

**Evaluation du marché européen des  
labels de finance verte et solidaire**

**Septembre 2022**

---

## Introduction

Les labels de finance durable ont été et sont toujours le principal instrument de « normalisation » d'un marché qui s'est considérablement développé sans être vraiment régulé dans ses pratiques. Alors que la plupart des obligations règlementaires, y compris celles qu'imposent la nouvelle réglementation européenne, concernent surtout le reporting, ces labels sont donc le principal élément mis à disposition des conseillers financiers et des clients pour se repérer dans l'offre de finance durable.

En France, la loi PACTE a introduit l'obligation pour les assureurs de présenter dans leur offre d'assurance vie des unités de compte investies dans la finance verte ou solidaire, selon trois catégories : responsable (ISR), verte (Greenfin) ou solidaire (Finansol). Ces dispositions, entrées progressivement en vigueur depuis 2020, ont-elles produit des effets mesurables ? Quelles sont les promesses des référentiels des labels et celles-ci influencent-elles la composition des fonds, c'est-à-dire la sélection des entreprises en portefeuille ? Ces fonds ont-ils une valeur ajoutée sur des performances Environnementales Sociales et de Gouvernance (ESG), quantifiables à travers des indicateurs d'impact qui puissent être compris par les épargnants ? Autant de questions dont les réponses sont liées à la crédibilité de l'offre de finance durable. En l'état actuel, l'analyse fine de l'offre de fonds labellisés dans le cadre de cette étude permet de constater que la combinaison de produits de finance durable très hétérogènes dans leurs approches et de volumes d'encours agrégés toujours plus importants rend très difficile l'évaluation des impacts de la labellisation en termes de transformation des entreprises sélectionnées dans les fonds labellisés.

Cette étude, réalisée par Nicolas Redon avec l'appui de Lorene Moretti et d'Estelle Cazard pour Novethic, sous la supervision d'Anne-Catherine Husson-Traore, et de Florent Brones, Camille Manse et Jon Sallé pour FAIR, permet à la fois de mieux comprendre comment fonctionne le marché mais aussi les caractéristiques et les limites de l'offre actuelle de fonds labellisés. Elle comporte trois parties, une première qui décrit les principales caractéristiques des labels et des produits d'assurance-vie construits à partir de fonds labellisés, une seconde qui analyse la composition des produits pour comprendre sur quels types d'entreprises et d'activités sont investis les encours des produits financiers labellisés, et une troisième sur l'effet des investissements labellisés sur le verdissement de l'économie réelle.

novethic  
fair.

# Sommaire

<b>1. Labels de finances vertes et solidaires</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>Labels de finance responsable / durable / verte</b> .....	- 4 -
<b>Les spécificités de la finance solidaire</b> .....	- 10 -
<b>Critères du label Finansol</b> .....	- 10 -
<b>Comparatif européen de la labellisation directe des produits d'assurance</b> .....	- 11 -
<b>Contexte réglementaire en Europe et en France</b> .....	- 13 -
<b>Volume d'actifs intégrant la « durabilité » et des critères ESG en France</b> .....	- 14 -
Les fonds monétaires, une particularité française .....	- 14 -
<b>Les OPC au sein de l'actif et du passif des assureurs</b> .....	- 15 -
Focus sur la dynamique des fonds labellisés en assurance-vie.....	- 15 -
<b>Part de l'assurance vie dans l'encours des fonds labellisés</b> .....	- 17 -
<b>2. Nature et performance des investissements réalisés par type de label</b> .....	<b>- 19 -</b>
<b>Distinction par types de label</b> .....	- 19 -
<b>Capacité des référentiels de labels à orienter la nature des investissements réalisés</b> .....	- 20 -
<b>Nature des investissements réalisés en finance solidaire (label Finansol)</b> .....	- 23 -
<b>Performance des fonds labellisés</b> .....	- 26 -
<b>Greenium : une performance moindre concédée au financement de la transition énergétique ?</b> .....	- 29 -
<b>3. Etat de l'art des connaissances quant aux effets des investissements labellisés sur le verdissement de l'économie réelle</b> .....	<b>- 30 -</b>
<b>Introduction</b> .....	- 30 -
<b>Distinction entre financement et verdissement de l'économie</b> .....	- 30 -
<b>Etat des connaissances</b> .....	- 32 -
<b>Des labels attentifs aux débats</b> .....	- 37 -
L'Ecolabel européen au cœur des débats sur l'impact .....	- 37 -
<b>Impact ou performance : les épargnants indécis</b> .....	- 40 -
<b>La finance solidaire à la fois précurseur et sous-ensemble de la finance à impact</b> .....	- 40 -
<b>ANNEXES</b> .....	<b>- 41 -</b>

## 1. Labels de finances vertes et solidaires

Novethic propose depuis trois ans un [Panorama européen des labels de finance durable](#), dont la dernière actualisation a été publiée le 10 mai 2022. Les différentes caractéristiques des labels européens présentées ici sont extraites de cette étude, qui tient compte des critères à mai 2022. Un chapitre consacré aux spécificités de la finance solidaire ainsi qu'une partie consacrée à la labellisation directe de produits d'assurance permise par certains labels européens ont été ajoutés dans le cadre de cet appel à projets.

### Labels de finance responsable / durable / verte

Le marché européen compte neuf labels de finance durable (au sens large, incluant les notions de vert et solidaire), soutenus par des ministères nationaux, comités de labellisations indépendants ou organismes spécialisés. Novethic les a regroupés en deux grandes catégories : d'un côté les labels ESG, centrés sur des exigences minimums et dans certains cas un barème à points, de l'autre les labels dits « verts » axés sur la qualité environnementale des portefeuilles, basés ou non sur une taxonomie d'activités vertes.

	Labels	Gouvernance	Type de label	Produits éligibles
Labels ESG	<b>Label ISR</b> (France)	Comité dédié de parties prenantes, soutenu par le Ministère des Finances	Processus de gestion ISR/ESG	OPCVM, certains FIA, SCPI, OPCI, mandats de gestion
	<b>FNG-Siegel</b> (Allemagne, Autriche & Suisse)	Comité d'experts, sous l'égide du FNG <sup>a</sup>	Processus de gestion ISR/ESG avec exclusions ESG et climat. Barème à points	OPCVM. Autres supports éligibles au cas par cas.
	<b>LuxFLAG ESG</b> (Luxembourg)	LuxFLAG <sup>b</sup>	Processus de gestion ISR/ESG avec exclusions ESG	Tous fonds « Article 8 » ou « 9 » agréments dans un pays de l'UE ou autorité équivalente
	<b>Towards Sustainability</b> (Belgique)	Central Labelling Agency <sup>c</sup> (CLA)	Standard de qualité mélangeant processus de gestion et exclusions ESG et climat	Fonds de placement, Produits et contrats d'assurance-vie, Fonds de développement (dont micro-finance), Produits structurés, Comptes d'épargne
	<b>Umweltzeichen</b> (Autriche)	Ministère fédéral autrichien de l'Environnement	Processus de gestion ISR/ESG avec exclusions ESG et climat. Barème à points	Fonds de placement (y compris FIA et fonds immobiliers), Contrats d'assurance-vie, Comptes d'épargne
Labels « verts »	<b>Nordic Swan Ecolabel</b> (Pays Nordiques)	Nordic Ecolabelling Board <sup>d</sup> , sur mandat des gouvernements nordiques	Processus de gestion ISR/ESG avec exclusions ESG et climat et reporting vert. Barème à points	OPCVM et FIA majoritairement investis en titres cotés, et produits d'assurance
	<b>LuxFLAG Environment</b> (Luxembourg)	LuxFLAG <sup>b</sup>	Investissements thématiques et critères ESG	Fonds Article 8/9 (UCITS et FIA)
	<b>LuxFLAG Climate Finance</b> (Luxembourg)	LuxFLAG <sup>b</sup>	Investissements thématiques et critères ESG. Exclusions climat	Fonds Article 9 (UCITS et FIA)
	<b>Label Greenfin</b> (France)	Comité dédié de parties prenantes, présidé par le Ministère de la Transition Ecologique	Investissements thématiques et critères ESG. Exclusions climat	OPCVM, FIA

<sup>a</sup> Forum pour l'investissement durable (pays germanophones)

<sup>b</sup> Agence de labellisation internationale dont les membres fondateurs sont représentatifs du secteur financier luxembourgeois

<sup>c</sup> La Central Labelling Agency (CLA) est une association sans but lucratif qui fonctionne comme agence de labellisation

<sup>d</sup> Le Nordic Ecolabel est un label volontaire créé en 1989 par le Conseil Nordique des Ministres et attribuable à une soixantaine de catégories de produits de consommation. La catégorie « Produits financiers » a été introduite en 2017.

Sept labels émanent de la finance durable, tandis que les deux autres sont des labels environnementaux connus des citoyens et auxquels a été ajoutée une catégorie spécifique pour les produits financiers (selon le modèle également choisi pour le futur ecolabel européen). Il s'agit de Nordic Swan pour les pays d'Europe du Nord et d'Umweltzeichen pour l'Autriche. Ces deux labels ont aussi la particularité d'axer leurs référentiels sur un système de barème à points, qui permet de s'assurer qu'un nombre minimum d'exigences sont respectées. Un troisième barème à points, celui du label FNG (pays germanophones) encourage les fonds possédant les pratiques de gestion ESG les plus englobantes. Il récompense également la « crédibilité institutionnelle », c'est à dire les engagements ESG / ISR pris globalement par la société de gestion.

## a. Garanties ESG

Le système dit « pass or fail » mis en place par la majorité des labels, consiste à exiger un pourcentage minimum de titres (actions et obligations d'entreprises, obligations souveraines, ou même dette privée) bénéficiant d'une analyse ESG. Les attentes sont parfois combinées avec des exclusions (voir page 7 & 8). Ces exigences de screening ESG servent à s'assurer que la totalité ou quasi-totalité des titres en portefeuilles ont été analysés à l'aune de thèmes plus ou moins précis, et que l'analyse ESG est utilisée le plus largement possible.

Label	Exigences de couverture et sélectivité de l'analyse ESG	Précisions sur le ciblage de l'analyse
<b>Nordic Swan Ecolabel</b>	Analyse obligatoire de chaque ligne préalablement à l'investissement. Au moins 70% du portefeuille investi dans des titres associés aux meilleures pratiques de durabilité selon une définition à publier.	Deux axes à prendre en compte : - ESG (selon matérialité différenciée par secteurs) - Taxonomie (% d'alignement du chiffre d'affaires ou du CapEx de chaque entreprise).
<b>Towards Sustainability</b>	Intégration ESG obligatoire : analyse de 100% des lignes. Affichage de la sélectivité si filtre <i>Best in class / Best in universe</i> .	Analyse en double matérialité. Le niveau de diligence raisonnable ESG doit tenir compte de la probabilité et de l'ampleur de l'impact négatif potentiel sur les facteurs de durabilité de chaque investissement. Un filtre « Controverses » n'est pas suffisant.
<b>FNG Siegel</b>	Analyse de 100% du portefeuille (entreprises et leur modèle d'affaire).	Démonstration que les trois piliers E/S/G sont pris en compte, et que l'analyse se base sur des critères aussi exhaustifs que possible.
<b>LuxFLAG ESG</b>	Analyse de 100% du portefeuille, selon au moins trois stratégies ESG.	Identification des risques ESG matériels.
<b>Umweltzeichen</b>	Intégration obligatoire de critères de sélection ESG. Univers de départ investissable à moins de 50%.	A partir de thèmes présélectionnés liés à l'environnement, au climat, et aux relations des entreprises avec leurs parties prenantes, la sélection doit permettre a minima (au choix) : - d'identifier les titres "performants" sur ces thèmes - d'identifier les titres apporteurs de solutions - d'exclure les titres d'entreprises dont les activités ou pratiques contreviennent à ces thèmes.
<b>Label ISR</b>	Couverture ESG durablement supérieure à 90%. Réduction d'au moins 20% de l'univers investissable sur les critères ESG, ou note ESG moyenne du portefeuille meilleure que celle de l'univers de départ.	En cours d'instruction. La prise en compte de la double matérialité et du climat ont été évoqués parmi les propositions d'orientation pour la refonte du label, dans une note publiée en juillet 2022.

