

# LES ACTEURS FINANCIERS EUROPEENS FACE AUX NOUVELLES EXIGENCES DE TRANSPARENCE EXTRA-FINANCIERE - SFDR & Article 29 LEC -

Par [Maelys Lecrivain](#) et [Romane Delevoie](#)

## Introduction

En mars 2018, la Commission Européenne dévoilait son plan d'action pour la finance durable. La création d'une taxonomie d'actifs verts, le développement de Green bonds Standards et d'indices financiers « durables » figuraient, entre autres, parmi les dix actions annoncées. La volonté de renforcer la transparence sur la prise en compte des facteurs de durabilité dans les décisions d'investissement, s'est traduit par la publication du règlement dit « *Sustainability-Related Financial Disclosure* » (UE 2019/2088 SFDR), entré en application le 10 mars 2021.

En parallèle des exigences européennes, l'article 29 de la nouvelle loi française énergie-climat traduit l'ambition de la France de conserver son avance en matière de finance durable. En effet, cet article vient compléter le règlement européen SFDR en renforçant le contenu du reporting extra-financier à publier, anciennement connu sous le nom de « Rapport 173 » en référence à l'article 173-VI de la loi TEEC. Son décret, entré en application depuis le 28 mai 2021, encourage une meilleure intégration des enjeux liés au climat et à la biodiversité dans la gestion des risques et les décisions d'investissement.

A travers cet avis d'expert, I Care souhaite explorer comment les acteurs financiers se sont appropriés ces nouvelles réglementations, en particulier au sujet du périmètre d'application et du positionnement des produits financiers entre article 8 et 9. Certaines des difficultés opérationnelles rencontrées par les acteurs financiers, notamment au regard des indicateurs et de la disponibilité des données, seront également abordées.

# 1 A quels acteurs s'appliquent ces nouvelles exigences de transparence ?

Certaines lacunes du règlement européen, entré en application alors que ses actes délégués n'ont pas encore été publiés, ont poussé les acteurs financiers à faire des choix d'interprétation au sujet du périmètre d'application, comme en témoignent les quelques exemples suivants.

Le règlement SFDR a pour objectif d'augmenter la transparence de l'investisseur auprès des clients sur ses pratiques de gestion afin d'éviter les risques de « *greenwashing* ». Plusieurs de ses articles visent à homogénéiser les informations extra-financières contenues dans les documents précontractuels des produits, qui doivent, selon l'AMF, être tenus à jour durant toute leur durée de vie. Néanmoins, certaines sociétés de gestion se questionnent sur la nécessité de déployer des ressources pour mettre à jour la documentation précontractuelle de produits dont la levée de fonds est terminée et qui ne sont donc plus commercialisés.

Le règlement SFDR invite également les acteurs à publier sur leur site internet, l'objectif ou les caractéristiques des produits ESG ainsi que la méthodologie utilisée pour les évaluer. Cependant, aucune précision n'avait été à ce jour apportée en ce qui concerne les fonds privés ou les mandats de gestion dont la confidentialité doit être préservée. Certains acteurs ont ainsi choisi de publier des informations sur des « familles » de fonds, partageant la même typologie d'objectifs, alors que d'autres préféreraient ne rien communiquer dans l'attente de précisions. Les derniers éléments publiés par l'ESA<sup>1</sup> en juillet viennent confirmer cette première solution en autorisant la publication d'informations concernant des produits standardisés.

La prise en compte des principales incidences négatives (PAI) des investissements sur les facteurs de durabilité, nouveauté introduite par l'article 4 et 7 du règlement SFDR, fait aussi l'objet d'interprétations. La déclaration sur les politiques de diligence raisonnable concernant les PAI, obligatoire à partir du 30 juin 2021, est optionnelle pour les acteurs ayant moins de 500 salariés. Il s'agira donc d'une décision stratégique ambitieuse en la matière pour les acteurs les plus engagés. La déclaration, tolérée sous un format non détaillé en 2021, engagera de manière plus contraignante les acteurs à fournir 16 indicateurs quantitatifs dès la mise en vigueur du prochain RTS.



