confirme le tableau ci-dessous, on constate en moyenne une surperformance des fonds les plus verts comparés à leurs pairs sur toutes les périodes étudiées, à court comme à plus long terme.

		Total Fonds verts	Fonds vert clair	Fonds vert foncé	Différence
Nombre de fonds analysés		100	54	46	
Performance moyenne annualisée	1 an	28,5	27,9	29,3	1,4
	3 ans	12,4	10,5	14,6	4,1
	5 ans	11,7	9,9	13,7	3,8

Source : Morningstar

Labels : Pour ce qui est des labels, 26 fonds « vert clair » en possèdent au moins un, mais seulement 6 ont un label dit « vert » (LuxFLAG Environment et Climate Finance, et Greenfin). À l'inverse, sur les 24 fonds « vert foncé » labellisés, 11 possèdent un label vert. Plus remarquable encore, un tiers possèdent plusieurs labels contre à peine un dixième pour les fonds « vert clair ». Ce phénomène est tiré par les fonds « vert foncé » français qui comptabilisent 15 labels pour seulement 9 fonds, alors que les fonds « vert clair » eux, en comptent à peine un pour deux.

Typologie de fonds : En dehors des approches thématiques classiques des fonds verts, on constate une différenciation nette entre les deux groupes. Les fonds vert clair concentrent la quasi-totalité des fonds dont la stratégie adopte une approche bas-carbone et/ou fait référence aux Objectifs de Développement Durable (ODD) de l'ONU en tant qu'objectifs de gestion. Ces deux stratégies ne sont d'ailleurs pas des stratégies « vertes » en tant que telles, la première n'agissant que sur l'empreinte carbone du portefeuille, sans soucis outre mesure des thématiques d'investissement, et la seconde étant plutôt multi-thématique, avec une approche plus globale que la seule transition énergétique, touchant à des sujets sociaux ou de gouvernance également.

Indicateurs d'impact : La catégorisation verte des fonds ne préjuge pas de la qualité des indicateurs d'impact. Environ un tiers des fonds seulement en proposent et confirment le constat désormais bien connu que la transparence est en défaut pour tous.






⁷ On parle ici de la part verte totale des fonds, relativement à l'encours total des fonds et en estimant que tous les titres non analysés (ceux apparaissant moins de 5 fois dans les portefeuilles) ne sont pas éligibles à la Taxonomie.

II. La « taxo-compatibilité » des fonds actions

● Des acteurs majeurs verdissent leurs offres

Même si les fonds verts ne représentent qu'une part très, très modeste de leurs encours, les acteurs les plus présents sur ce marché sont des géants de la gestion d'actifs, à l'exception de Pictet AM.

Top 5 des sociétés de gestion des fonds « Vert Foncé » (en termes d'encours)

Société de gestion	Pays*	Encours fonds vert foncé (Mds€)	Fonds vert foncé	Total des encours globaux sous gestion (Mds€)**
BNP Paribas AM		7,2	5	537,4
BlackRock		2,3	3	5 251,2
Amundi		2,2	4	1 425,1
Pictet AM		1,9	1	151,9
Fidelity		1,1	2	2 096,6

* La présence de pays non-européens dans ce panel s'explique par le fait que les fonds verts du panel sont gérés par les filiales européennes de ces sociétés de gestion.
** Source : IPE

Il est important de noter que 7 des 15 fonds proposés par ces sociétés de gestion sont des fonds thématiques eau, dont l'encours moyen dépasse le milliard d'euro. Les autres thématiques les plus fréquentes sont sans surprise la transition énergétique (production et distribution d'énergies renouvelables, efficacité énergétique), la lutte contre le changement climatique, et la protection de l'environnement à travers l'investissement dans des entreprises « solutions » aux défis environnementaux actuels.



POUVEZ-VOUS NOUS EN DIRE PLUS SUR L'ENGAGEMENT PRIS PAR BNPP AM VIS-A-VIS DE LA TAXONOMIE POUR FIN 2020 ?

Helena Viñes Fiestas, Directrice adjointe Monde Développement durable, BNP Paribas Asset Management

Notre approche est à deux niveaux selon les fonds concernés. D'un côté, indépendamment du type de fonds, nous monitorerons la proportion de nos investissements verts au fur et à mesure que l'information nous parviendra de la part des entreprises. Nous travaillons actuellement avec les fournisseurs de données pour définir quelles informations ils peuvent nous fournir et avec lesquels nous pouvons avoir un contrat spécifique. En effet, avec des investissements dans plus de 12 000 entreprises, l'analyse est complexe. Nous sommes donc en train de voir comment procéder à grande échelle, mais cela sera progressif, comme pour le carbone.