### Recentrage sur la (double) matérialité

Alors que l'analyse ESG requise pour 100% des lignes tend à devenir la norme, les critères d'analyse des actifs investis sont progressivement précisés. Les labels dont les référentiels ont été mis à jour en 2021 et 2022 ont introduit de nouvelles exigences sur les risques ESG dits « matériels », visant un degré minimal d'analyse « Environnementale ». Le label *Towards Sustainability* et *Nordic Swan* tendent à intégrer l'impact des activités des entreprises sélectionnées, en lien avec la nouvelle réglementation européenne.

La nouvelle version du *Quality Standard* de *Towards Sustainability* reprend l'approche du règlement SFDR en exigeant une évaluation à la fois des impacts probables des risques de durabilité sur la rentabilité du produit (« outside in ») et des risques de principales incidences négatives sur les facteurs de durabilité (E, S et G) que fait peser chaque investissement (« inside out »). Les dimensions sociales y sont nommément visées.

L'évolution de critères la plus notable concerne la mise à jour du référentiel *Nordic Swan*, qui introduit la notion de secteurs critiques, pour lesquels la matérialité des enjeux n'est plus laissée à l'appréciation des sociétés de gestion. Toute entreprise dont plus de 30% du chiffre d'affaires est tiré d'activités carbo-intensives<sup>1</sup> doit dépasser un pourcentage donné de chiffre d'affaires ou de CapEx alignés avec la taxonomie, ou avoir adopté des objectifs ambitieux de réduction de ses émissions de gaz à effet de serre (*Science-based target* validée, entreprise parmi les meilleures de son secteur pour ses émissions de GES). En application du même seuil, les entreprises des secteurs à forte pression sur la biodiversité<sup>2</sup> pour lesquelles l'analyse révèle des pratiques de durabilité faibles, notamment en tenant compte des critères DNSH de la taxonomie (« ne pas engendrer de nuisance significative »), doivent faire l'objet d'un engagement actionnarial ciblé permettant d'espérer réduire les impacts négatifs sur la biodiversité.

<sup>1</sup> Acier, aluminium, aviation, automobile, ciment, exploitation minière, pâte et papier, transport maritime

<sup>2</sup> Agriculture, alimentation, construction et infrastructure, foresterie et exploitation forestière, industries extractives, pêche et aquaculture, shipping.

## b. L'engagement actionnarial

Les cahiers des charges des labels dits « ESG » augmentent progressivement le niveau d'exigence de leurs critères relatifs à l'engagement actionnarial, considéré comme un levier d'amélioration de la performance des entreprises présentes dans un portefeuille investi en actions. La majorité des critères présentés ci-dessous met l'accent sur l'existence d'une approche d'engagement formalisée ainsi que sur l'exercice des droits de vote par la société de gestion qui commercialise le fonds. En fonction du profil du label, ceux-ci peuvent être obligatoires (exigence minimum) ou faire partie d'un barème à points.

L'approche d'engagement choisie doit être décrite et celle-ci doit permettre un suivi des progrès obtenus ou non, ainsi qu'un reporting régulier. S'agissant de la politique de vote, elle doit décrire comment sont exercés les droits de vote en assemblée générale et donner lieu à un compte-rendu de l'exercice.

Les critères de « process » sont souvent les mêmes, mais seuls les labels Towards Sustainability et Nordic Swan, revus en profondeur en 2021 et 2022, formulent avec précision la finalité escomptée.

Enfin, alors que certaines sociétés de gestion ne disposent que de ressources limitées<sup>3</sup> pour se consacrer à l'engagement actionnarial et au vote, les critères ci-dessous ne fixent pas d'objectifs quantitatifs, à l'exception de Nordic Swan qui récompense dans son barème à points les démarches les plus complètes (Voir page suivante).

### Critères sur l'engagement actionnarial et le vote (pour les fonds actions) :

Label	Critère	Objectif recherché	Présentation des résultats
<b>Label ISR</b>	Existence d'une politique de vote formalisée par la société de gestion et publiée sur son site internet. Détails sur la politique d'engagement (moyens, contenu, taux de vote, historique de résolutions).	Cohérence avec les objectifs extra-financiers.	Publication des votes relatifs aux résolutions présentées en AG des entreprises détenues en portefeuille et d'exemples de succès/échecs d'engagement.
<b>LuxFLAG ESG</b>	Description des « activités d'engagement » lorsque l'engagement ou l'actionnariat actif font partie des stratégies ESG retenues.	Respect continu de l'objectif extra-financier.	-
<b>Towards Sustainability</b>	A minima pour le secteur des énergies fossiles, voire d'autres secteurs à fort risque d'incidences négatives : clarification de la politique d'engagement (objectifs, stratégie, méthodes, suivi), et de la politique de vote et de dialogue.	Questionner les entreprises liées aux énergies fossiles sur leur alignement avec l'Accord de Paris, y compris à moyen terme (2030).	Si approprié, publication d'un rapport annuel d'engagement et/ou de vote, au niveau de détail accru pour le secteur des énergies fossiles.
<b>Nordic Swan</b>	- Controverses ESG : présentation des moyens de mise en œuvre et de suivi de l'engagement proportionné au degré de gravité de controverses ou violations de normes.	Lever le doute lors de controverses (risque inacceptable ou non-respect des exclusions).	Page dédiée au traitement de la non-conformité ESG tant que le doute n'est pas levé.
	- Politique de vote	Voter sur les sujets ESG	Votes détaillés par entreprise.
<b>FNG-Siegel</b>	Le barème récompense (en lien avec la durabilité) : - l'existence de lignes directrices spécifiques dans la politique de vote, l'exercice du droit de vote, le soutien aux résolutions. - l'existence d'une politique formelle pour l'engagement actionnarial, avec objectifs et suivi. L'engagement contribue aussi dans le barème à une note de crédibilité de la société de gestion.	Sensibilisation des émetteurs et amélioration de leur « performance de durabilité ».	Publication d'un rapport de vote où les résolutions à caractère E ou S sont détaillées, et d'un rapport d'engagement illustrant l'existence d'un dialogue actif avec certains émetteurs ainsi que l'issue des démarches.
<b>Umweltzeichen</b>	- Exercice des droits de vote et d'actionnaire de manière structurée et active - Approche d'engagement structurée.	Contacts structurels avec les entreprises, appels à l'action et recherche de solutions.	Dans le rapport annuel, au moins de manière agrégée : - Statistiques de vote - Thèmes de l'engagement

	Obligatoire
	Récompensé dans un barème

<sup>3</sup> Plusieurs référentiels font également mention de l'externalisation de l'engagement via la participation à des initiatives collaboratives d'engagement actionnarial (FNG, Nordic Swan).

Outre l'engagement lié aux controverses ESG, le label Nordic Swan requiert un engagement actionnarial ciblé à destination des entreprises mal notées sur la biodiversité pour les inciter à la conservation et l'utilisation durable de la biodiversité.

### c. Exclusions normatives et sectorielles

Les référentiels des labels combinent le plus souvent l'analyse ESG avec des approches d'exclusion qui s'appliquent aussi bien aux entreprises qu'aux Etats.

Les **exclusions normatives** visent à éliminer les entreprises controversées parce qu'elles violent des conventions fondamentales comme celle des Droits Humains ou de l'Organisation Internationale du Travail (OIT). C'est dans ce cas le Global Compact, Pacte mondial des Nation Unies listant les 10 « commandements » de l'entreprise responsable, qui sert de cadre de référence. Le standard Towards Sustainability complète les critères Global Compact avec une liste de garde-fous sociaux (*minimum social safeguards*) retenus dans la taxonomie européenne.

Les **exclusions sectorielles** ciblent des activités controversées comme le tabac ou les mines antipersonnel.

Exclusions ESG		FNG-Siegel	Umweltzeichen	Nordic Swan	Towards Sustainability	LuxFLAG ESG <sup>a</sup>
Cadre d'exclusions normatives	Entreprises	Global Compact	Cadre propre	Cadre propre	Global Compact + MSS <sup>b</sup> de la Taxonomie	Global Compact / Principes OCDE
	Obligations souveraines	Listes (Freedom House, Accord de Paris, Convention sur la diversité biologique, TNP <sup>c</sup> , note <35 dans le CPI <sup>d</sup> )	Listes (droits humains, peine de mort, budgets militaires, soutien au nouveau nucléaire)	Listes (sanctions, Accord de Paris, note <40 dans le CPI <sup>d</sup> )	Listes (dont droits humains et du travail, budgets militaires, Accord de Paris, Convention sur la diversité biologique, note <40 dans le CPI <sup>d</sup> , Freedom House)	Liste d'Etats sous sanctions
Armes non conventionnelles		P / C	V / P	V / P / C	V / P / C	V / P / C
Armes conventionnelles		P / C	V / P	V / P	P / C	Non
Tabac		P	Non	V / P	V / P / C	V / P
Ingénierie génétique		Non	V / P	Non	Non	Non

**V : vente – P : production – C : composants**

Les seuils de chiffre d'affaires réalisés via les activités ciblées et utilisés pour définir les exclusions oscillent entre 0 et 10%.

<sup>a</sup> Seuils différenciés pour la production et la vente de tabac. Exclusions ad hoc encouragées pour l'alcool, les jeux d'argent, le divertissement pour adultes.

<sup>b</sup> *Minimum Social Safeguards*

<sup>c</sup> Traité sur la non-prolifération des armes nucléaires

<sup>d</sup> *Corruption Perception Index* selon Transparency International

Les labels non mentionnés ci-dessus laissent la définition des exclusions à la libre appréciation du gestionnaire de fonds (Label ISR et LuxFLAG Environment) ou bien n'excluent que les armes visées par les conventions d'Oslo et d'Ottawa et ne sont ouverts qu'aux obligations vertes des émetteurs souverains (Greenfin).

### d. Exclusions environnementales

Les labels de finance durable veulent dans leur majorité pouvoir garantir que les fonds labellisés n'investissent pas dans les secteurs qui nuisent à l'environnement. Cette approche, dans sa version négative, consiste à exclure les énergies fossiles, et plus particulièrement le charbon, avec des niveaux de seuils variables. Si cette exclusion paraît naturelle pour les labels verts ou ceux qui sont une déclinaison financière d'un ecolabel pour produits de consommation courante (Nordic Swan et Umweltzeichen), il est important de noter que deux standards présentés comme ESG (FNG et Towards Sustainability) ont aussi des critères exigeants d'exclusion des énergies fossiles.

L'application des critères d'exclusion repose sur le pourcentage de chiffre d'affaires qu'une entreprise réalise à travers une activité exclue. Alors que les seuils ont été progressivement abaissés pour atteindre 5% d'activités controversées, la tendance semble être plutôt de définir pour les entreprises « en transition » des dérogations aux exclusions initiales qu'à généraliser le seuil de 5% à davantage d'activités. Enfin, les exclusions des labels Towards Sustainability et LuxFLAG Climate Finance visent toute entreprise impliquée dans la construction de nouvelles capacités d'exploitation du charbon (critère de non expansion) mais aussi de l'énergie nucléaire. Ce critère, appliqué à toutes les énergies fossiles, a été ajouté au référentiel du label Greenfin en septembre 2022.