Est-il préférable de s'engager dès maintenant, alors même qu'il est difficile d'évaluer les ressources qui seront nécessaires à la publication de tels indicateurs ? La stratégie adoptée par les acteurs dépendra essentiellement de leur appréciation de l'avantage compétitif issu de la publication des PAI. Il en sera de même lorsque la publication des PAI sera réalisée dans un second temps à l'échelle des produits.

<sup>1</sup> Question related to Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088, ESA, 14 juillet 2021, disponible [ici](#).

## Comment définir si un produit financier doit répondre à l'article 8 ou 9 ?

Pour rappel, l'article 8 du règlement SFDR s'applique aux produits financiers qui « *promouvent des caractéristiques environnementales ou sociales* » alors que l'article 9 s'applique à ceux qui « *ont pour objectif l'investissement durable* ». Ces deux articles obligent les acteurs financiers à publier des informations sur la manière dont les caractéristiques ESG ou l'objectif d'investissement durable sont respectés. Bien que ce règlement fournisse pour la première fois une définition de « l'investissement durable », le manque de précision de ces deux articles a fait naître différents niveaux d'interprétation. Le seul consensus concerne l'extension de l'intégration des risques en matière de durabilité à tous les types de gestion (article 6), qui ne devrait pas être un élément suffisant pour que le produit soit soumis à l'article 8.

Les sociétés de gestion ont dû réaliser leur propre arbitrage lors du classement de leur fonds selon l'article 6 (non-ESG), l'article 8 (ESG) et l'article 9 (investissement durable). Mais il semblerait que l'approche adoptée ne soit pas révélatrice du niveau d'engagement des gérants. Alors que « la prudence » en a conduit certains à interpréter les articles de manière très stricte, en identifiant un minimum de fonds comme article 8 ou 9, elle en a poussé d'autres à une interprétation large qui a permis de qualifier un grand nombre de fonds pour des raisons essentiellement commerciales et liées à la pression réelle ou anticipée de leurs investisseurs institutionnels. Conscients de ces divergences, certains acteurs ont d'ailleurs déjà adapté leur première interprétation, encore susceptible de changer suite aux précisions apportées par la dernière publication de l'ESA en juillet.

Une étude menée par Morningstar, publiée début avril 2021, portait sur l'analyse des prospectus de 30 gestionnaires d'actifs de nationalités et tailles différentes. Elle démontrait que 21% des fonds européens répondaient aux critères article 8 et 9.



Proportion des fonds des articles 8 et 9 des gestionnaires d'actifs, Morning star, avril 2021

Il n'est pas étonnant que la mise en œuvre d'une réglementation d'application directe, aussi structurante et encore incomplète sur certains points, se traduise par des choix d'interprétation divergents par les acteurs concernés. Dans un contexte commercial très porteur sur les produits durables, l'inflation des fonds classés article 8 peut pousser à une moindre rigueur sur l'intégration concrète des caractéristiques ESG. Il est souhaitable que les régulateurs européens contribuent à la convergence des interprétations retenues par les acteurs.

## Quels indicateurs utiliser pour répondre à ce nouveau devoir de transparence ?

Afin de répondre aux nouvelles exigences réglementaires, les acteurs financiers doivent identifier et mobiliser les indicateurs les plus pertinents pour leur type de produits, en tenant compte des attentes de leurs clients.

L'utilisation d'indicateurs ESG<sup>2</sup>, déjà largement répandus dans la gestion d'investissements durables, va s'étendre à la gestion de produits financiers classiques afin de pouvoir justifier de *la prise en compte des risques en matière de durabilité* (art. 4 du SFDR). De nombreux acteurs financiers commencent déjà à former leurs équipes de gestion à ce sujet, à recruter des analystes dédiés ou bien à trouver des prestataires pour externaliser cette analyse.