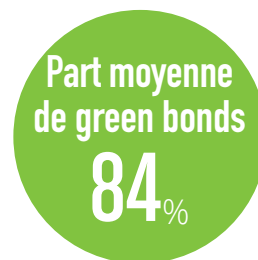
De l'autre côté, pour les fonds Climat en particulier, nous avons entamé nous-même l'évaluation de cette part verte.

En termes de reporting, nous allons suivre les suggestions du TEG. Nous reporterons sur :

- le pourcentage du portefeuille aligné avec la Taxonomie, pour lequel nous avons les informations permettant de le confirmer ;
- le pourcentage du portefeuille « potentiellement aligné » pour lequel il nous manque encore certaines informations, ainsi que la due diligence effectuée ; et
- le pourcentage du portefeuille qui aujourd'hui n'est pas couvert par la Taxonomie, accompagné d'une analyse sur son éligibilité future selon BNPP AM.

III. L'APPORT DE LA TAXONOMIE POUR LES OBLIGATIONS VERTES

L'analyse a été concentrée sur les fonds d'obligations vertes, qui représentent la majorité du panel des fonds obligataires.



Source : Novethic

La nature même de ces instruments financiers est liée à l'usage d'une taxonomie d'activités vertes, déjà en vigueur sur plusieurs marchés et centrées sur l'atténuation et l'adaptation au changement climatique. Par conséquent, la grande majorité du marché est déjà constituée d'obligations vertes finançant des projets et activités couvertes par la Taxonomie européenne⁸, hormis quelques secteurs comme le transport maritime ou la conservation et restauration des milieux naturels.

Les émetteurs d'obligations vertes voulant appliquer les meilleures pratiques du marché utilisent des standards et taxonomies existants, principalement structurés autour des *Green Bond Principles* (GBP) de l'ICMA, ou encore la taxonomie de l'ONG Climate Bonds Initiative. Les GBP, principal cadre utilisé sur ce marché, préconisent un cadre de transparence sur quatre dimensions :

- l'utilisation des fonds
- le processus de sélection et évaluation des projets
- la gestion des fonds
- le reporting

En attendant les critères techniques, des cas d'écoles

Les *Green Bond Principles* s'appuient sur une taxonomie synthétique d'où sont absents seuils et critères techniques, et c'est souvent aux vérificateurs, via la production d'évaluations externes (second party opinions), que revient la charge de se prononcer sur la qualité environnementale d'une obligation verte. L'existence et le contenu de ces évaluations externes guident ensuite les investisseurs dans la construction de leurs portefeuilles, comme le montre l'analyse de la documentation des fonds d'obligations vertes. **Le recours à la Taxonomie dans le futur « Green Bond Standard » européen (GBS, voir p. 28) vient pallier cette absence de seuils et critères techniques**, mais ne s'appliquera qu'aux futures obligations qui seront émises selon ce standard. **La Taxonomie devrait notamment augmenter le niveau d'exigence dans divers secteurs fréquemment présents dans les grappes de projets financées via des green bonds : transports, immobilier, énergie à partir de biomasse, efficacité énergétique.** À ce jour, seule une poignée d'obligations ont été émises par des acteurs déclarant avoir fait usage de la Taxonomie européenne pour sélectionner les projets financés, mais trop récemment pour faire partie des portefeuilles analysés dans le cadre de cette étude.

L'analyse menée par Novethic s'est donc concentrée sur des cas d'écoles d'obligations vertes ne faisant pas consensus, par exemple pour de l'efficacité énergétique mise en œuvre dans un secteur « problématique ». Ce travail permet de souligner l'un des apports du futur GBS, à savoir l'obligation pour les émetteurs de détailler dans leurs « frameworks » (documents de cadrage de leur programme obligataire vert) comment leur stratégie globale s'aligne sur les objectifs environnementaux de la Taxonomie.

⁸ La répartition par secteurs des portefeuilles analysés reflète généralement celle du marché global des *green bonds*. Trois secteurs (énergie et efficacité énergétique, transport, et bâtiment) concentrent env. 80% des allocations de montants (« use of proceeds »). Le reste est affecté à hauteur de 5-10% chacun à des projets en lien avec la préservation de l'eau, le traitement des déchets ou l'utilisation des sols. L'adaptation est le parent pauvre du marché de *green bonds*, avec une part minimale des montants collectés.