**Vue schématique des critères d'exclusion, présentés par combustibles et seuils de C.A.**

	Exploration & extraction				Production d'électricité (et de chaleur)				Autres		
	Charbon	F.n.c	F.c	Uranium	Charbon	Pétrole	Gaz	Nucléaire	Services et équipements	Transport	Non expansion
<b>Greenfin</b>	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	30%	5% (C / P) 30% (G)	F
<b>Nordic Swan*</b>	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	-	-	-
<b>Umweltzeichen</b>	5%	5%	5%	5%	5%	5%	-	5%	5% (N)	-	-
<b>FNG</b>	5%	5%	-	5%	10%	-	-	5%	5% (N / F.n.c)	-	-
<b>Towards Sustainability**</b>	5%	5%	5%	-	Seuils dégressifs*** d'intensité carbone (gCO <sub>2</sub> /kWh) applicables jusqu'en 2025.				50% (selon codes NACE)	5% (F)	C / F.n.c / N
<b>LuxFLAG Climate Finance</b>	30%	Selon règles internes		30% (exploration)	-	-	-	-	-	-	C / N
<b>LuxFLAG ESG****</b>	"encouragé"			5%	"encouragé"			5%	5% (N)	-	-

F : toutes énergies fossiles – F.n.c : énergies fossiles non-conventionnelles – F.c : énergies fossiles conventionnelles  
C : charbon – G : gaz – N : nucléaire – P : pétrole

\* Exceptions possibles

\*\* D'autres métriques que le chiffre d'affaires peuvent être utilisées dans certains cas

\*\*\* Leur évolution est fixée selon un scénario 2°C de l'AIE.

\*\*\*\* Critère non définitif, susceptible d'évoluer en raison de l'inclusion du nucléaire dans la taxonomie.

**e. Un marché qui jongle entre volume et rehaussement du niveau d'exigence**

On comptait au 31/12/2021 cinq labels ayant dépassé 200 fonds labellisés, et quatre qui totalisaient plus de 100 milliards d'euros sous gestion. Deux labels concentrent plus particulièrement les encours depuis 2019 : le label ISR français et la certification belge Towards Sustainability, qui ont tous deux dépassé les 600 fonds labellisés et les 500 milliards d'euros d'encours. Ces volumes toujours plus importants permettent-ils aux fonds labellisés d'avoir toujours plus d'impact sur la transformation des entreprises ? La mesure d'impact est abordée différemment par les deux labels. Le label ISR s'appuie sur des « indicateurs de performance ESG » dont le choix est laissé libre pour les acteurs de marché sans, en l'état, de référence à la réglementation européenne. Le label Towards Sustainability lui se fixe l'ambition d'atteindre une masse critique pour avoir un impact global en rehaussant son niveau d'exigence sur les critères tous les deux ans auprès d'un marché en pleine expansion.

Les volumes d'encours des labels FNG, Nordic Swan, et Umweltzeichen restent modestes mais s'approchent d'un doublement annuel. La fréquence de mise à jour de leur référentiel (respectivement tous les 1, 3 et 4 ans) vise aussi à pousser graduellement le marché des fonds dits durables à adopter des stratégies de gestion plus holistiques.

On notera enfin le nombre croissant de labellisations multiples. On dénombrait fin 2021 un total de 254 fonds ayant opté pour 2 labels, 38 autres qui en possédaient trois, et même 14 fonds qui en comptaient quatre. Il reste donc relativement aisé pour une même stratégie d'investissement de se conformer aux critères de plusieurs labels, a fortiori si l'un des deux labels est le label ISR.



## f. Chiffres du marché de la labellisation au 31/12/2021

Les dispositions de la loi PACTE encouragent la diffusion des fonds de finance durable labellisés auprès des épargnants, selon trois types de labels : le label ISR, le label Greenfin – France Finance Verte, et le label Finansol. Chacun de ces trois labels se caractérise par des finalités et des tailles différentes : le label ISR est le plus répandu et le plus large dans ses attentes, tandis que le label Greenfin cible pour les fonds cotés une offre verte encore très réduite par le nombre de fonds labellisés ainsi que celui des entreprises dites « pure players » parce que leurs activités sont très majoritairement à fort bénéfice environnemental. Les chiffres de ces deux labels sont présentés ci-dessous.

De son côté, le label Finansol, attribué par l'organisation FAIR, cible les produits financiers d'épargne dont tout ou partie de l'encours est affecté au financement d'entreprises solidaires ou au soutien d'activités d'associations (Voir page suivante). Les chiffres de la labellisation Finansol sont présentés en page 24. Ils ont en commun avec ceux du label Greenfin leur taille modeste mais ces fonds offrent à l'épargnant une meilleure traçabilité sur le bénéfice environnemental et/ou social qu'a apporté son placement.

	Nombre de fonds			Encours en Mds € (Données Morningstar)			Nombre de fonds ayant un autre label	
	Au 31/12/201	Au 31/12/202	Au 31/12/2021	Au 31/12/2019	Au 31/12/2020	Au 31/12/2021	Au 31/12/2021	
ESG	Label ISR (France)	321	649	950	138	359	777	185
	FNG-Siegel (Allemagne, Autriche & Suisse)	101	169	255	30	60	115	116
	LuxFLAG ESG (Luxembourg)	100	238	277	43	121	148	55
	Towards Sustainability (Belgique)	265	442	642	139	284	578	218
	Umweltzeichen (Autriche)	116*	123*	206	15*	34*	60	66
	Nordic Swan Ecolabel (Pays Nordiques)	32	54	74	11	25	34	7
Labels « verts »	LuxFLAG Environment (Luxembourg)	10	4	8	8	<1	2	3
	LuxFLAG Climate Finance (Luxembourg)	2*	2*	5	<1*	<1*	<1*	0
	Label Greenfin (France)	19*	29*	74	6*	14*	31**	20
<b>TOTAL</b>	<b>806</b>	<b>1418</b>	<b>2119</b>	<b>302</b>	<b>690</b>	<b>1337</b>	<b>306</b>	

\* Encours et nombre des fonds cotés uniquement

\*\* Décomposé ainsi : 21 Mds€ pour les fonds cotés et 10 Mds€ pour les fonds non cotés.

L'encours des fonds européens labellisés est concentré à 49% en actions. Viennent ensuite les obligations (18% des encours) et les fonds d'allocation (14%). Le reste des classes d'actifs représente moins d'un quart des encours. En nombre, les fonds dotés uniquement d'un label vert (hors fonds multilabellisés) représentent moins de 1% du total des fonds actions, contre 3,5% du total des fonds obligataires. On notera par ailleurs que la part d'encours des fonds multilabellisés représente près d'un quart du total (24%).

### Pays de gestion des fonds labellisés

La France occupe la première place européenne en termes de pays où sont gérés les fonds (voir ci-contre). Une ventilation complémentaire des chiffres de marché par pays de domiciliation des fonds est proposée en Annexe 5.

Pays de gestion	Nombre de fonds	Encours au 31/12/2022
France	707	559 Mds
Luxembourg	485	420 Mds
Belgique	129	93 Mds
Autriche	111	26 Mds
Danemark	80	28 Mds
Allemagne	80	24 Mds
Irlande	66	81 Mds
Pays-Bas	53	53 Mds
Royaume-Uni	26	16 Mds
Suède	19	21 Mds

## Les spécificités de la finance solidaire

La finance solidaire regroupe un large panel d'outils d'épargne et d'investissement : produits bancaires, fonds mutuels (OPC, SICAV), fonds d'épargne salariale, investissement direct dans des entreprises. Cette épargne est redirigée vers des entreprises non cotées, qui appartiennent à la catégorie des entreprises sociales (dont le statut est encadré aujourd'hui par la loi sur l'ESS de 2014), et plus particulièrement des entreprises ayant l'agrément « Entreprise solidaire d'utilité sociale », synonyme d'un engagement social et solidaire plus fort. En pratique, cette utilité sociale peut-être purement sociale, environnementale, ou transverse. Il peut s'agir d'accès à l'emploi, au logement, de soutien à l'agriculture biologique et aux énergies renouvelables ou encore de soutien à l'entrepreneuriat dans les pays en développement.

### a. Fonds éligibles

Le label Finansol a été créé en 1997 pour distinguer les produits d'épargne solidaire des autres produits d'épargne auprès du grand public. Il peut être attribué aux produits relevant de l'une des catégories suivantes :

- OPC ou Placements Collectifs à l'intention d'une clientèle non professionnelle ou professionnelle ;
- Contrat d'assurance-vie (fonds en euros, unités de compte, contrat dans son ensemble) ;
- Produit bancaire à vue et à terme (livret, compte à terme, compte courant...);
- Titre de dettes (obligation, bon de trésorerie ...);
- Autre titre ou assimilé d'« Entreprise Solidaire » ou de « Financier Solidaire » : part de capital, part sociale, compte courant d'associé, part d'indivision, titre participatif, titre associatif, obligation associative ;
- Portefeuille électronique (portefeuille d'investissement proposé sur une plateforme de financement participatif).

### b. Fonctionnement

Le label Finansol est attribué par un comité d'experts indépendants issus de la société civile, et repose sur des critères de solidarité et de transparence. Il vise à fournir l'assurance que l'épargne investie contribue réellement au financement d'activités génératrices d'utilité sociale et/ou Il atteste également de l'engagement de l'intermédiaire financier à donner une information fiable sur le produit labellisé et les activités soutenues.

## Critères du label Finansol

### a. Critères de solidarité

Selon le mécanisme du produit d'épargne, il doit se conformer à l'un des deux points suivants :

- Financement de projets solidaires : tout ou partie de l'encours de l'épargne est affecté au financement d'entreprises solidaires œuvrant principalement dans les domaines suivants : accès à l'emploi et au logement, soutien d'activités écologiques et à l'entrepreneuriat dans les pays en développement.
- Soutien d'activités d'association : au moins 25% des intérêts de l'épargne sont versés de façon régulière (au moins annuellement) par l'épargnant sous forme de don à des organismes bénéficiaires.

### b. Critères de transparence et d'information

- Mise à disposition des souscripteurs, des épargnants et des réseaux de distribution l'ensemble des informations sur le produit labellisé,
- Information des épargnants sur le caractère solidaire du produit à sa souscription et, par la suite, de façon annuelle,
- Remontée à FAIR des données de la finance solidaire, et ce pour faciliter la mise en place d'indicateurs sur le secteur.

### c. Autres critères

L'augmentation du nombre de produits solidaires pousse le Comité du label Finansol à renforcer l'exigence et la valeur du label en prenant en compte davantage de critères. Parmi eux, on peut citer :

- Critère de cohérence : les produits cotés doivent tous être en gestion ISR, à un niveau d'exigence en accord avec la pratique de place,
- Examen des frais de gestion,
- Promotion active des produits d'épargne solidaire,
- Méthode de sélection des associations bénéficiaires de l'épargne de partage.

## Comparatif européen de la labellisation directe des produits d'assurance

En France, à ce jour, la diffusion de produits labellisés en assurance-vie s'opère majoritairement sous forme de contrats en unités de compte adossés à des fonds d'investissements. La classe d'actifs « produit d'assurance » est absente des cahiers des charges des labels ISR et Greenfin, à l'inverse de ceux du label Finansol et de certains labels européens qui permettent la labellisation directe de produits d'assurance.

En pratique, trois catégories de produits et contrats d'assurance sont ainsi labellisables : les produits exclusivement en unités de compte, les produits d'assurance-vie avec participation et enfin les produits « hybrides » multi-options, qui correspondent aux contrats d'assurance-vie français. Les cahiers des charges des différents labels ciblent les catégories reflétant la nature de leurs marchés locaux respectifs.

Les éléments ci-dessous proposent un récapitulatif des critères applicables à chaque catégorie, pour trois labels existants ainsi qu'un quatrième actuellement en cours de développement à l'échelle européenne : l'Ecolabel pour produits financiers.

### a. LuxFLAG Sustainable Insurance Product (LSIP)

Le LSIP est un label entièrement pensé pour les produits d'assurance, lancé en décembre 2021. Il émane de LuxFLAG, une agence de labellisation internationale et indépendante dont les membres fondateurs sont représentatifs du secteur financier luxembourgeois. LuxFLAG propose 5 autres labels pour produits financiers et véhicules d'investissement.