### ▪ The increasing use of climate indicators

Encore moins courants, les indicateurs climat commencent à être de plus en plus utilisés dans les rapports extra-financiers. L'article 29 de la loi énergie-climat exige notamment la transparence sur l'alignement de la température des portefeuilles avec le scénario 2°C défini par les Accords de Paris. Pour répondre à cette obligation, les acteurs ont à leur disposition un vaste choix d'indicateurs aux résultats souvent hétérogènes, en fonction des choix méthodologiques réalisés comme le type d'allocation<sup>3</sup> et d'alignement<sup>4</sup>, le scénario de référence utilisé par la méthodologie ou l'horizon de temps étudié. Un autre paramètre expliquant la différence des résultats concerne le périmètre étudié, avec le choix d'inclure ou non le *scope 3*<sup>5</sup> qui fait encore débat.

L'indicateur *SB2A* mesure par exemple les émissions de GES d'une entreprise en intensité physique (émissions de GES/unité de production), alors que l'indicateur *MSCI Warming Potential* mesure ces émissions en intensité économique (émissions de GES/€ de chiffre d'affaires)<sup>6</sup>. Bien que plus simple à calculer, ce dernier est cependant moins rigoureux puisque la valeur économique d'un bien n'est pas proportionnelle à sa performance climatique. Une voiture de sport dont les émissions de gaz à effet de serre sont supérieures à une voiture classique aura pourtant une meilleure intensité économique.

### ▪ L'émergence des indicateurs sur la biodiversité

L'essor récent de la mesure d'impact des investissements sur la biodiversité, abordé par l'article 29, oblige les acteurs financiers à innover sur la mesure d'empreinte biodiversité dont les premiers indicateurs commencent à voir le jour. Le *Corporate Biodiversity Footprint* permet par exemple de calculer les impacts sur la biodiversité des activités économiques sur toute la chaîne de valeur, avec une approche intégrée dans le temps. Le *Global Biodiversity Score* couvre davantage de pressions (notamment sur la biodiversité aquatique) mais adopte une approche non intégrée dans le temps avec deux indicateurs de stocks et de flux d'impacts sur la biodiversité<sup>7</sup>. Ces 2 outils utilisent la même unité, le MSA.km<sup>2</sup>, qui mesure en pourcentage l'abondance moyenne des espèces natives par rapport à l'état naturel originel de l'écosystème<sup>8</sup> sur une surface déterminée. La

<sup>2</sup> Indicateurs Environnement, Social et Gouvernance tels que par exemple les émissions carbone (E) la parité homme/femme et l'égalité salariale, les conditions de travail, le respect des droits de l'homme et des libertés fondamentales (S), l'indépendance du conseil administration (G).

<sup>3</sup> Le type d'allocation correspond au niveau étudié : l'économie entière, le secteur d'activité ou l'entreprise.

<sup>4</sup> Le type d'alignement correspond à une approche statique ou dynamique de la performance d'un acteur financier par rapport à un scénario donné.

<sup>5</sup> Le scope 3 regroupe quant à lui toutes les autres émissions de gaz à effet de serre qui ne sont pas liées directement à la fabrication du produit, mais à d'autres étapes du cycle de vie du produit (approvisionnement, transport, utilisation, fin de vie, etc).

<sup>6</sup> Comparative study of 2°C indicators, Louis Bachelier Institute and analysis, 2020.

<sup>7</sup> L'indicateur de stock chiffre l'ensemble des pertes de biodiversité liées à l'activité depuis son commencement alors que l'indicateur de flux chiffre l'ensemble des pertes liées à l'activité pendant l'année d'évaluation

<sup>8</sup> MSA : Mean Species Abundance (abondance moyenne des espèces)

Biodiversity footprint financial institutions method (BFFI), dont l'outil est encore en phase de développement, utilise une approche d'analyse de cycle de vie en s'appuyant sur la méthode ReCiPe<sup>9</sup>.

A l'instar de la TCFD pour le climat, la Taskforce on Nature-related Financial Disclosure (TNFD) a récemment été lancée afin de proposer, dès 2023, un cadre aux organisations pour clarifier l'évolution des risques liés à la biodiversité et réorienter les flux financiers mondiaux vers des investissements bénéfiques pour la nature. Les alignements internationaux mentionnés par l'article 29 ont été publiés sous la forme de 21 cibles à atteindre en 2030 et devront être validés lors la COP15. Cette dernière devait se tenir en Chine au mois d'octobre mais l'évènement a de nouveau été repoussé au Q2-Q3 2022 en raison de la pandémie mondiale du Covid-19.