III. L'apport de la Taxonomie pour les obligations vertes

Les fonds d'obligations vertes intègrent déjà très largement les meilleurs standards

Part verte

Avant que les volumes d'émissions d'obligations vertes ne dépassent les 100 Mds€ par an, certains des premiers fonds d'obligations vertes se gardait la possibilité d'investir une partie de leurs encours dans des obligations classiques. Cette tendance est en net déclin puisque 25 des 29 fonds qui s'engagent sur une part d'obligations vertes cible (au sens des standards de marché) la fixe à plus de 70%. En outre, sur les 38 fonds analysés, 22 utilisent les GBP comme référentiel de sélection des obligations vertes en portefeuille.

Les fonds les plus exigeants sur leur part verte (entre 90% et 100% du portefeuille investis en obligations vertes) sont également ceux faisant le plus souvent référence aux GBP (10 fonds sur les 13 de ce sous-panel).

LES FONDS OBLIGATAIRES LOW-CARBON



Parmi les fonds obligataires, nous avons relevé 4 fonds verts « bas-carbone » pour lesquels les green bonds n'étaient pas la stratégie principale d'investissement. Ces fonds se basent surtout sur une **approche de sélection ESG, où les sociétés sont choisies selon leur profil durable et leurs émissions de gaz à effet de serre**, approche par ailleurs largement répandue pour les fonds actions.

Part minimum d'obligations vertes annoncée	Nombre de fonds	Moyenne observée* obligations vertes	Moyenne observée* obligations vertes alignées sur les GBP
[90 ; 100%]	13	91%	76%
[80 ; 90%]	5	94%	75%
[70 ; 80%]	7	87%	78%
[60 ; 70%]	1	74%	65%
[50 ; 60%]	3	87%	76%
Non précisé ou « majoritairement »	9	64%	54%
Total général	38	84%	71%

*Les données fournies par Morningstar et Environmental Finance permettent de traiter en moyenne 98,5% du poids des obligations en portefeuille.

Enfin, l'analyse fine des portefeuilles à l'aide des données fournies par la base d'Environmental Finance permet de situer à **84% la part moyenne d'obligations vertes en portefeuille**. Cette part est supérieure à 95% pour 8 fonds et inférieure à 60% pour 4 fonds.

Une tendance « généraliste » malgré quelques stratégies dédiées ou diversifiées

La grande majorité des fonds étudiés vise le marché des obligations vertes dans son ensemble, hormis ceux dont l'univers d'investissement est restreint à un indice dédié (7 fonds), ou dont la préférence est accordée aux obligations libellées dans une devise particulière (1 fonds).

Au-delà des parts d'obligations vertes observées, plusieurs fonds affichent dans leur documentation une **stratégie « vert foncé » qui vise à exclure les obligations vertes dont la contribution environnementale est jugée trop faible**. Un fonds de l'échantillon va même jusqu'à ne retenir que les obligations vertes bénéficiant d'une vérification externe gradée « dark green » dans le nuancier de vert développé par l'agence norvégienne CICERO, leader dans le domaine des SPO (second party opinions) en 2019.

D'autres produits adoptent une approche mixte. Parmi les fonds dont la part d'obligations vertes est inférieure à 60%, on trouve aussi trois fonds, tous français, dont la stratégie mêle vert, au sens des green bonds, et durable. Cette dernière approche tient compte des « *social et sustainable bonds* » mais aussi d'une sélection d'obligations émises par des entreprises bien notées sur la durabilité dans une grille ESG.

III. L'apport de la Taxonomie pour les obligations vertes

Ventilation par type d'émetteurs

Types de fonds	Fonds
Toutes catégories	34
« Corporate » uniquement	3
Toutes catégories hors entreprises	1

La très grande majorité des gérants de fonds d'obligations vertes construisent des portefeuilles avec toutes les catégories d'émetteurs. Seuls 4 fonds se distinguent, soit parce qu'ils sont centrés uniquement sur les émetteurs « corporate » (3 fonds), c'est-à-dire via une stratégie dédiée aux obligations vertes émises par des entreprises, soit au contraire en se concentrant sur les agences supranationales et institutions financières (1 fonds).

Ces trois fonds « corporate bonds » sont les premiers à formaliser l'attente forte qui existe autour du pouvoir de transformation des modèles d'entreprise que l'on prête aux obligations vertes. Ils ont été rejoints depuis par de nouveaux fonds lancés en 2020, alors que le nombre d'entreprises ayant franchi le pas de l'émission d'obligations vertes est en hausse constante.

Cette attractivité des émissions d'entreprises explique le poids important des émetteurs corporate (41%) dans les portefeuilles. Les émissions d'obligations vertes souveraines (une douzaine de pays au 31/12/2019) sont également surpondérées (11% contre 7% à l'échelle du marché) au sein du panel, à l'inverse des émissions des municipalités, régions et provinces ainsi que celles des émetteurs supranationaux tels que les banques de développement.