### b. Towards Sustainability

Ouverte à certains produits d'assurance dès son lancement en 2019, la norme de qualité Towards Sustainability a été développée par Febelfin, la fédération belge du secteur financier, en collaboration avec les parties prenantes au sein du secteur financier local.

### c. Umweltzeichen

Le label autrichien, déclinaison financière d'un écolabel pour produits de consommation courante, s'est ouvert aux produits d'assurance en 2020 lors de sa dernière mise à jour (V5). Les critères pourraient évoluer dans la V6.

### d. Nordic Swan

Le label s'est ouvert aux produits d'assurance dans sa version mise à jour en 2022. Les nouveaux critères entreront en vigueur en 2023.

### e. EU Ecolabel

Au terme de quatre itérations (ou *technical reports* – TR), le TR4 contenant les critères proposés pour le futur écolabel pour produits financiers propose l'ouverture à la labellisation de deux catégories de produits d'investissement fondés sur l'assurance (Insurance-based Insurance Products, ou IBIPs), qui font partie de la nomenclature PRIIPS. Envisagée un temps, la labellisation de produits d'assurance-vie avec participation (Profit Participation Life-Insurance Products) a été abandonnée entre le TR3 et le TR4, notamment à cause « d'inquiétudes relatives à la faisabilité de la conformité d'un fonds général avec les critères d'exclusion du label, mais aussi la traçabilité de ses encours ainsi que la définition du seuil de part verte d'une sévérité équivalente à celui en vigueur pour les autres catégories de produits financiers ».

Les critères pressentis pour les produits assurance ne sont pas les mêmes que ceux qui s'appliquent aux fonds de fonds, contrairement à l'approche retenue par les labels Towards Sustainability et Umweltzeichen (Voir page suivante).

### f. Finansol

Le label français de finance solidaire peut être accordé au total à trois types de produits en assurance-vie : unités de compte, contrat d'assurance multi-options dans son ensemble, et fonds euros. Le premier fonds euros labellisés Finansol a été annoncé en 2021.

### Synthèse des critères de labellisation applicables aux produits d'assurance

	Produit en unités de compte	Contrat d'assurance-vie (produits multi-options)	Produit d'assurance-vie avec participation <sup>a</sup>
<b>Finansol</b>	Les UC doivent respecter les critères leur permettant d'être considérées comme solidaires au sens du code <sup>b</sup> des assurances et adopter une gestion ISR pour la partie non solidaire du fonds.	Le fonds en euros doit respecter les critères solidaires du code <sup>b</sup> des assurances et toutes les unités de compte doivent être labellisées Finansol, ISR ou Greenfin.	Fonds en euros : si au moins 2,5 % de l'encours du fonds en euros est constitué d'actifs solidaires, dont 1 % agréé ESUS. Un « ratio solidaire » peut-être appliqué aux encours de <i>social bonds</i> après analyse de leurs <i>frameworks</i>
<b>LuxFLAG SIP</b>	IBIP <sup>4</sup> classé Art. 8 ou 9 au sens SFDR et dont au moins 66% de l'encours doit respecter une stratégie reconnue d'investissement responsable (parmi 7 possibles).	<i>Nouveaux contrats</i> : min. 66% des fonds en UC figurant dans l'offre (et 50% de l'encours investi) classé Art. 8&9  <i>Contrats existants</i> : min. 50% des fonds en UC figurant dans l'offre (et 33% de l'encours investi) classé Art. 8&9	-
<b>Towards Sustainability (TS)</b>	« Branche 23 » : 75% des UC, en encours, adossées à des fonds labellisés TS, le restant devant être composé de fonds Art. 9 et certains fonds Art. 8	-	« Branche 21 » : produits d'assurance-épargne <sup>c</sup> dont les actifs doivent être investis intégralement dans un fonds sous-jacent <sup>d</sup> du fonds principal. Le fonds sous-jacent doit respecter les critères de la norme TS.
<b>Nordic Swan</b>	UC adossées entièrement à des fonds labellisés Nordic Swan si leur classe d'actifs le permet.	Produits construit uniquement avec des fonds labellisés Nordic Swan si leur classe d'actifs le permet.	
<b>Umweltz. (UZ)</b>	UC adossées entièrement à des fonds labellisés UZ ou à des fonds qui seraient éligibles à ce label. Provisions techniques séparées <sup>e</sup>	-	-
<b>V4 de l'EU Ecolabel</b>	Tous les fonds dans les UC sous-jacentes au produit doivent respecter le critère de part verte de l'Ecolabel, ou être écolabellisés.	Toutes les options sous-jacentes doivent être composées exclusivement d'UC adossées à des fonds qui respectent le critère de part verte de l'Ecolabel, ou bien sont titulaires de l'Ecolabel.	-

<sup>a</sup> Participation bénéficiaire en fonction des performances de la compagnie d'assurance.

<sup>b</sup> C'est-à-dire composée pour une part comprise entre 5 % et 10 % de titres émis par des entreprises agréées ESUS

<sup>c</sup> Produit d'épargne sous la forme d'un contrat d'assurance-vie adossé au fonds général, avec rendement garanti. Certains produits labellisés sont une combinaison de « Branche 21 » et « Branche 23 ».

<sup>d</sup> Ce fonds sous-jacent doit-être « séparé virtuellement » et son encours doit « traçable ».

<sup>e</sup> Le versement aux assurés doit pouvoir à tout moment provenir de fonds de placement conformes au label Umweltzeichen. La séparation d'avec les provisions techniques générales doit être décrite précisément et appliquée de manière contraignante selon les termes du contrat d'assurance.

Pour le label LuxFLAG SIP, d'autres critères s'appliquent comme l'obligation de respect des exclusions pour l'ensemble des fonds distribués via les produits/contrats ainsi que pour la composante fonds euros/général, l'adhésion de la compagnie d'assurance aux meilleures pratiques en termes de finance durable, ou encore la publication régulière d'informations « relatives à la durabilité ». En termes de commercialisation, « *le défi avec le secteur de l'assurance est que, contrairement à un fonds d'investissement, pour lequel la stratégie d'investissement peut être modifiée ou auquel on peut ajouter une classe d'actifs supplémentaire, pour une police d'assurance ce n'est pas aussi simple* » observe<sup>5</sup> la Présidente de LuxFLAG, Denise Voss, qui ajoute qu'il serait « *plus simple de créer un nouveau produit répondant aux exigences du label que de mettre en conformité un produit existant* », notamment en raison de contraintes et restrictions opérationnelles. En outre, la création de nouveaux contrats labellisés permet d'aller au-delà de « *critères de track record et de taille minimum qu'on trouve sur les plateformes de sélection de fonds* », selon<sup>6</sup> Ahmed Ouamara, Head of Sustainability Operations de LuxFLAG.

<sup>4</sup> Produit d'investissement fondé sur l'assurance, ou *Insurance-based investment product* (IBIP)

<sup>5</sup> <https://luxflag.org/when-the-insurance-industry-embraces-sustainability-labelling/>

<sup>6</sup> Entretien téléphonique réalisé le 1<sup>er</sup> août.

**Taille en nombre et encours du marché de la labellisation directe des produits d'assurance (au 31/12/2021)**

	Nombre de produits	Produits en UC et multi-options	Produits avec participation
<i>LuxFLAG SIF</i>	5	1,7 Md€ (2 produits encore en phase de collecte lors de leur labellisation)	-
<i>Towards Sustainability</i>	51	6,8 Mds€ (37 produits)	5,6 Mds€ (14 produits)
<i>Umweltzeichen</i>	9	Chiffres N.D.	-
<i>Finansol</i>	8	0,9 Md€ 5 OPC dédiés (UC solidaires)	2,5 Md€ (3 produits)
<b>TOTAL</b>	<b>73</b>		

**Contexte réglementaire en Europe et en France**

Seuls les labels présentés précédemment possèdent un cahier des charges fixant un niveau d'exigences minimum relatifs aux processus de gestion, aux critères ESG mis en œuvre, à la part verte, à l'engagement actionnarial ou encore aux exclusions sectorielles pratiquées. Néanmoins, alors que les produits se réclamant de la finance durable connaissent un fort engouement, les labels doivent désormais cohabiter avec deux cadres réglementaires adoptés en Europe et en France pour accompagner le développement de cette offre de produits.

La première initiative est celle du Règlement européen sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (SFDR), qui vise à harmoniser et renforcer les obligations de transparence de la part des acteurs des marchés qui commercialisent des produits d'investissement. Sa première étape a consisté à demander aux sociétés de gestion, dès mars 2021, de classer publiquement leurs fonds selon une nouvelle nomenclature :

- Article 8 si le fonds promeut des caractéristiques environnementales ou sociales, et
- Article 9 s'il suit un objectif environnemental ou social dans sa politique d'investissement.

Cette nomenclature vise notamment à fournir un moyen de comparer le degré de prise en compte des facteurs ESG à travers de nouvelles exigences comme la présence d'indicateurs d'impact permettant de mesurer la conformité des fonds avec leurs objectifs déclarés de durabilité (ou avec les caractéristiques promues).

La seconde initiative, en parallèle des initiatives réglementaires européennes, émane de l'AMF. L'autorité française a publié en 2020 une doctrine relative aux informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, dans l'objectif d'assurer la cohérence et la qualité de l'information fournie aux investisseurs. Cette doctrine concerne les fonds intégrant des approches de gestion extra-financière, autorisés à la commercialisation en France auprès d'une clientèle d'investisseurs non professionnels. Elle stipule que la communication « ESG » de ces fonds doit être proportionnée à l'objectif et à l'impact effectif de la prise en compte des critères extra-financiers dans la gestion, et distingue pour cela trois approches :

Approche	Description	Communication autorisée
n°1	Approche fondée sur un engagement significatif dans la gestion	Les caractéristiques extra-financières peuvent être un élément central de communication
n°2	Approche non significativement engageante	Les caractéristiques extra-financières peuvent faire l'objet d'une communication réduite / concise
n°3	Approche n'atteignant pas les standards des communications centrales ou réduites	Le fonds ne peut pas communiquer sur la prise en compte de caractéristiques extra-financières en dehors de son prospectus

L'approche n°1 fait notamment référence aux labels ISR et Greenfin. Pour les fonds dont la prise en compte de critères extra-financiers vise à atteindre une « amélioration de note » ou une « sélectivité » par rapport à l'univers investissable, la doctrine reconnaît le label ISR comme standard de marché, ce qui motive de retenir une acceptation du caractère significatif en ligne avec des seuils quantitatifs issus du référentiel du label ISR. Pour les fonds investissant majoritairement en obligations vertes, il est recommandé que le caractère significatif soit apprécié au regard du seuil de part verte applicable à ces fonds dans le référentiel du label Greenfin. Enfin, les fonds thématiques qui feraient du financement de la transition énergétique un élément central de leur communication doivent « investir une proportion significative de leur actif net dans des actions issues

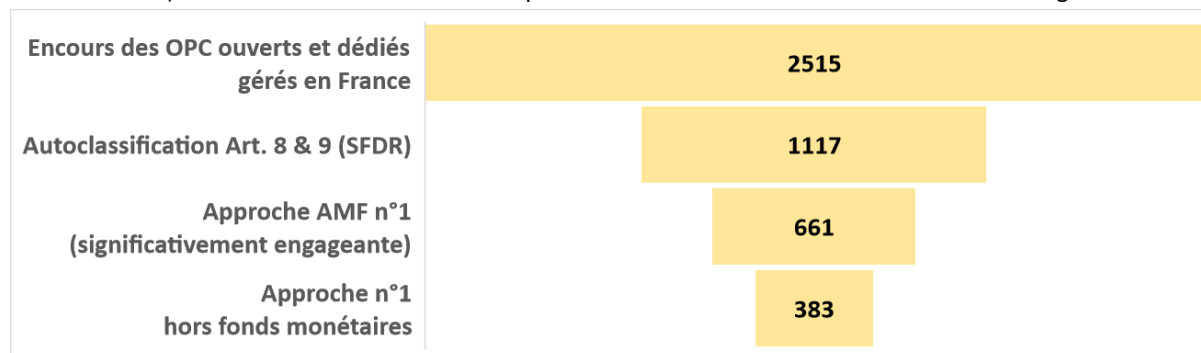
d'entreprises réalisant une majorité de leur chiffre d'affaires dans des activités considérées comme favorisant ladite transition tout en veillant à ce que le portefeuille ne comporte pas d'émetteurs ayant des activités pouvant porter un préjudice important à cet objectif ».