#### ▪ La création d'un indicateur environnemental agrégé : la part verte

L'articulation entre le règlement SFDR et la Taxonomie européenne des activités vertes marque l'apparition d'un nouvel indicateur environnemental. Les investisseurs et les entreprises auront dès 2023<sup>10</sup> l'obligation de mesurer la performance environnementale de leurs activités et de publier leur « part verte ». Cet indicateur correspond au pourcentage du chiffre d'affaires des entreprises dont les activités respectent les seuils définis par la taxonomie européenne en fonction de chaque secteur. Il permet de prendre en compte plusieurs impacts environnementaux au sein d'un même indicateur (comme c'est le cas de la NEC<sup>11</sup>) puisque la taxonomie s'intéresse au climat, à la consommation d'eau, à la biodiversité, à l'économie circulaire et aux risques de pollution.

Ce référentiel, très utile dans la lutte contre le *green washing*, s'avère cependant difficile à mettre en œuvre sur le plan opérationnel. La limite des critères techniques, en particulier DNSH<sup>12</sup>, est observable lors de leur application aux activités réelles de l'entreprise. La granularité extrême des données nécessaires rend pour l'instant indispensable l'envoi de questionnaires ciblés aux entreprises. De plus, la binarité du résultat - vert ou non vert - met en valeur les meilleures pratiques par secteur mais ne rend pas compte d'autres activités étant aussi, dans une moindre mesure, bénéfiques pour la transition environnementale. Quelques années seront certainement nécessaires afin de réduire la marge d'interprétation possible à ce jour et stabiliser l'application de ce règlement.

---

<sup>9</sup> L'objectif principal de la méthodologie ReCiPe est de transformer les nombreux résultats de l'inventaire du cycle de vie en un nombre limité de scores indicateurs. Ceux-ci expriment la gravité relative d'une catégorie d'impact environnemental. L'unité utilisée est le PDF.m2.an dont PDF correspond à 'Potentially Disappeared Fraction of species'.

<sup>10</sup> L'alignement à la Taxonomie devra être publié en 2023 pour les entreprises et 2024 pour les acteurs financiers selon l'acte délégué sur l'article 8 de la taxonomie européenne.

<sup>11</sup> La NEC (Net environmental contribution) est un indicateur développé par I Care en partenariat avec Quantis et Sycomore.

<sup>12</sup> Critère *Do not significantly harm* qui vise à vérifier que l'impact positif de l'activité sur un des six objectifs de la taxonomie européenne n'a pas d'impact négatif sur un autre des objectifs.



Exigences réglementaires	Exemple d'indicateurs	Maturité des méthodologies	Difficultés de mise en œuvre
Intégration des risques ESG et risques en matière de durabilité <i>SFDR</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>E - Emission carbone, consommation d'eau, pollution de l'air etc.</li> <li>S - Sécurité au travail, parité femme/homme, égalité salariale etc.</li> <li>G - Indépendance des organes de direction, risque d'homme-clé etc.</li> </ul>	Stabilisée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Difficulté à quantifier l'impact financier des risques et opportunités de transition</li> <li>Besoin de ressources : formation sur les risques ESG, recrutement d'analystes dédiés ou de fournisseurs de données</li> <li>16 indicateurs PAI en attente de confirmation</li> </ul>
Stratégie d'alignement avec les Accord de Paris sur le climat <i>Article 29 LEC</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Empreinte carbone</li> <li>Alignement 2 degrés : SB2A, MSCI Warming Potential etc.</li> <li>Risques physiques et de transition</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Stabilisée</li> <li>Stabilisée</li> <li>Opérationnelle</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Différence de résultats en fonction du périmètre, type d'allocation, type d'alignement, scénario utilisés et temps d'horizon étudié, qui complique la comparaison entre deux actifs ou deux portefeuilles</li> <li>Absence de consensus sur l'inclusion du scope 3</li> </ul>
Alignement des activités à la taxonomie européenne <i>SFDR</i>	Part verte	En cours d'ajustement opérationnel	<ul style="list-style-type: none"> <li>Critères techniques complexes et difficilement applicables opérationnellement</li> <li>Envoi de questionnaires ciblés nécessaires pour obtenir le niveau de granularité de donnée exigé</li> </ul>
Alignement avec les objectifs internationaux sur la biodiversité <i>Article 29 LEC</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Corporate Biodiversity Footprint</li> <li>Global Biodiversity Score</li> <li>BFFI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Récemment commercialisé mais toujours en développement</li> <li>En développement</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Absence de recul sur le calcul de l'empreinte sur la biodiversité</li> <li>Données nécessaires rarement calculées par les entreprises</li> </ul>