Répartition des encours par type d'émetteurs :

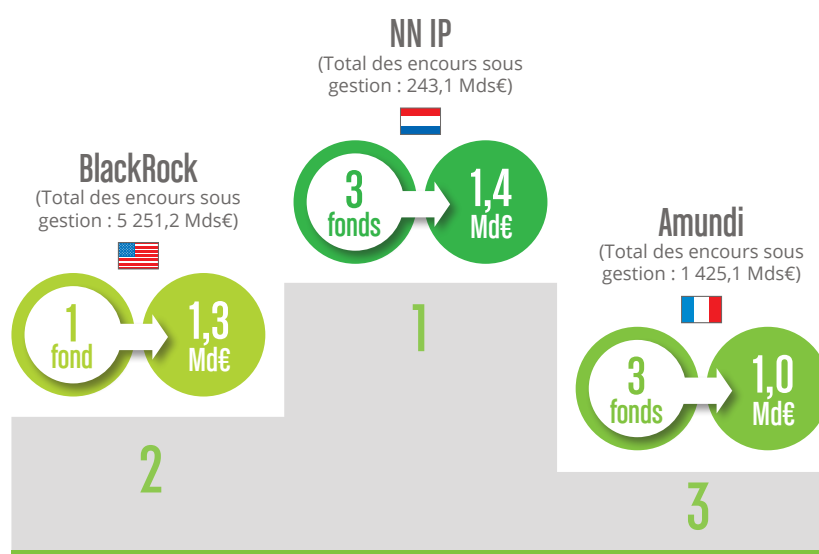
	Entreprises	Institutions financières	Supranationaux	Souverains	Agences**	Municipalités, régions et provinces
Moyenne observée dans les portefeuilles de l'échantillon	41%	26%	8%	11%	11%	3%
Moyenne à l'échelle du marché*	35%	27%	11%	8%	11%	8%

*Source : Bond Data - Environmental Finance ** (hors Fannie Mae)

● Un leader néerlandais

Sur la plus haute marche du podium, on retrouve NN IP avec trois fonds de green bonds différents, dont deux fonds labellisés Greenfin avec une part d'obligations vertes supérieure à la moyenne. Par ailleurs, la société de gestion met en avant dans sa documentation un fort taux de sélectivité des obligations vertes « dark green », rejetant plus de 15% du marché. La deuxième place du podium revient à BlackRock avec un fonds indiciel qui dépassait à lui seul le milliard d'euros d'encours, labellisé Greenfin et dépassant lui aussi la moyenne de taux d'obligations vertes. On retrouve Amundi en troisième position, avec 3 fonds d'obligations vertes, dont deux labellisés Greenfin en 2020.

Podium des sociétés de gestion (en termes d'encours d'obligations vertes, 2019)



Source : Novethic

* La présence de pays non-européens dans ce panel s'explique par le fait que les fonds verts du panel sont gérés par les filiales européennes de ces sociétés de gestion.
** Source : IPE

III. L'apport de la Taxonomie pour les obligations vertes

● Un cadre renforcé pour l'émission de green bonds

En poids d'encours, la majorité (71%) des titres figurant au portefeuille des fonds du panel sont catégorisés comme alignés sur les GBP. A l'inverse, les obligations asiatiques émises selon un autre standard (ASEAN GBS ou People Bank of China Standards) sont pour ainsi dire absentes des portefeuilles des fonds du panel, à l'exception d'une poignée d'émissions de grandes banques du continent.

FOCUS : LE GREEN BOND STANDARD DE L'UNION EUROPÉENNE



Le EU Green Bond Standard (GBS) se veut à ce stade comme un standard volontaire qui sera proposé aux émetteurs souhaitant s'aligner sur les meilleures pratiques du marché. Il ne concernera donc dans un premier temps qu'un faible pourcentage du montant total du marché des obligations vertes, et il faudra attendre quelques années avant de voir des fonds uniquement constitués de green bonds « alignés GBS ».

Ce GBS devrait à terme apporter encore davantage de transparence et de rigueur sur le marché. Il se veut plus prescriptif que les GBP : exigences de transparence sur l'allocation des montants et les calculs d'impact, mais aussi sur la part du financement par rapport au refinancement et la vérification obligatoire. Enfin, le GBS instaurera une règle sur la « look-back period⁹ » tolérée pour les OpEX incluses dans les programmes d'émissions vertes, et viendra encadrer les certifications extra-financières (second party opinions).