Ainsi, là où le Règlement SFDR fonde sa nomenclature de fonds sur les caractéristiques ESG ou les objectifs durables qu'ils disent adopter ou poursuivre, l'AMF axe sa catégorisation sur le respect d'un seuil quantitatif. Il est précisé dans la doctrine AMF qu'elle pourra néanmoins être réévaluée en fonction de l'issue des travaux sur les normes techniques règlementaires applicables à SFDR, finalement adoptées par la Commission européenne le 25 juillet 2022.

On notera également que l'ACPR a indiqué<sup>7</sup> en juin 2022 qu'elle examinait la possibilité d'élaborer une doctrine ACPR visant les communications relatives aux produits d'assurance vie, à l'instar de la doctrine AMF. Cette doctrine ACPR devrait porter sur les conditions d'inclusion des arguments de durabilité dans la documentation commerciale tenant compte de ces spécificités.

### Volume d'actifs intégrant la « durabilité » et des critères ESG en France

L'Association Française de Gestion financière (AFG) intègre à ce jour à la fois la nomenclature SFDR et la catégorisation AMF. Les chiffres en volume d'encours d'OPC issus de sa dernière enquête<sup>8</sup> annuelle sur la gestion Investissement Responsable, arrêtés au 31/12/2021, sont présentés « en entonnoir » ci-dessous. Sur la base des réponses de 71 sociétés de gestion, l'état des lieux des encours de fonds d'investissement gérés en France (hors mandats de gestion) indique que près de la moitié des encours de la gestion d'actifs (1117 milliards d'euros sur 2515 milliards) sont investis dans des fonds qui se réclament des articles 8 et 9 selon le règlement SFDR.



Source : AFG (visualisation Novethic). Chiffres au 31/12/2021

90 % des volumes des fonds durables sont investis dans des fonds dits « Article 8 », dont le niveau de prise en compte de la « durabilité » peut grandement varier. Ainsi, seuls 661 Mds€ relèvent de l'approche la plus exigeante au sens de la doctrine AMF (n°1) et ce volume ne dépasse pas les 383 milliards d'euros si on exclut les encours des fonds monétaires. Selon l'enquête de l'AFG, ces 661 Mds€ d'encours « catégorie 1 AMF » se partagent entre les investisseurs institutionnels et les « corporates » (52 %), les multi-gérants (15 %) et les épargnants particuliers (33%), sans que le détail entre contrats d'assurance-vie, PEA et comptes-titres ne soit connu pour cette dernière catégorie.

Ces chiffres permettent de comprendre que le volume de finance durable « labellisable » est sensiblement le même puisque les 883 fonds gérés en France disposant d'au moins un label français (ISR, Greenfin et Finansol) ou européen pèsent 638 Mds€ d'encours. Il s'agit ici du périmètre auquel est consacré l'étude de l'effet des investissements labellisés sur le verdissement de l'économie réelle (Voir Partie 3). Selon l'AFG, le succès des labels est un « facteur de structuration du marché et de confiance dans l'offre d'investissement responsable ».

### ■ Les fonds monétaires, une particularité française

Bien qu'ils représentent une part importante des encours labellisés des sociétés de gestion françaises, les fonds monétaires sont la cible de nombreuses critiques. Celles-ci sont motivées d'une part par le fait qu'il s'agit d'actifs

<sup>7</sup> Voir le Rapport d'activité 2021 du Pôle commun AMF-ACPR

<sup>8</sup> <https://www.afg.asso.fr/afg-document/la-gestion-investissement-responsable-donnees-denquete-2021/>

de court terme, relatifs à un accompagnement des émetteurs via des financements de trésorerie, et d'autre part en raison de la faible latitude dont disposent les gérants de ces fonds pour mener une réelle démarche d'engagement actionnarial. En 2020, le rapport « Bilan et perspectives du label ISR » rédigé par l'Inspection des Finances soulignait que les démarches ESG dans le domaine des fonds monétaires sont limitées pour l'essentiel à une sélectivité, et concluait à « la faible portée d'une démarche ISR appliquée à un fonds monétaire ». Les chiffres de l'EFAMA (Asset Management Report 2021) montrent que la France est, avec 27% des encours de fonds d'investissement, le seul pays majeur où la part des fonds monétaires dépasse 10%.

### Les OPC au sein de l'actif et du passif des assureurs

Pour se représenter la part des OPC et des OPC labellisés au sein du bilan des assureurs, il existe plusieurs sources de données, à la fois du côté de leur actif (placements financiers) et de leur passif (actifs détenus en représentation des provisions mathématiques de l'assurance-vie). Du côté de l'actif, la valeur des placements de l'assurance vie à fin 2021 (2417 Mds€) se répartit entre fonds euros (1916 Mds€ - soit 79%) et supports en Unités de compte (502 Mds€, soit 21%). Après mise en transparence des OPC détenus sur ces deux périmètres, les titres d'entreprises représentent 55,4% de la valeur du fonds euros et 83,5% de la valeur des supports en unités de compte. Au sein du passif (c'est-à-dire l'encours de l'assurance vie : 1876 Mds€ à fin 2021), la répartition est de 73% en fonds euros (1377 Mds) et 27% en unités de compte (499 Mds€). Les écarts en actif et passif s'expliquent essentiellement par des plus-values latentes qui s'ajoutent à l'actif et des provisions pour participation aux bénéfices qui s'ajoutent au passif, ainsi que par des décalages temporels ou des différences de normes de comptabilité entre les normes européennes et françaises.

Selon l'AMF<sup>9</sup>, les actifs détenus par les assureurs en représentation des provisions mathématiques d'unités de compte sont composés à plus de 80 % de parts de fonds, quand ce chiffre se situe autour de 27 % des placements représentatifs du fonds euro. A fin juin 2020, l'encours des parts ainsi détenues dans la branche « Vie » s'élevait à 356 Mds€ pour le fonds euros et 309 Mds€ sur le périmètre UC. Après recensement, l'AMF estimait par ailleurs que les deux tiers des provisions mathématiques des contrats en unités de compte émanaient de fonds français et que les assureurs représentent en agrégé environ 45 % du passif des fonds français dont ils détiennent des parts.

### ■ Focus sur la dynamique des fonds labellisés en assurance-vie en France

Pour rendre compte de la dynamique des fonds labellisés en assurance-vie, il est nécessaire de multiplier les sources pour tenter de désagréger des chiffres globaux. Les chiffres de France Assureurs font état d'un encours d'assurance-vie de 1876 Mds€ à fin 2021, réparti à 73% en fonds euros (1377 Mds dont 75,6 Mds labellisés) et 27% en unités de compte (499 Mds€ dont 123,5 Mds€ labellisés), mais derrière la part encourageante des UC labellisées (25% de l'encours d'UC) se cache un tableau plus nuancé.

En 2021 les cotisations en assurance-vie ont atteint 92,6 Mds€ via les fonds euros et 58,5 Mds€ via les UC, pour une collecte nette de 23,7 Mds€ (-11 pour les fonds euros et +34,7 pour les UC). Ce chiffre de collecte en UC place la part des UC dans le total des cotisations à son plus haut historique (39%), alors que cette part n'était encore que de 16% en 2010. En outre, la transférabilité intra compagnie des contrats permise par la loi PACTE a permis le réinvestissement<sup>10</sup> net en UC de 2,5 milliards d'euros en 2021 soit 7% de la collecte nette en UC. Enfin, le flux d'unités de compte est dirigé à 33% vers des investissements en actions et fonds investis en actions, à 47% vers des obligations et fonds d'obligations, et à 11% vers des supports liés à l'immobilier.

S'agissant des unités de compte adossées à des supports labellisés, les statistiques auxquelles il est possible d'avoir accès proviennent de deux sources : France Assureurs (ex FFA, dernières données arrêtées à fin 2021) et l'ACPR/Banque de France (dernières données arrêtées à fin 2020). Ces deux sources publient des chiffres dont les ordres de grandeur à fin 2020 variaient du simple au double, la part des UC labellisées dans le total y étant

<sup>9</sup> <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/identification-des-fonds-distribues-lassurance-vie-ou-supports-de-placement-des-assureurs-nouvelles>

<sup>10</sup> Selon France Assureurs (dans un entretien téléphonique réalisé le 3 juin), la transférabilité des contrats d'assurance-vie intra compagnie « marche extrêmement bien ».

de 17% pour France Assureurs et 9% pour l'ACPR. France Assureurs explique<sup>11</sup> cette différence par le fait que les chiffres qu'elle publie sont retraités à deux niveaux :

- Recherche de codes ISIN éventuellement manquants et consolidation des encours au niveau de tous les codes ISIN identifiés. La Banque de France ne recense en effet les OPC labellisés en France de manière systématisée et tenant compte de tous les codes ISIN de compartiments de fonds que depuis début 2022.
- Comptabilisation « proforma » : France Assureurs intègre à ses chiffres pour l'année N-1 des encours de fonds labellisés en année N, en considérant que la stratégie de gestion de ces fonds n'a pu évoluer que marginalement sur cet intervalle.

Comme le précisent les chiffres publiés en mars 2022, le total des UC labellisées publié par France Assureurs tient compte des doubles (ou triples) labellisations de fonds afin d'éviter de compter plusieurs fois un même encours.

Les chiffres disponibles montrent tous une croissance des encours d'UC labellisées, dans certains cas très soutenue (voir le tableau ci-après). Le travail de consolidation des codes ISIN et de comptage proforma mené par France Assureurs explique en grande partie que le chiffre total pour 2018 ait pu varier dans un rapport de 1 à 10 dans les chiffres publiés par la fédération.

Il ressort aussi que la généralisation du label ISR en gestion d'actifs en France (autour de 1000 OPCVM sur 3500) explique tout autant la croissance d'encours des supports en UC labellisées ISR que le potentiel engouement pour celles-ci. Cette conclusion est corroborée par la lecture de certains rapports « Article 29<sup>12</sup> » d'assureurs, parus en 2022. Swiss Life note par exemple que la forte progression de ses volumes d'UC labellisées « s'explique notamment par l'augmentation importante du nombre d'unités de compte ayant obtenu un label ». Crédit Agricole Assurances constate également que, sur ses contrats, « les encours des fonds labellisés ont fortement augmenté, tant en raison de la labellisation de certains fonds que grâce à la collecte réalisée », tout comme CNP Assurances qui précise que « cette très forte augmentation s'explique à la fois par la demande des assurés de supports d'épargne responsable, ainsi que par les efforts des sociétés de gestion [...] pour labéliser et intégrer une stratégie d'investissement responsable dans les fonds existants. » À périmètre identique, Swiss Life rapporte néanmoins que ses encours d'UC labellisées ont tout de même progressé en 2021 de 92 % par rapport au dernier exercice (et de 38% entre 2019 et 2020).

