

ÉTAT DES LIEUX DES CLASSIFICATIONS SFDR SUR LE MARCHÉ DES FONDS FRANÇAIS ET EXPOSITION DES PORTEFEUILLES AUX ÉNERGIES FOSSILES À FIN 2021

Pierre-Emmanuel Darpeix et Anne Demartini

Synthèse – Résumé exécutif :

Entré en vigueur le 10 mars 2021, le règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers de 2019 (*Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR*) vise à favoriser l'orientation des capitaux vers des activités durables par l'harmonisation et le renforcement des obligations de transparence en matière environnementale et sociale dans le secteur des services financiers, parmi lesquels figure la gestion d'actifs. Les exigences de transparence sont proportionnelles à l'ambition environnementale et sociale affichée.

Afin d'évaluer l'ambition environnementale et sociale des produits financiers, SFDR introduit ainsi une classification articulée autour de trois catégories :

- les produits financiers dits « **article 9** », qui présentent un *objectif d'investissement durable* ;
- les produits dits « **article 8** », qui *promeuvent des caractéristiques durables* en tenant compte des critères ESG dans le cadre du processus d'investissement mais sans poursuivre un objectif d'investissement durable ;
- les produits financiers dits « **article 6** », qui ne rentrent dans aucune des deux catégories précédentes et ne peuvent donc pas faire état de caractéristiques durables dans leur communication aux investisseurs.

La notion d'« **investissement durable** » est définie par SFDR (article 2(17)) de manière très générale comme un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif environnemental ou social sans causer de préjudice important à d'autres objectifs environnementaux ou sociaux, et dans une entreprise qui applique de bonnes pratiques de gouvernance.

SFDR impose à tous les produits financiers, quelle que soit l'ambition de durabilité affichée, de publier des informations sur la manière dont sont intégrés les risques environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ainsi que sur leur impact possible sur la valeur des investissements. Pour les produits financiers mettant en avant une dimension durable (article 8 et article 9), des informations additionnelles sont requises depuis le début de l'année 2023 : la documentation réglementaire devra comporter des informations qualitatives et quantitatives sur la manière dont les caractéristiques promues sont respectées, et le cas échéant dont les objectifs sont atteints.

Il faut bien comprendre la philosophie de SFDR, qui est tout à fait atypique : il s'agit de lutter contre l'éco blanchiment en imposant aux acteurs qui revendiquent une approche durable pour leurs produits financiers de publier des informations permettant aux investisseurs d'effectuer leur propre analyse sur la dimension durable de ces produits. À cet égard, il convient de noter que la moindre mention d'une

dimension durable dans la documentation d'un produit suffit pour le considérer comme relevant de l'article 8 de SFDR (« promotion d'une caractéristique durable »), et impose par conséquent la publication d'informations additionnelles. La classification d'un fonds dans la catégorie article 8 de SFDR n'est ainsi ni un label ni un gage de qualité.

S'agissant des fonds article 9, la Commission européenne a précisé en juillet 2021 dans un document de questions-réponses qu'ils ne devaient être composés que d'investissements durables au sens de SFDR (exceptions faites des investissements effectués dans un but de liquidité ou de couverture)¹. La définition proposée laissant une marge d'interprétation considérable aux acteurs financiers dans l'appréciation du caractère durable d'un investissement, un même investissement pourrait être considéré comme durable par un acteur, et ne pas l'être aux yeux d'un autre. Par conséquent, la catégorie article 9 de SFDR ne constitue pas non plus un label ni un gage de qualité.

Cette étude n'a pas vocation à représenter un exercice de conformité à SFDR. Il s'agit avant tout de dresser un état des lieux de la classification SFDR pour l'ensemble du marché français de la gestion d'actifs à fin 2021. Dans un second temps, et dans la continuité du rapport commun AMF-ACPR de suivi des engagements des acteurs financiers de la place de Paris publié à l'automne 2022², les caractéristiques des fonds d'investissement français, en particulier leur classifications SFDR, sont mises en regard de la composition de leurs portefeuilles, toujours à fin 2021. On se focalise principalement sur l'exposition aux énergies fossiles, qui fait l'objet d'une attention particulière de plusieurs parties prenantes externes, bien que ce lien soit absent de la réglementation en vigueur. On insiste sur le fait que la situation des portefeuilles et des classifications a pu évoluer entre l'échéance analysée (fin 2021) et la date de publication de l'étude (début 2023). En particulier, des déclassifications d'article 9 à article 8 ont été observées au quatrième trimestre 2022.

Classification SFDR des fonds d'investissement français :

Fin 2021, un cinquième des 10 600 fonds français en vie promeuvent des caractéristiques environnementales ou sociales (fonds article 8) ou revendiquent un objectif d'investissement durable (fonds article 9), représentant la moitié des encours.