Maturité et difficultés opérationnelles des indicateurs mobilisables pour répondre aux exigences réglementaires, I Care, 2021.

Pour finir, le règlement SFDR introduit pour la première fois la prise en compte des principaux impacts négatifs des investissements sur les facteurs de durabilité. Cette mesure d'impact nécessite le suivi de 16 indicateurs définis par les RTS<sup>13</sup>. Ceux-ci concernent les émissions GES, mais aussi l'eau, les déchets ou la biodiversité, ainsi que sur des facteurs sociaux tels que l'égalité des genres ou le droit du travail. Il est essentiel pour les acteurs financiers de se doter dès maintenant des bons outils, qui leur permettront d'utiliser la mesure de ces indicateurs comme un atout de différenciation en les prenant en compte dans sa gestion, plutôt qu'en subissant simplement les coûts engendrés par leur mesure.

## 4

## Quels sont les freins d'accès à la donnée ?

Après avoir identifié et sélectionné les indicateurs les plus appropriés, les acteurs se retrouvent confrontés à un dernier challenge : la disponibilité des données sur les entreprises. La facilité d'accès à ces informations diffère en effet grandement selon l'univers d'investissement et la capacité d'influence des acteurs financiers.

Le secteur d'activité, l'origine et la taille de l'entreprise ont un fort impact sur la disponibilité des données. Les grandes entreprises européennes sont soumises à une obligation de déclaration de performance extra-financière<sup>14</sup> qui rend la donnée facilement accessible aux investisseurs, alors que les informations concernant une PME implantée dans un pays moins réglementé sont plus difficiles à collecter. A ce titre, la révision de la directive NFRD, dont le périmètre doit être élargi à toutes les entreprises de plus de 10 salariés<sup>15</sup>, devrait permettre de répondre aux besoins d'accès des investisseurs aux données extra-financières des plus petites entreprises. Les entreprises des secteurs les plus polluants ont également tendance à publier davantage d'informations concernant leurs activités afin de répondre à la pression grandissante des investisseurs.

<sup>13</sup> Regulatory Technical Standards équivalent à un décret d'application, selon la dernière version du Draft Report publiée le 4 février 2021.

<sup>14</sup> DPEF : Déclaration de performance extra-financière, transposition française de la NFRD.

<sup>15</sup> Dernière proposition de directive CSDR sur les rapports de durabilité des entreprises venant modifier la directive NFRD, en date du 21 avril 2021. Consultation en ligne disponible [ici](#).



## Une base de données européenne ?

La Commission européenne a l'ambition de proposer dès 2021 un point d'accès unique à l'information réglementée, qui rassemblerait les informations publiées par toutes les sociétés cotées européennes : **le European Single Access Point (ESAP)**. Cette base de données publique permettrait de centraliser l'information financière et extra-financière et de faciliter l'accès à la donnée à moindre coût, pour l'ensemble des investisseurs ainsi que toutes autres parties prenantes intéressées.

Un questionnaire sur la création de l'ESAP a été soumis à consultation au premier trimestre 2021 afin d'interroger le marché sur la création d'une telle base de données. Cela s'inscrit à la suite des recommandations faites par le *High Level Forum on the Capital Markets Union* en Juin 2020.