#### Chiffres d'UC labellisées relevés selon les sources (en Mds€)

(I = ISR ; G = Greenfin ; F = Finansol ; Tot. = total)

Source :	2018				2019				2020				2021			
	I	G	F	Tot.	I	G	F	T	I	G	F	Tot.	I	G	F	Tot.
France Assureurs - Chiffres clés 2019	5,4	0,54	0,27	6,2	24,5	1,1	0,81	25								
France Assureurs - Chiffres clés 2020					62,7	1,1	0,7	63,1	72,8	2,5	0,9	73,6				
Données de l' <a href="#">Observatoire de la Finance durable</a>	5	1	0		53	1	1		73	3	1	73,6				
France Assureurs - <a href="#">Livre blanc Assurance Vie 2022</a>									92,7	2,5	0,9	93,1	120,9	4,1	1,0	123,9
France Assureurs - <a href="#">Conf. de presse 2022</a>				65,3				80,6				93,1	123,4	4,2	1,1	123,9
ACPR/DG Trésor - <a href="#">2<sup>ème</sup> rapport du comité Impacte</a>				21,3				27,3				33,4				

On notera que les encours relevant de la finance solidaire dans le tableau ci-dessus sont majoritairement labellisés Finansol, mais pas uniquement. Selon le rapport annuel de FAIR pour 2021, la labellisation Finansol des nouvelles UC solidaires n'étant pas obligatoire, les chiffres publiés par France Assureurs « révèlent l'ampleur de l'effort de conviction à déployer auprès des assureurs pour qu'ils fassent labelliser leurs UC solidaires ».

Rapporté à l'encours total d'assurance-vie en unités de compte, le chiffre de 123,9 Mds€ d'encours d'UC labellisées représente 24,8%. Ceci est cohérent avec l'analyse des rapports « Article 29 » des principaux assureurs (Voir Annexe 2), qui situe les encours « loi PACTE » entre 18 et 56% du total de l'encours d'assurance-vie chez

<sup>11</sup> Entretien téléphonique réalisé le 3 juin.

<sup>12</sup> L'article 29 de la Loi Energie Climat encadre le reporting financier des acteurs de marché. Il définit les informations à publier sur la prise en compte dans la politique d'investissement des critères environnementaux, sociaux et de qualité de gouvernance et sur les moyens mis en œuvre pour contribuer à la transition énergétique et écologique.



les acteurs qui fournissent cette précision. Le total d'encours d'UC « loi PACTE » identifié via cette analyse atteint 54 milliards d'euros.

La liste des fonds présents dans les contrats d'assurance-vie n'étant à ce jour pas exploitée par France Assureurs, il reste néanmoins difficile de saisir plus finement les dynamiques selon les labels. Il n'existe pas non plus de base de données des fonds labellisés effectivement éligibles à l'assurance-vie et proposés dans les contrats. Selon une étude du FIR (forum français pour l'investissement responsable) publiée en juin 2020, environ 61% des fonds labellisés ISR à cette date étaient éligibles à l'assurance-vie. Dans une étude<sup>13</sup>, l'ACPR constatait qu'en comparaison avec le label ISR, les supports « loi PACTE » labellisés « Greenfin » ou investissant dans l'économie sociale et solidaire sont « en nombre beaucoup plus limités, et moins fréquemment éligibles comme unité de compte ».

Les rapports « Article 29 » des principaux assureurs français fournissent néanmoins un premier aperçu de la nature de l'offre d'assurance-vie multi-supports « loi PACTE ». Lorsqu'il est détaillé, le pourcentage de supports en unités de comptes adossés à des fonds labellisés dans le nombre total de supports proposés, varie entre 10 et 100% (dans le cas de la MAIF). En nombre de supports, les chiffres oscillent entre 14 et 723. Différencié par labels, le nombre de supports référencés varie entre 2 et 496 pour le label ISR, entre 1 et 24 pour le label Greenfin, et entre 1 et 9 pour le label Finansol. À ce stade, seul un assureur (Axa France Vie) fournit dans son rapport « Article 29 » la liste entière des supports distribués en assurance-vie accompagnée des encours affectés à chaque fonds. On ne répertorie également qu'un seul assureur (Suravenir) fournissant un détail de sa collecte « loi PACTE » différenciée par labels.

Selon une société de gestion disposant de fonds labellisés Greenfin et ISR et interrogée<sup>14</sup> sur sa vision de « l'effet loi PACTE », la diffusion en assurance-vie de fonds créés ou labellisés récemment ne peut se faire que graduellement car il est souvent demandé aux fonds un minimum de « track record » avant d'intégrer les gammes de supports d'assurance-vie. L'ACPR observe que les encours relatifs aux supports en fonds durables (ce qui inclut aussi des fonds non labellisés mais autoclassifiés Article 8 et 9) semblent « moins fréquemment issus de la vente à distance et plus fréquemment reliés à l'activité des réseaux de courtiers », en comparaison avec les autres supports en UC. Les fonds labellisés Greenfin ou Finansol pâtiraient d'une moindre diversité de stratégies d'investissement et caractéristiques financières, selon un autre handicap pointé par l'ACPR.

### Part de l'assurance vie dans l'encours des fonds labellisés

Selon l'AFG, le développement des offres par les réseaux de distribution de produits d'épargne (assurance-vie, PEA, comptes-titres...) et de l'épargne salariale sont des facteurs de croissance de la part des fonds d'investissement détenue par les clients de détail pour les années à venir. Néanmoins, dans l'attente des derniers chiffres de la Banque de France tenant compte d'un meilleur recensement de toutes les parts de fonds, il est encore difficile d'évaluer la part des encours de fonds labellisés détenue en assurance-vie par rapport au total d'encours de cette sous-catégorie de fonds.

Outre les supports en unités de compte, ces fonds peuvent également être abondés via la poche en fonds euros d'un contrat d'assurance-vie. France Assureurs estime<sup>15</sup> à 30-40% la part des contrats d'assurance-vie mêlant poche en fonds euros et poche en UC, et publie par ailleurs un chiffre total de diffusion des fonds-labellisés en assurance-vie (199,5 Mds€ à fin décembre 2021 et 214,7 Mds€ à fin avril 2022).

---

<sup>13</sup> « Les enseignements de l'enquête ACPR sur les supports d'investissement à caractère extra-financier commercialisés dans les produits d'assurance », Juillet 2021

<sup>14</sup> Entretien téléphonique réalisé le 2 juin.

<sup>15</sup> Entretien téléphonique réalisé le 3 juin.

Le tableau suivant permet de replacer les encours d'UC « loi PACTE » au sein de différents périmètres évoqués précédemment :

	Supports en UC	Détention de fonds labellisés en assurance-vie	Part des clients français de fonds labellisés domiciliés en France <sup>a</sup>	Fonds labellisés (Encours total, tous domiciles)	Fonds durables <sup>d</sup> (périmètre Novethic)	Fonds Art. 8 & 9 dans les OPC ouverts gérés en France
Finansol	1,1	Détail non connu	-	24,5 <sup>b</sup>	-	839 Mds€ "Art. 8" 106 Mds€ "Art. 9"
Greenfin	4,2 <sup>16</sup>		3,9	20 <sup>c</sup>		
ISR	123,4		418	693 <sup>d</sup>		
<b>Total (Mds€)</b>	<b>123,9</b>	<b>199,5</b>	<b>421</b>	<b>732<sup>d</sup></b>	<b>896</b>	<b>945</b>

Sources : France Assureurs, Novethic, AFG, EFAMA. Chiffres au 31/12/2021

<sup>a</sup> En application d'un ratio de 87% de clients français pour les fonds labellisés domiciliés en France (Source : Factbook EFAMA 2021)

<sup>b</sup> Chiffres Finansol

<sup>c</sup> Ce chiffre ne tient compte que des fonds cotés, hors fonds réservés aux investisseurs professionnels. Plus de la moitié des encours (10,7 Mds€) est concentrée sur des fonds domiciliés à l'étranger et commercialisés par des sociétés de gestion étrangères. Il inclut les encours d'un FCPR d'environ 70 M€ (Maif Rendement Vert) qui est le seul distribué sous forme d'unités de compte à ce jour. Sur ce total, 5 Mds€ d'encours Greenfin sont par ailleurs labellisés ISR et 57 M€ triplement labellisés avec Finansol.

<sup>d</sup> Chiffres Novethic Market Data. Ce périmètre est celui d'une base de données administrée par Novethic, qui analyse et qualifie l'offre de fonds en finance durable, labellisés ou non. Ces chiffres isolent les encours des fonds disponibles à la vente en France, UCITS ou accessibles aux particuliers, hors FCPE. Sur le périmètre de fonds labellisés, ils diffèrent ainsi légèrement des chiffres publiés dans le Panorama des labels de finance durable, mais sont plus adaptés au cadre de cet APR.

<sup>16</sup> On notera la forte concentration de cette somme chez un seul assureur, à savoir CNP Assurances, avec 1,5 Md€ d'encours selon les chiffres publiés dans son rapport d'Investissement Responsable 2021.

## 2. Nature et performance des investissements réalisés par type de label

### Distinction par types de label

Comme le montre la première partie de ce rapport, les trois labels français sont de nature très disparate. Deux rapports publiés récemment par l'ACPR prennent acte de ces disparités et questionnent la pertinence des arguments de durabilité mis en avant au sujet des fonds labellisés ISR. Ainsi, le Rapport<sup>17</sup> d'activité 2021 du Pôle commun AMF-ACPR souligne que les fonds ayant un « caractère de durabilité » dans lesquels il est possible d'investir via les produits d'assurance vie français en application de la loi PACTE offrent « une grande diversité d'options d'investissement dont l'ambition extra-financière est très variable et parfois encore inexistante ». Ceci fait écho aux conclusions de l'enquête<sup>18</sup> ACPR déjà citée, dans laquelle les auteurs estimaient « qu'une attention particulière doit notamment être portée à l'utilisation de vocabulaire exagérément positif autour de la labellisation et de ses enjeux. »

Comme le reconnaît un document<sup>19</sup> présentant les orientations structurantes envisagées pour l'évolution du label ISR, publié fin juillet 2022, le label ISR n'est ni un « label vert » ni d'un « label climat ». Il repose sur l'approche historique « best in class », qui est par nature généraliste et sans biais sectoriel. Selon l'AFG<sup>20</sup>, les stratégies de sélection positive (*Best in class*, *Best in universe* et *Best effort*) restent aujourd'hui très majoritaires en France sur le marché des OPC relevant des catégories 1 & 2 de l'AMF, puisqu'elles concentrent 93% des encours, contre 4% pour les stratégies thématiques. Bien qu'il s'agisse d'une répartition par stratégie dominante à nuancer par le fait que certains fonds ajoutent à leurs stratégies des approches thématiques et de l'engagement actionnarial, cet ordre de grandeur et les réserves émises par l'ACPR justifient d'opérer la même distinction à l'échelle des labels.

On distinguera donc deux familles de labels, selon ce que leur cahier des charges permet de garantir à l'investisseur final :

- d'un côté les labels qualifiés d'ESG (également appelés « labels axés sur la stratégie » par certains universitaires), au premier rang desquels on trouve le label ISR
- de l'autre les labels qualifiés de *verts* (également appelés « labels axés sur la sélection »), à savoir Greenfin, LuxFLAG Climate Finance et Environment, auxquels il faut rajouter le label Finansol, qui émane de la même approche appliquée cette fois au domaine social.

Cette distinction est fondamentale puisqu'elle conditionne la possibilité d'analyse fine. Dans le cas des labels verts et solidaires à proprement parler, la somme de critères appliqués et l'ouverture à des supports d'investissements plus variés permet de restreindre les investissements à des secteurs et supports spécifiques, ce qu'illustre bien l'analyse des portefeuilles ainsi labellisés.

Les labels ESG, compte-tenu du fait que leurs référentiels rassemblent des critères qui correspondent en partie à des pratiques qui peuvent déjà être communément utilisées en gestion d'actifs indépendamment de la labellisation, ne permettent pas une évaluation fine des impacts. C'est pourquoi l'analyse ci-après a été limitée aux quelques critères applicables aux fonds thématiques à même d'orienter la nature des investissements réalisés vers les secteurs les plus cruciaux pour le financement effectif de la transition énergétique et écologique. La pertinence d'autres critères présents chez les labels ESG en tant que mécanismes de transmission d'un signal à l'économie réelle est par ailleurs discutée en partie 3. Cela concerne notamment les critères d'exclusions sectorielles, jusqu'à présent absents du référentiel du label ISR.