- Les fonds article 8 comptent à eux-seuls pour 19 % du marché en nombre et 47 % des encours gérés. Cette catégorie SFDR représente la quasi-totalité de l'actif net des fonds monétaires et près de 50 % de l'encours des fonds actions et obligataires français.
- Les fonds article 9 représentent 2 % du nombre et 3 % de l'actif net total des fonds français. Ces fonds sont davantage représentés parmi les fonds actions.
- **Deux tiers des sociétés de gestion étudiées ne déclarent aucun fonds article 8 ou article 9.**

Pour un tiers des fonds et un cinquième environ des encours, l'information sur la classification retenue n'est pas disponible alors qu'elle devrait l'être. Il s'agit principalement de fonds immobiliers et de *private equity* créés avant 2021 et qui n'étaient plus ouverts à la commercialisation à l'entrée en application de SFDR.

¹ [Question related to Regulation \(EU\) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector \(Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088\)](#)

² ACPR, AMF (2022). [Suivi et évaluation des engagements climatiques des acteurs de la Place – Troisième rapport commun ACPR/AMF](#). Octobre 2022, 129p.

Répartition du marché français en volume pour l'année 2021 (AN total de 1 907 milliards d'euros)



Source : AMF (BIO), Thomson Reuters Lipper, Morningstar, Calculs AMF

Note de lecture : Le cercle intérieur indique la part de chaque catégorie mesurée en nombre de fonds, alors que le cercle extérieur présente ces proportions relativement à l'actif net. La catégorie « Not found » correspond aux fonds pour lesquels la catégorie SFDR n'a pu être identifiée.

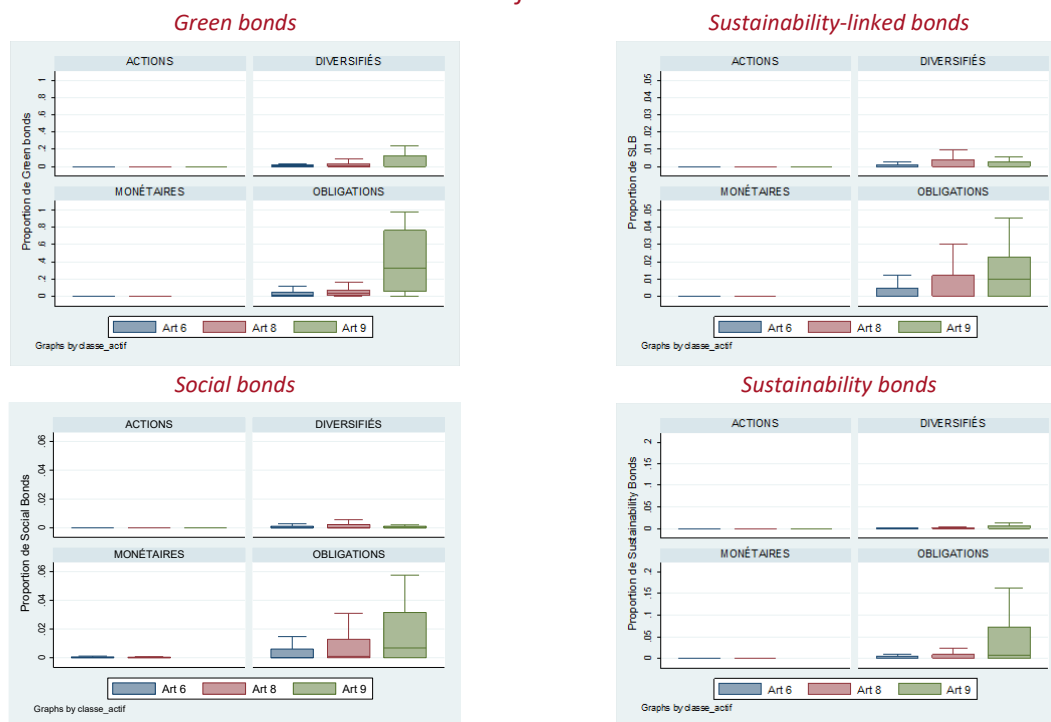
Composition des portefeuilles des fonds d'investissement (dimension environnementale) en fonction de leur classification SFDR :

La lutte contre le changement climatique et la décarbonation des portefeuilles mobilisent aujourd'hui fortement les acteurs financiers. Plusieurs variables d'intérêt sont analysées au regard de la classification SFDR pour les quatre principales catégories de fonds (fonds actions, obligataires, diversifiés et monétaires) :

- les expositions des fonds aux obligations vertes (*green bonds*), aux *sustainability-linked bonds* (SLB), aux obligations sociales et aux obligations durables ;
- les expositions des fonds aux développeurs charbon et *Oil & Gas* (i.e. les entreprises qui accroissent leur capacité de production dans ces secteurs) et, plus généralement, les expositions aux sociétés actives dans le secteur des énergies fossiles. Sur ce point, l'analyse est complétée par une tentative de prise en compte de la crédibilité des plans de transitions des émetteurs de ces secteurs présents au portefeuille des fonds (des estimations complémentaires sont réalisées en retirant des mesures d'exposition les sociétés dont les plans sont jugés les plus crédibles par la méthodologie *Assessing Low Carbon Transition* des Nations-unies).