Les controverses sur les obligations vertes

Historiquement, et contrairement aux actions d'entreprise, l'analyse des obligations vertes s'est moins portée sur le profil de l'émetteur que sur la nature des projets financés ou refinancés grâce aux montants collectés. Malgré cette distinction théorique entre émissions et émetteurs, certaines obligations continuent de faire l'objet de débats entre observateurs et investisseurs, en particulier lorsqu'elles sont émises par des émetteurs accusés de nuire à l'environnement. L'analyse des portefeuilles des fonds de l'échantillon indique néanmoins que seule l'obligation du pétrolier Repsol (émise en mai 2017 et exclue des principaux indices) a fait l'unanimité contre elle.

Pour le reste, Novethic se propose de montrer à travers quelques cas d'école en quoi la Taxonomie couplée au GBS peuvent dans certains cas clarifier les objectifs environnementaux d'une émission ou d'un émetteur, et dans d'autres cas laisser l'arbitrage à la charge des gestionnaires de fonds.

⁹ Intervalle de temps rétrospectif durant lequel peuvent être identifiées des dépenses éligibles au titre du green bond

III. L'apport de la Taxonomie pour les obligations vertes

Controverse sur l'émetteur : implication dans les énergies fossiles

Obligation de la République de Pologne présente dans 18 fonds du panel

ISIN : XS1958534528 / XS1960361720 / XS1766612672 / XS1536786939

Première obligation verte souveraine au monde, émise en 2016 par un pays critiqué pour son absence de politique climatique nationale ambitieuse.

Problématique :

Accusations d'écoblanchiment via cette obligation.



Apport mitigé.

Le TEG encourage les États membres souhaitant émettre une obligation verte à le faire selon le GBS : les activités financées seraient donc 100% taxo-compatibles.

Toutefois, cela n'oblige en rien la Pologne à changer sa politique de transition énergétique globale. Elle reste donc un émetteur controversé.

Obligation Southern Power présente dans 12 fonds du panel

ISIN : US843646AS92 / XS1435056426 / XS1434560642 / US843646AN06 / US843646AM23

Southern Power est une filiale « Energies Renouvelables » de Southern Company, l'un des énergéticiens les plus impliqués dans le charbon aux Etats-Unis, et souvent accusé de se livrer à du lobbying anti-climat au point de faire l'objet de campagnes de désinvestissement.

Problématique :

Émetteur controversé par son implication dans les énergies fossiles.



Apport mitigé.

Le GBS est plus prescriptif sur la nécessité pour l'émetteur de détailler dans le « Framework » comment sa stratégie globale s'aligne sur les objectifs environnementaux de la Taxonomie.

Toutefois, cette prescription peut ici être contournée puisqu'il ne s'agit que d'une filiale spécialisée dans les renouvelables d'un groupe controversé.

Controverse sur le secteur : aviation et shipping

Secteurs intrinsèquement carbo-intensifs, le shipping et l'aviation sont respectivement les deuxième et troisième sources d'émissions dans le Transport après le transport routier.

Obligation Schiphol présente dans 7 fonds du panel

ISIN : XS1900101046

Montants alloués à des infrastructures d'aéroport (construction et rénovation de bâtiments, flotte de véhicules).

Problématique :

Pour beaucoup, l'enjeu du secteur aérien est en priorité de réduire le trafic, indépendamment de l'amélioration de l'efficacité énergétique au sol. La crainte pour les investisseurs est de financer des actifs permettant une hausse de la capacité de l'aéroport.



En attente de traitement.

Le secteur de l'aviation n'est à ce stade ni directement couvert, ni directement exclu des activités habilitantes.

Également visées par ce type de controverse, les obligations émises dans le secteur du shipping (notamment Nippon Yusen Kaisha et Teekay Shuttle Tankers – voir p. 31) n'ont été souscrites par aucun des fonds du panel. Dans les deux cas, elles visent à financer des motorisations hybrides ou au GNL, en remplacement du mazout et du gazole marin. Le secteur du shipping ne figure pas parmi ceux traités dans le premier jet de la Taxonomie, et il incombera à la future Plateforme sur la Finance Durable, lancée en octobre 2020, de se prononcer sur les technologies éventuellement éligibles au titre de l'objectif d'atténuation du changement climatique.

III. L'apport de la Taxonomie pour les obligations vertes

Controverse sur l'émission en elle-même : la Taxonomie permet de clarifier les controverses autour des projets financés

Au-delà du secteur ou de l'émetteur, certaines obligations vertes sont controversées en raison du détail de l'allocation des montants (« use of proceeds ») à des projets controversés, par exemple lors du financement de grands barrages hydroélectriques.

Obligation SNAM présente dans 5 fonds du panel

ISIN : XS1957442541

« Climate Action Bond » calquée sur les GBP mais dont les montants alloués servent en partie à l'amélioration de réseaux de gaz.