La taille de l'acteur financier et la nature de ses investissements lui permettent également d'accéder plus ou moins facilement aux informations de l'entreprise. Les plus gros acteurs financiers ont davantage de ressources financières et techniques internes afin de collecter et traiter eux-mêmes la donnée *via*, par exemple, l'envoi de questionnaire ou de recueillir les informations auprès de fournisseurs dédiés. Le manque de moyens de certains investisseurs participe donc à la fragmentation entre investisseurs ambitieux, capables de fournir les données nécessaires et investisseurs prudents par manque de visibilité. D'autre part, les actionnaires ont une relation privilégiée avec l'entreprise et davantage d'influence pour exiger plus de transparence de la part de l'entreprise qu'un créancier ou qu'un investisseur sur les marchés dérivés. Toutefois, comme le soulève *l'Inter-American Development Bank* dans un récent rapport sur les émetteurs d'obligations durables<sup>16</sup>, l'intégration des risques ESG progresse et va également bientôt devenir la norme pour les investisseurs du marché obligataire, malgré l'absence de méthodologie commune à ce jour.

## Conclusion

Depuis le 10 mars 2021, les investisseurs sont confrontés à de nouvelles exigences réglementaires issues du règlement SFDR. Les chevauchements de calendriers réglementaires et les incertitudes des textes peuvent susciter des difficultés dans la classification des produits et l'adaptation du modèle de gestion des acteurs financiers. Certains sont ainsi tentés d'attendre la publication et l'entrée en vigueur des RTS, qui viendront préciser la granularité des informations exigées pour intégrer les indicateurs environnementaux dans leur stratégie d'investissement et élaborer une méthodologie adaptée. La Commission européenne a d'ailleurs indiqué aux colégislateurs sa volonté de repousser l'entrée en application des RTS au 1er juillet 2022<sup>17</sup>, ce qui devrait prolonger la période de doute sur leur interprétation. Au-delà des informations générales du règlement SFDR, la fixation d'objectifs quantitatifs prospectifs et le chiffrage des risques physiques et de transition sont également attendus par le décret de l'article 29.

Malgré des difficultés dans sa mise en œuvre, le cadre réglementaire a permis de placer les facteurs de durabilité au cœur des préoccupations des acteurs financiers. Le volet social demeure, aux côtés de l'environnement, l'un des enjeux clés de la Commission européenne et devrait être développé dans un proche avenir. Son objectif de placer au même niveau les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance dans le cadre de la révision de la directive NFRD devrait permettre d'aligner les degrés d'ambition des émetteurs, investisseurs et décideurs

<sup>16</sup> Sustainable Issuer versus Sustainable Issuance, IDB, 2021. Consultation en ligne disponible [ici](#).

<sup>17</sup> Article Reuters, « EU further delays sustainable finance rules for asset managers », publié le 9 juillet 2021. Consultation en ligne disponible [ici](#).



publics. Le rapport provisoire sur l'élaboration d'une taxonomie sociale<sup>18</sup> publié en juillet a toutefois fait naître quelques inquiétudes puisque les questions sociales sont aujourd'hui réglementées entre les partenaires sociaux au niveau des États membres. L'appropriation de ce sujet par l'Union Européenne permettrait d'homogénéiser les standards nationaux dans un contexte de marché international, avec un point d'attention particulier sur le développement de critères quantitatifs qui pourrait s'avérer plus complexe que sur les sujets environnementaux. La stabilisation de ce dispositif complet et ambitieux prendra à l'évidence plusieurs années.



## A propos de l'agence de conseil en environnement I Care

Cabinet de conseil en stratégie dans le domaine de l'environnement, I Care accompagne depuis 2008 les entreprises, les acteurs financiers et le secteur public dans leur transition vers une société à faible impact environnemental.

De la réflexion stratégique aux solutions opérationnelles, I Care propose des **solutions innovantes sur une large gamme d'enjeux environnementaux** : climat, biodiversité, économie circulaire et ressources... avec pour objectif d'aider la société à passer d'une « forte empreinte » à une « forte productivité environnementale ». Basée à Paris, Lyon et Belo Horizonte (Brésil), l'équipe est aujourd'hui composée d'une soixantaine de personnes.

**Siège** : 28, rue du 4 septembre, 75002 PARIS



<sup>18</sup> Rapport provisoire pour une taxonomie sociale publié le 12 juillet 2021 sur la plateforme pour une finance durable. Consultation en ligne disponible [ici](#).