Il est primordial de rappeler que **SFDR introduit des obligations de transparence mais ne crée à ce stade aucune obligation de conduite pour les acteurs. Il n'est ainsi pas interdit juridiquement à des gérants de fonds Article 8 ou 9 d'investir dans des titres de développeurs fossiles et de producteurs de charbon, pétrole ou gaz. Par ailleurs, en l'état actuel des textes, il n'y a pas d'éléments qui, en droit, dressent un lien clair et explicite entre de telles activités et la notion de préjudice important mentionnée dans SFDR. En revanche, depuis début 2023, SFDR impose que pour ces fonds, des informations spécifiques soient publiées, par exemple, sur la proportion du portefeuille investi dans ces secteurs.**

Distribution de la proportion de Green bonds et SLB au portefeuille des fonds français, par classe d'actif et classification SFDR



Source : Banque de France (base OPC titres), Lipper, Morningstar, AMF

Les principales observations fin 2021 sont les suivantes :

1) Les fonds obligataires et diversifiés investissent significativement dans des obligations vertes, durables et sociales ainsi que dans des *sustainability-linked bonds*. Le poids de ces actifs est plus important dans les fonds classés article 8 ou article 9.

2) S'agissant des expositions des fonds aux énergies fossiles, les résultats varient en fonction de la source de données utilisée (ici Urgewald et Trucost) pour mesurer les expositions et la catégorie de fonds analysée. De manière générale, les fonds actions article 8 et article 9 présentent une moindre exposition aux énergies fossiles. Les résultats sont beaucoup moins clairs pour les autres catégories de fonds, notamment les fonds obligataires. En particulier, les différences entre les fonds article 8 et article 6 sont rarement significatives au sens statistique du terme, ce qui suggère que la définition des fonds article 8 est sans doute peu discriminante.

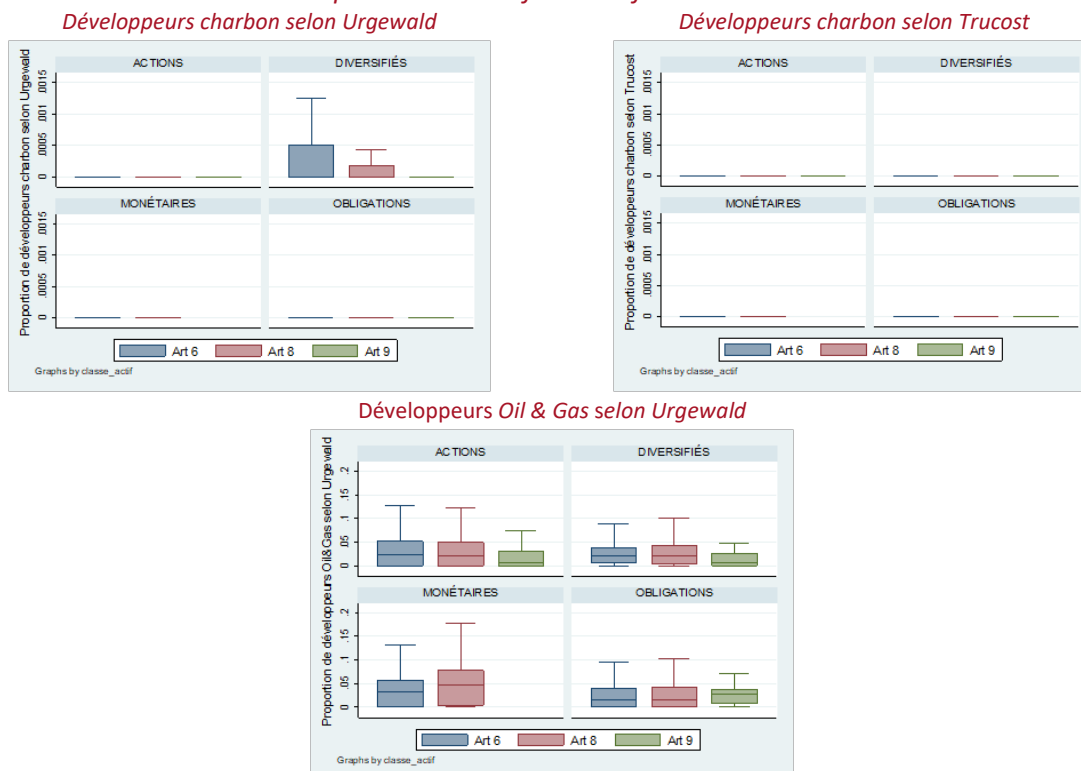
- Plus spécifiquement, concernant le **secteur charbon** :
 - ✓ L'exposition des **fonds actions** est significativement moindre pour les fonds article 8 et article 9 que pour les fonds article 6. En revanche, la différence entre l'exposition des fonds article 8 et celle des fonds article 9 est plus rarement significative.
 - ✓ Les **fonds obligataires** article 8 et article 9 sont dans de nombreux cas significativement plus exposés que les fonds article 6.
 - ✓ Pour les **fonds diversifiés**, les résultats diffèrent selon les sources de données utilisées. Les expositions des fonds article 8 et article 9 sont inférieures aux fonds article 6 mais seulement avec la source de données Urgewald et, dans le cas des fonds article 8, uniquement lorsque les expositions aux obligations durables et aux entreprises dont les plans de transition peuvent être considérés comme crédibles sont prises en compte.
 - ✓ On ne note pas de différence statistiquement significative entre les fonds monétaires article 6 et 8.
- Pour ce qui est du **secteur pétrolier et gazier** :
 - ✓ Les expositions des **fonds actions et diversifiés** durables sont inférieures aux fonds article 6 mais seulement d'après la source de données Urgewald.
 - ✓ S'agissant des **fonds obligataires**, les écarts sont au mieux statistiquement non significatifs, sauf si l'on retranche des expositions les investissements dans les obligations finançant des projets environnementaux.
 - ✓ Les écarts sont statistiquement non significatifs pour les **fonds monétaires**.