Problématique :

Malgré ces améliorations, certains observateurs ont souligné que le cœur de métier de SNAM restera le gaz naturel.



Oui.

La modernisation des réseaux de distribution figure parmi les seules activités éligibles dans le secteur du gaz. L'éligibilité s'accompagne de conditions strictes, notamment concernant la contribution à la stratégie globale de l'émetteur.

Obligation Engie présente dans 2 fonds du panel

ISIN : FR0011911247 / FR0011911239

Obligation verte émise en 2014 dont une partie des « use of proceeds » est accusée d'avoir servi à financer le controversé barrage de Jirau, sur le fleuve Madeira, l'un des principaux affluents de l'Amazonie.

Problématique :

Les grands barrages en zone tropicale occasionnent d'importants dommages environnementaux : déforestation directe et indirecte, mais aussi émissions de méthane à cause de la décomposition de la végétation engloutie.



Oui.

Outre un critère sur la densité énergétique du barrage (en W/m² de bassin de retenue), les critères DNSH de la Taxonomie fixent des exigences strictes pour les barrages pouvant porter atteinte à des aires de biodiversité préservée.

Obligation Sparebank 1 Boligkreditt, présente dans 7 fonds du panel

ISIN : XS1760129608

Obligation d'une banque norvégienne dont les montants collectés sont affectés à des crédits immobilier pour de l'immobilier résidentiel « efficace énergétiquement ».

Problématique :

Accusation d'écoblanchiment. L'ONG norvégienne FIVH reproche à ces obligations de ne participer à aucune réduction d'émissions puisque les normes nationales en vigueur pour la construction neuve suffisent à satisfaire à la définition d'immobilier vert retenue par Sparebank 1 Boligkreditt.



Oui.

Les critères retenus pour l'immobilier neuf imposent une demande en énergie primaire inférieure d'au moins 20% à celle fixée selon la norme sur les bâtiments quasi zéro énergie (NZEB) en vigueur dans le pays de construction.

III. L'apport de la Taxonomie pour les obligations vertes

● Financer la transition : la Taxonomie laisse la porte ouverte

La Taxonomie introduit dans sa nomenclature le concept d'activités de transition, qui permet de ne pas faire l'impasse sur des secteurs carbo-intensifs tout en fixant des seuils très exigeants, par exemple pour la production d'acier ou la production d'électricité à partir de gaz naturel. En parallèle, la popularité grandissante des obligations vertes a donné naissance depuis quelques années au concept de « transition bonds », ces obligations émises par des entreprises issues de secteurs « bruns » ou carbo-intensifs mais qui reprennent tous les lignes directrices des émissions de green bonds, notamment un fléchage précis des projets financés et un engagement de reporting régulier sur l'utilisation des fonds, en mettant en avant une ambition de décarbonation du modèle d'entreprise. A ce jour, les deux concepts ne se rejoignent pas encore, laissant aux gestionnaires de fonds le soin d'exercer leurs propres arbitrages, selon deux cas de figure :

1. Quelques émetteurs tentent de surfer sur la vague verte, sans convaincre les investisseurs

Les « transition bonds » apparus sur le marché depuis 2017 sont pour l'instant boudés par le panel de fonds. Aucun d'entre eux n'a ainsi investi dans les obligations émises par Marfrig (géant brésilien de l'agroalimentaire spécialisé dans la production et la transformation de viande de boeuf), Teekay Shuttle Tankers (entreprise de shipping d'hydrocarbures, dont le siège est aux Bermudes) ou encore Castle Peak Power (énergéticien hong-kongais qui finance du gaz naturel en remplacement du charbon). Dans les trois cas, la perception du marché est que ces obligations ne contribuent pas à une réelle décarbonation du modèle d'entreprise. La seule exception à ce jour concerne le « Green Transition Bond » émis à l'automne 2019 par la Banque Européenne de Reconstruction et Développement (EBRD) et dont les montants collectés seront alloués à de l'efficacité énergétique sur des procédés industriels faisant appel aux énergies fossiles. Il figure au portefeuille de deux fonds du panel.