<sup>17</sup> [https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/20220614\\_rapport\\_pole\\_commun\\_2021.pdf](https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/20220614_rapport_pole_commun_2021.pdf)

<sup>18</sup> « Les enseignements de l'enquête ACPR sur les supports d'investissement à caractère extra-financier commercialisés dans les produits d'assurance », Juillet 2021

<sup>19</sup> <https://www.llelabelisr.fr/wp-content/uploads/propositions-orientations-label-ISR.pdf>

<sup>20</sup> <https://www.afg.asso.fr/afg-document/la-gestion-investissement-responsable-donnees-denquete-2021/>

## Capacité des référentiels de labels à orienter la nature des investissements réalisés

La capacité des labels à orienter la nature des investissements réalisés dépend fortement du fonctionnement des critères à respecter pour les obtenir. Parce que leur obtention est soumise à un calcul de « part verte » minimum, c'est-à-dire une part de portefeuille investie dans des activités durables sur le plan environnemental, trois labels européens se distinguent, à savoir le label Greenfin, ainsi que deux labels LuxFLAG (Environment et Climate Finance), néanmoins peu prisés du marché. Pour définir les « éco-activités » et garantir que les fonds sont bien investis dans des activités favorables à l'environnement, ils continuent à ce jour de faire appel à des taxonomies succinctes dont la création est antérieure de plusieurs années à l'arrivée de la taxonomie européenne.

Selon l'Article 4 du Règlement Taxonomie, les critères de la taxonomie qui définissent les activités économiques durables sur le plan environnemental doivent néanmoins être appliqués « aux fins de toute mesure fixant des exigences applicables aux acteurs des marchés financiers [...] en ce qui concerne les produits financiers [...] qui sont mis à disposition comme étant durables sur le plan environnemental. » Les labels verts ont donc l'obligation à terme d'intégrer la taxonomie européenne à leurs référentiels.

### a. Labels verts : modalités du calcul de part verte pour les portefeuilles investis en actions

Les critères de part verte sur lesquels s'appuient les labels Greenfin et LuxFLAG (Environment + Climate Finance) combinent deux types de seuils pour définir, directement ou indirectement, la proportion minimum d'activités vertes que doit comporter le portefeuille labellisé. Le premier seuil définit à partir de quel pourcentage de chiffre d'affaires vert une entreprise peut être retenue comme verte, tandis que le second fixe le pourcentage d'émetteurs verts que doit comporter un portefeuille.

Le label Nordic Swan, pour les fonds distribués en Scandinavie et Finlande, dispose aussi d'un critère facultatif de calcul de part verte. Sa formule de calcul est issue du projet d'Ecolabel, et ce label est ainsi le premier à faire appel aux dépenses d'investissement (CapEx) pour le calcul de la part verte. Il s'agit de l'un des trois indicateurs clés de performance (ICP ou KPI) en lien avec la taxonomie que les entreprises non-financières soumises à la NFRD doivent publier annuellement à partir de 2022 (aux côtés du chiffre d'affaires et des OpEx). En outre, les critères pressentis pour le futur Ecolabel européen pour produits financiers, tirés ci-dessous de la 4<sup>ème</sup> version du référentiel en mars 2021, devraient aussi s'appuyer sur le CapEx.

### Synthèse des règles de calcul de part verte pour les fonds investis en actions

	Référentiel	Seuils définissant une entreprise verte	Seuils exigés au niveau du portefeuille consolidé	Seuil consolidé minimum (chiffre d'affaires ou score, fixés explicitement ou obtenus par résultante d'autres critères)
<b>LuxFLAG Climate Finance</b>	Basé sur les Common Principles for Climate Change Mitigation and Adaptation Finance Tracking de l'IDFC	Entreprise tirant plus de 50% de son chiffre d'affaires d'éco-activités	75% d'émetteurs verts	37,5%
<b>LuxFLAG Environment</b>	Secteurs environnementaux tels que définis dans des classifications comme le FTSE Environmental Markets Classification System	Entreprise tirant plus de 20% de son chiffre d'affaires d'éco-activités	75% d'émetteurs verts. Au sein de cette poche, plus de 33% de chiffre d'affaires vert consolidé.	25,75%
<b>Greenfin</b>	Taxonomie de Climate Bonds Initiative, adaptée et amendée	3 types d'entreprises (I : plus de 50% d'éco-activités, II : entre 10 et 50%, III : moins de 10%)	Portefeuille composé d'au moins 20% d'émetteurs de type I et d'au plus 25% d'émetteurs de type III	15,5%
<b>Nordic Swan</b>	Taxonomie UE (données estimées autorisées jusqu'en 2024)	Prise en compte à la fois du chiffre d'affaires et du CapEx vert le plus élevé au cours des 3 précédentes années. Calcul <sup>2</sup> d'un score taxonomique par somme pondérée des scores de chaque entreprise (C.A + CapEx verts divisés par le C.A.)		A minima 5% pour obtenir un point dans le barème. Jusqu'à 6 points si >50% (suffisant pour obtenir le label)
<b>EU Ecolabel<sup>1</sup></b>	Taxonomie UE			50%

<sup>1</sup> Lancement en 2023 au mieux

<sup>2</sup> Selon la formule tirée de la 4<sup>ème</sup> version du référentiel du futur EU Ecolabel.

Contrairement aux trois labels précités, le calcul utilisé par Nordic Swan et l'Ecolabel ne fait pas appel à un seuil au niveau des émetteurs. Il s'applique donc uniquement au niveau du portefeuille agrégé. Pour obtenir la part verte, le calcul passe par un score pour chaque entreprise en portefeuille. Ce score mêle chiffre d'affaires et

dépenses d'investissement (CapEx) alignés avec la taxonomie. Sa formule de calcul est calquée sur celle proposée dans la version 4 des critères du futur Ecolabel européen pour produits financiers, qui est en développement depuis 2019.

### **b. Labels ESG : adaptations des critères aux fonds thématiques**

Les référentiels des labels dits « ESG » adaptent progressivement leurs critères aux particularités des fonds thématiques, au risque de créer de la confusion avec les référentiels des labels de finance verte. Les critères adoptés visent principalement à préciser les cadres acceptés pour construire une thématique, ou à articuler les autres critères d'attribution du label avec les spécificités des fonds thématiques.

On distingue deux approches :

- les critères qui visent à valider le respect de la thématique affichée, qui peut être environnementale ou sociale. Cette catégorie suppose que le labellisateur procède à une analyse du portefeuille en s'appuyant sur les cadres de références prédéfinis (par exemple une taxonomie, les ODD ou les catégories des Social Bond Principles), sans toutefois aller jusqu'à un calcul de part de portefeuille en accord avec le thème. Parmi les cadres thématiques possibles, trois labels font appel à la taxonomie européenne pour les critères s'appliquant aux fonds thématiques (FNG, Towards Sustainability et Nordic Swan dans une seconde approche), mais le respect de ce critère ne suffit pas à obtenir le label.
- les critères génériques dits « de process ». Ils visent à assurer la cohérence d'ensemble de tous les critères d'attribution du label tout en tenant compte des caractéristiques inhérentes aux fonds thématiques. Leur application ne suppose pas d'analyse du portefeuille.

Le standard Towards Sustainability laisse le choix entre plusieurs critères, relevant de ces deux approches.

#### **i. Critères de validation du respect d'une thématique affichée**

	Focus	Cadres thématiques ou standards acceptés	Critère de prise en compte au niveau des entreprises	Critères au niveau du portefeuille consolidé	Type de validation	
<b>Nordic Swan</b>	E	Taxonomie UE ou équivalent (selon les secteurs)	Entreprises apportrices de solutions	Fonds Article 9 SFDR dont 90% de l'encours est alloué en cohérence avec son objectif environnemental	Points en plus dans le barème	
	E	Science Based Targets (climat ou biodiversité)	"Target" validée	25 ou 50% de l'encours alloué à des entreprises dotées d'une SBT validée		
<b>Towards Sustain.</b>	E+S	- Taxonomie UE - Catégories SBP* - Thèmes des ODD	Option 1	Min. 50% de chiffre d'affaires ("related to")	70% du portefeuille, mesuré en nombre d'entreprises ou % de l'encours	Permet de valider la stratégie optionnelle (en plus des 3 obligatoires)
			Option 2	-	50% de l'encours contribuant au thème (par analyse du C.A. consolidé)	
<b>FNG Siegel</b>	E+S	- Taxonomies vertes (CBI et UE) - Catégories GBP* et SBP* - Thèmes relatifs aux ODD	Vérification de l'existence d'un pourcentage minimum de correspondance avec le thème (au niveau des émetteurs ou au niveau du portefeuille) et d'indicateurs servant la thématique. Respect du thème à l'appréciation des auditeurs. Critères spéciaux pour les fonds d'obligations vertes/sociales		Attribution de points dans le modèle de notation (★/★★/★★★)	

\*Green/Social Bond Principles, administrés par l'ICMA

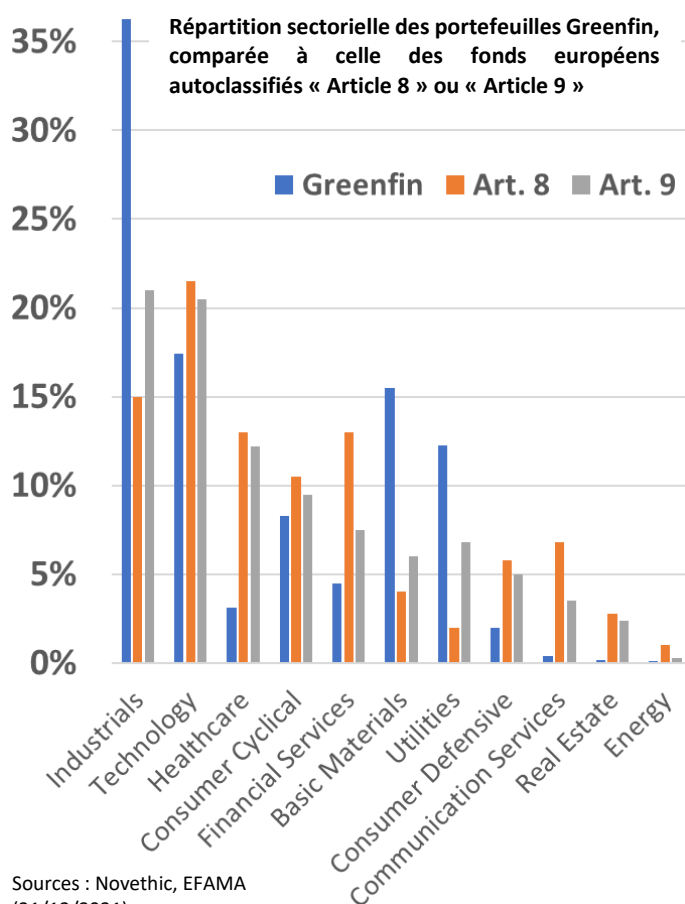
Pour regrouper les thématiques acceptées, le standard Towards Sustainability a par ailleurs introduit dans sa dernière version la notion « d'activités contributives », un concept qui regroupe les activités déjà sélectionnées dans la taxonomie, celles à venir, ainsi que celles qui contribuent « clairement et concrètement » aux ODD.