3) Si l'on se concentre sur le périmètre restreint des développeurs fossiles :

- D'une manière générale, les résultats diffèrent selon la source utilisée pour les identifier et la classe d'actifs considérée.
- Les développeurs charbon selon Urgewald ne se retrouvent que dans les fonds diversifiés et leur poids, au demeurant très faible, est moindre pour les fonds article 8 que pour les fonds article 6 et s'avère négligeable pour les fonds article 9. Les expositions mesurées avec les données Trucost sont encore plus limitées.
- L'exposition aux développeurs *Oil & Gas* est plus significative mais reste faible. Les fonds actions et diversifiés classés article 9 semblent moins exposés que les équivalents article 6. En revanche, les fonds article 8 se distinguent rarement de manière significative des fonds article 6.
- Une analyse spécifique des fonds article 9 permet d'identifier les principaux développeurs fossiles présents dans leurs portefeuilles. Sur 207 fonds classés article 9 fin 2021 représentant

un actif net total de 61 milliards d’euros, et à partir des listes établies par Urgewald, les groupes développeurs charbon concernaient fin 2021 17 fonds et représentaient 16 millions d’euros d’encours gérés. Une partie de ces fonds ont été déclassifiés en fonds article 8 courant 2022. Les groupes développeurs *Oil & Gas* concernaient pour leur part la moitié des fonds sous revue et représentaient 1,4 milliards d’euros.

Distribution de la proportion de développeurs charbon et Oil & Gas au portefeuille des fonds français par classe d’actif et classification SFDR



Source : Banque de France (base OPC titres), Lipper, Morningstar, Urgewald, Trucost, AMF

À l’inverse d’un mécanisme de labellisation, le règlement SFDR ne prévoit aucune exigence minimale sur le fond et demande essentiellement aux acteurs financiers de publier des informations relatives à leurs allégations et pratiques en matière extra-financière. Cette étude vient renforcer le constat porté par l’AMF depuis quelques mois selon lequel des produits « catégorisés » article 9 et article 8 renvoient à des ambitions et pratiques très hétérogènes, notamment en matière d’engagements climatiques. Cela rend donc très difficile la reconnaissance des produits durables mettant en œuvre les pratiques extra-financières les plus ambitieuses et robustes. Dès lors, l’application de SFDR dans son état actuel peut engendrer un écart entre les attentes exprimées par les investisseurs et la réalité des pratiques. Face à ce risque, l’Autorité des marchés financiers (AMF) s’est d’ailleurs prononcée pour l’introduction de critères minimaux environnementaux que les produits financiers devraient satisfaire afin d’être catégorisés article 9 ou article 8 dans le cadre de SFDR et a formulé des propositions les concernant³. Par ailleurs, l’Autorité développe un outil de lecture automatisée pour industrialiser la détection des classifications SFDR d’après les prospectus et ainsi permettre un suivi dynamique des changements déclaratifs.

³ [Proposition de critères minimaux environnementaux pour les produits financiers des catégories Art.9 et Art.8 de SFDR \(13/02/2023\)](#)