2. Sur le gaz, les financements se limitent à l'amélioration des réseaux

Bien que le gaz soit considéré par beaucoup d'investisseurs comme une énergie de transition, et qu'un certain nombre d'émetteurs d'obligations vertes soient impliqués dans son utilisation pour la production d'énergie ou sa distribution (A2A, Enel, Engie, IREN, SNAM), les activités éligibles présentes à ce stade dans la Taxonomie ne lui laissent que peu de place. Le seuil de 100 gCO₂/kWh pour la production d'électricité et de chaleur est en effet inatteignable au moyen du gaz naturel sans le coupler à une installation de capture et stockage du CO₂. Il est donc prématuré d'envisager que la fixation de ce seuil suffise à orienter le marché à ce niveau de performance, même si l'EU GBS rendra éligibles des financements visant à atteindre ce seuil. A ce stade, les financements ayant trait au gaz se limitent donc essentiellement à l'amélioration de réseaux de distribution (« retrofit »), en vue de les adapter au transport d'hydrogène ou autres gaz « bas-carbone ». Il s'agit d'une activité couverte par la Taxonomie et sur laquelle s'est appuyée l'entreprise britannique Cadent Gas lors de l'émission de son obligation de transition en mars 2020. Pour les infrastructures gazières plus lourdes, Climate Bonds Initiative et le Crédit Suisse, qui ont publié en septembre 2019 un livre blanc sur la définition de démarches crédibles d'émissions d'obligations de transition, observent toujours une forte polarisation du marché sur le rôle du gaz dans la transition énergétique.

Conclusion



La mise en œuvre de la Taxonomie : un défi à relever

La Taxonomie est un outil indispensable pour harmoniser la définition des activités à bénéfice environnemental au sein de l'Union européenne. En revanche l'étude réalisée par Novethic avec le soutien de l'ADEME, montre qu'il y a encore de nombreux obstacles à surmonter pour qu'elle devienne le référentiel partagé des entreprises et des investisseurs.

Premier obstacle : le manque colossal de données venant des entreprises. Pour obtenir les résultats de cette étude, il a fallu consacrer deux mois à la lecture attentive des sites Internet de 415 entreprises considérées comme les plus vertes par les fonds du panel sélectionné par Novethic. Aujourd'hui, même celles qui ont l'habitude de faire des reporting ESG et d'être notées sur ces critères n'ont pas construit d'indicateurs liés aux qualités environnementales de leurs produits et services. Dans le secteur du transport urbain par exemple, les opérateurs n'ont pas mis en place de système leur permettant de mesurer la distance parcourue par les usagers, seulement le nombre de passagers par moyen de transport. Des indicateurs tels que les émissions de GES par kilomètre par passager sont donc difficilement calculables.

L'entrée en vigueur de la Taxonomie suppose que les entreprises de toutes tailles et de tous secteurs revoient en profondeur leur modèle de reporting et leurs indicateurs de mesure environnementale. Dans le contexte de crise auquel sont particulièrement exposés des secteurs à impact environnemental plutôt négatifs comme l'automobile ou l'aérien, les lobbys se déchainent pour freiner son déploiement.

Second obstacle : le calendrier des obligations des uns et des autres n'est pas aligné. Les obligations de reporting des entreprises seront, au mieux, encadrées à l'été 2021 par la refonte de la NFRD (Non Financial Reporting Directive). En revanche, les investisseurs devront, dès l'exercice 2021, commencer à indiquer le volume de financements verts alignés sur la Taxonomie. Cela les oblige en principe à définir leur cadre de reporting à l'automne 2020 alors que les Actes Délégués qui donneront un cadre réglementaire à la Taxonomie ne sont pas encore publiés. Même raisonnement pour le Green Bond Standard qui s'appuie sur la Taxonomie pour certifier les émissions vertes européennes. Il faudrait que celui-ci soit abouti pour que les émissions obligataires liées au plan de relance et de résilience annoncé par la présidente de la Commission début septembre l'utilisent.

La crise du COVID aggrave les menaces qui pèsent sur un déploiement efficace et rapide de la Taxonomie. Elle ralentit un processus administratif jusque-là extraordinairement rapide pour l'Europe. Dans le calendrier initial, 2022 devait être l'année où la part verte des entreprises et des investisseurs européens serait connue et l'Ecolabel mis à disposition des épargnants intéressés. Pour un processus lancé à partir de rien ou presque en 2018, c'était une performance. Cela reste un défi et il faut espérer qu'il soit relevé par la Commission, les entreprises et les investisseurs, puisque la transition de l'économie européenne vers des modèles plus verts est indispensable pour atteindre les objectifs environnementaux de l'Union, à commencer par la neutralité carbone.

Anne-Catherine Husson-Traore
Directrice générale de Novethic

Tableau annexe : Liste des investisseurs participant au PRI Taxonomy Practitioners Group

INVESTISSEUR				ÉTUDE DE CAS
Organisation	Siège	Type d'investisseur	Encours (Mds\$, 2019)	Classes d'actifs couvertes par l'étude de cas
Aberdeen Standard Investments (ASI)		Investment manager	628,5	Listed Equity (2 études avec différentes zones géographiques)
Amundi		Investment manager	1 823,0	Fixed Income (corporate, general)
AP Pension		Asset Owner	22,0	Listed Equity
AXA IM		Investment manager	883,5	Listed Equity / Fixed Income (corporate, general)
BlackRock		Investment manager	7 427,9	Fixed Income (corporate, general)
BlueBay AM LLP		Investment manager	60,9	Fixed Income (corporate, general)
Carmignac		Investment manager	38,6	Listed Equity
CORESTATE Capital Group		Investment manager	31,4	Real Assets (real estate)
Credit Suisse Group AG		Investment manager	1 510,4	Listed Equity
ESG Portfolio Management		Investment manager	0,4	Fixed Income (green bonds)
Foresight Group LLP		Investment manager	5,4	Real Assets (infrastructure)
Franklin Templeton Investments		Investment manager	692,6	Fixed Income (corporate, general)
Impax		Investment manager	20,7	Listed Equity
The International Woodland Company A/S		Service Provider	0,3	Real Assets (forestry)
Invesco Ltd		Investment manager	1 142,5	Listed Equity
KBI Global Investors		Investment manager	13,3	Listed Equity
KLP		Asset Owner	81,1	Listed Equity
La Financière de l'Echiquier		Investment manager	10,5	Listed Equity
La Française Group		Investment manager	42,5	Listed Equity
MN		Investment manager	168,7	Fixed Income (corporate, general)
Morgan Stanley IM		Investment manager	551,9	Listed Equity / Fixed Income (green bonds)

Tableau annexe : Liste des investisseurs participant au PRI Taxonomy Practitioners Group

INVESTISSEUR				ÉTUDE DE CAS
Organisation	Siège	Type d'investisseur	Encours (Mds\$, 2019)	Classes d'actifs couvertes par l'étude de cas
Neuberger Berman		Investment manager	330,0	Listed Equity
Nordea		Investment manager	259,0	Fixed Income (corporate, general)
Osmosis Investment Management		Investment manager	1,3	Listed Equity
Ostrum AM		Investment manager	288,0	Fixed Income (green bonds)
PKA		Asset Owner	44,3	Fixed Income (green bonds)
ResponsAbility Investments AG		Investment manager	3,5	Fixed Income (private debt)
Robeco		Investment manager	191,2	Fixed Income (green bonds)
Royal London Asset Management		Investment manager	179,3	Listed Equity
SEB IM		Asset Owner	106,7	Listed Equity
StepStone Group LP		Investment manager	56,4	Real Assets
Swedbank Robur		Investment manager	113,2	Listed Equity
VidaCaixa Group Pension Scheme		Asset Owner	102,5	Fixed Income (corporate, general) / Fixed Income (green bonds)
Wellington Management Company LLP		Investment manager	1 154,7	Listed Equity
Wells Fargo AM		Investment manager	419,6	Fixed Income (corporate, general)

L'ACCÉLÉRATEUR DE TRANSFORMATION DURABLE

novethic
essentiel

Retenez l'Essentiel de l'actualité finance durable et anticipez les impacts sur vos métiers

novethic
formation

Montez en compétences et maîtrisez les enjeux, pratiques, réglementations de la finance durable

novethic
cercle

Rejoignez les investisseurs engagés pour accélérer la transformation durable

Expert de référence de l'évaluation des pratiques de finance durable en Europe, Novethic est auditeur officiel du label Greenfin.

Contact : label@novethic.fr

Retrouvez toutes nos études et publications sur [novethic.fr](https://www.novethic.fr)



LES FONDS VERTS EUROPÉENS AU DÉFI DE LA TAXONOMIE



OCTOBRE 2020

Une étude de l'équipe de recherche sur la finance durable de Novethic
pilotee par Julie Nicolas avec Lorène Moretti,
Fabrice Ishimwe et Nicolas Redon,
supervisee par Anne-Catherine Husson-Traore



Soutenu
par



L'accélérateur de transformation durable du Groupe Caisse des Dépôts.
Expert de la finance durable, média référence de l'économie responsable et désormais accélérateur d'expertises, Novethic combine les approches pour offrir aux acteurs financiers, aux entreprises et à leurs collaborateurs les clés d'une transformation durable. Recherche, analyse de fonds, statistiques de marché, ISR de conviction... notre équipe finance durable s'attache à renforcer la transparence, la fiabilité et l'impact positif des solutions d'investissement et de gestion responsables.

[novethic.fr](https://www.novethic.fr) | [essentiel.novethic.fr](https://www.essentiel.novethic.fr)

© Novethic 2020 - Toute reproduction intégrale ou partielle doit faire l'objet d'une autorisation de Novethic. Toute citation ou utilisation de données doit s'effectuer avec l'indication de la source.