## ii. Critères génériques de cohérence avec une thématique

	Critère
Label ISR	Pour les approches en sélectivité, ne pas utiliser d'univers ou d'indices « généralistes » pour des politiques d'investissement thématique
LuxFLAG ESG	L'Impact Investing ou « SDG Investing » peuvent être choisis comme l'une des trois approches ESG minimum à appliquer.
Towards Sustainability	i) Le fonds fait appel à une stratégie Best-in-Universe et ne sélectionne que les 25% d'émetteurs les mieux notés selon une notation ESG adaptée au thème d'investissement ii) Le fonds est un fonds Article 9 au sens SFDR avec un objectif environnemental désigné
Umweltzeichen	Note de sélectivité de la politique d'investissement recentrée sur les thématiques E

Dans certains cas, les critères de ces labels encouragent également l'investissement en obligations dites « durables » (par exemple *green bonds*, *social bonds*, ou *sustainability-linked bonds*). L'intérêt pour le verdissement de l'économie du fléchage de ce type d'investissement sera discuté en Partie 3.

## c. Etude des portefeuilles des fonds labellisés Greenfin investis en Actions



L'analyse des portefeuilles des 13 fonds investis en Actions (dont un fonds mixte) qui étaient labellisés au 31 décembre 2021, et la comparaison de leurs allocations sectorielles avec celles de l'ensemble des fonds Equity « Article 8 » et « Article 9 » répertoriés en Europe par l'EFAMA fait apparaître de manière très claire l'influence des critères de « part verte » et d'exclusion du label Greenfin.

On observe en premier lieu un très fort biais des fonds labellisés Greenfin pour les valeurs du macro-secteur « Industrials », y compris en comparaison des fonds dits Article 9, catégorie regroupant la majorité des fonds affichant une thématique verte sans forcément la faire valider par une démarche de labellisation. On trouve notamment dans cette catégorie des poids lourds industriels de la fabrication de matériel de production d'énergie renouvelable (Vestas, Alstom ou Siemens) ou du raccordement et de l'interconnexion de capacités de production (Schneider Electric, Alfen, Nexans, Legrand ou Prysmian). Vient ensuite la catégorie « Technology », où l'on retrouve plusieurs entreprises produisant des composants nécessaires à l'industrie de l'énergie solaire, notamment des semi-conducteurs, puis celle des « Basic Materials », où l'on retrouve des producteurs de gaz industriels, produits chimiques et produits issus de matériaux renouvelables. Autre différence de pondération notable avec les fonds s'autoclassifiant comme durables en Europe, le secteur « Utilities », qui regroupe des entreprises liées à l'énergie et à l'eau, représente plus de 12% des encours des fonds Greenfin, malgré les règles d'exclusion qui interdisent aux gérants de fonds d'investir dans la plupart des gros énergéticiens en raison d'une activité liée aux énergies fossiles ou au nucléaire trop importante. C'est près du double du poids de ce secteur dans les portefeuilles de fonds Article 9, et 6 fois plus élevé que les portefeuilles des fonds Article 8, seule catégorie à ne pas s'interdire, au moins en partie, d'investir dans le secteur des énergies fossiles.

L'Annexe 3 fournit le détail des 80 entreprises présentes au portefeuille d'au moins 3 fonds Greenfin parmi les 13 susmentionnés. L'encours combiné investi dans ces 80 entreprises représente 4,7 Mds€, soit plus de 60% de l'encours total de ces fonds.

#### **d. Fonds labellisés Greenfin investis en obligations vertes**

L'encours des fonds d'obligations vertes labellisés Greenfin représentait 13,6 Mds€ à fin 2021, soit environ 55% de l'encours total des fonds de « green bonds » dans le monde selon le décompte<sup>21</sup> d'Environmental Finance, mais uniquement de l'ordre de 1% de l'encours total de green bonds en circulation (« outstanding ») à cette date (1 600 Mds\$ selon Climate Bonds Initiative).

Les critères du label Greenfin applicables aux fonds d'obligations vertes ne sont pas de nature suffisamment discriminante pour orienter les portefeuilles vers une répartition sectorielle s'écartant significativement de celle du marché des green bonds. A l'échelle de ce marché, les montants collectés servent à financer ou refinancer environ 80% de projets liés à trois catégories dominantes que sont l'énergie, les bâtiments et le transport, le restant étant principalement lié à l'eau, aux déchets et à l'agriculture (Voir le détail en Annexe 7).

Les sociétés de gestion qui se tournent vers le label Greenfin pour obtenir une validation externe mettent en général en avant leur expertise pour écarter des portefeuilles les obligations finançant des projets dont l'intérêt pour le verdissement ne fait pas consensus (par exemple des infrastructures d'aéroport ou de la conversion de réseaux de gaz pour l'hypothétique transport d'hydrogène bas carbone à moyen ou long terme). En outre, contrairement aux autres labels européens, le label Greenfin n'applique pas ses exclusions sectorielles de la même manière pour les portefeuilles d'obligations vertes. Concrètement, une obligation verte émise par EDF ou Engie pourra figurer en portefeuille d'un fonds Greenfin, mais pas forcément en portefeuille d'un fonds labellisé en Allemagne, Autriche ou Europe du Nord.

Enfin, certains fonds se concentrent uniquement sur un seul type d'émetteur, que ce soit les *corporate* (émetteurs privés non financiers, dont beaucoup d'émetteurs liés aux services à la collectivité, et émetteurs privés financiers, qui empruntent sur les marchés financiers afin de financer les projets verts de leurs clients) ou bien les « SSA » (*Sovereigns, Supranationals & Agencies*, c'est-à-dire les organisations supranationales, les agences gouvernementales et les Trésors nationaux, dont la France qui, avec 45,1 Mds€, avait émis à fin mars 2022 l'encours le plus important parmi les émetteurs souverains).

#### **Nature des investissements réalisés en finance solidaire (label Finansol)**

Cette partie s'intéresse aux flux d'investissements réalisés en 2021 par toutes les catégories de fonds labellisés Finansol. Ainsi, pour les fonds solidaires communément appelés « fonds 90-10 », seule la partie des actifs investie dans des organismes agréés ESUS (Entreprises Solidaires d'Utilité sociale) est prise en compte. Les 90 à 95 % d'actifs restants sont investis dans des entreprises « ordinaires », cotées en bourse, dont la compatibilité avec la finance solidaire est analysée par le prisme d'une notation ou analyse ESG (Environnement, Social, Gouvernance).

La règle « 90-10 », initialement propre aux fonds d'épargne salariale solidaire (FCPE solidaires) est appliquée à l'usage à tous types d'OPC solidaires (FCP, SICAV) afin de favoriser des règles de gestion homogènes et de présenter des produits plus lisibles pour tous les investisseurs. En plus d'organismes agréés ESUS, les fonds solidaires peuvent aussi être alloués à des financeurs solidaires ou des fonds de microfinance.

On notera que les unités de compte solidaires distribuées en assurance-vie sont majoritairement adossées à des fonds « 90-10 ».

Au total les fonds labellisés Finansol ont généré 690M€ de flux d'investissement en 2021. Il s'agit majoritairement de financements à utilité sociale (53% des montants d'investissement), contre 16% pour les activités environnementales, 17% pour les actions de cohésion territoriale, 9% pour la solidarité internationale et 4% pour la culture et l'éducation populaire.

<sup>21</sup> [https://www.environmental-finance.com/content/analysis/green-bond-fund-assets-reach-\\$25bn.html](https://www.environmental-finance.com/content/analysis/green-bond-fund-assets-reach-$25bn.html)

### a. Activité annuelle des acteurs de la finance solidaire

Les acteurs de la finance solidaire ont investi 690 millions d'euros en 2021. Ce montant comprend les flux d'investissement réalisés par les financeurs solidaires labellisés, les dépenses des entreprises solidaires labellisés et les prêts sociaux pour les particuliers faits à travers des livrets bancaires « fléchés ». Ce montant est net, c'est-à-dire hors financements entre supports labellisés Finansol pour éviter un double comptage lorsqu'un financeur labellisé investit dans une entreprise labellisée. Le détail à fin 2021 avec rappel des catégories est fourni ci-après.

Investissements solidaires					Epargne de partage							
<b>Épargne collectée par les entreprises solidaires</b>		<b>Épargne salariale solidaire (FCPE)</b>			<b>Épargne d'investissement solidaire</b>		<b>Épargne de partage</b>					
Type	Encours (Md€)	Type	Nb.	Encours (Md€)	Type	Nb.	Encours (Md€)	Type	Nb*	Encours* (Md€)		
Actions non cotées	0,9	PER collectif	31	14,1	Comptes sur livret	26	2,7	Comptes sur livret	20	2,2		
Dépôts à terme		PEE			Dépôts à terme	5	0,13	Dépôts à termes	2			
						OPC	68	3,2	OPC	21	0,2	
						Assurance-vie	UC solidaires via OPC dédiés	5	0,9	Assurance-vie	0	0
							Fonds euros	3	2,5	* Chiffres au 31/12/2020		
						Produits d'assurance-vie directement labellisés Finansol		Catégorie regroupant les fonds distribuables comme UC solidaires éligibles « loi PACTE », mais aussi des OPC bancaires				
Souscription directe d'un placement		Souscription via son entreprise			Souscription via une banque ou mutuelle d'assurance							
Flux 2021: 199M€					Flux 2021: 491M€							

Ce flux est dirigé majoritairement vers des associations, coopératives et entreprises françaises (491 M€ pour ces trois catégories), dont 82% en dette, 12% en fonds propres, et 6% en quasi fonds propres. Environ 40% des financements vont à des organisations agréementées ESUS. Le restant du flux (199 M€) correspond en majorité à l'activité des entreprises solidaires membres du réseau FAIR, en particulier des foncières solidaires qui rachètent et rénovent des biens immobiliers et fonciers. Le détail des financements annuels à destination d'associations, coopératives et entreprises solidaires est fourni en Annexe 4.

Les acteurs de la finance solidaire ont tous vocation à soutenir des activités à forte utilité sociale, mais il est néanmoins possible d'opérer la distinction suivante en fonction de la nature des impacts recherchés, qui peut être environnementale.

#### Répartition des flux d'investissement solidaire par utilité sociale (au 31/12/2021)

	Données 2021		Données 2020		Evolution du montant
	Montant	Part	Montant	Part	
<b>SOCIAL</b>	364 219 235 €	53%	229 773 485 €	47%	59%
Accès au logement	208 554 955 €	30%	65 072 576 €	13%	220%
Action sanitaire et sociale / Accès à la santé	78 449 850 €	11%	67 268 883 €	14%	17%
Insertion par l'activité économique	38 199 256 €	6%	56 803 637 €	12%	-33%
Lutte contre l'exclusion	39 015 174 €	6%	40 628 389 €	8%	-4%
<b>ENVIRONNEMENTAL</b>	109 701 560 €	16%	110 415 586 €	23%	-1%
Alimentation durable et filière bio	29 599 514 €	4%	42 333 582 €	9%	-30%
Eco-activités	46 631 437 €	7%	36 424 934 €	8%	28%
Energies renouvelables	33 470 609 €	5%	31 657 070 €	7%	6%
<b>AUTRE</b>	216 306 034 €	33%	144 694 437 €	29%	49%
Cohésion territoriale / économie de proximité	114 120 047 €	17%	89 249 157 €	18%	28%
Culture et éducation populaire	24 421 339 €	4%	22 418 586 €	5%	9%
Solidarité internationale	60 211 981 €	9%	30 618 874 €	6%	97%
Autre	17 552 667 €	3%	2 407 820 €	0%	629%
<b>Total</b>	<b>690 226 829 €</b>	<b>100%</b>	<b>484 883 509 €</b>	<b>100%</b>	<b>42%</b>

Source : FAIR



Les organisations sociales ont représenté 53% des montants d'investissement en 2021, contre 16% pour les activités environnementales, 17% pour les actions de cohésion territoriale, 9% pour la solidarité internationale et 4% pour la culture et l'éducation populaire.

Les investissements environnementaux ont connu en 2021, une légère baisse par rapport à l'année 2020, et leur part dans les financements globaux a diminué, passant de 23% à 16%.

#### b. Financement d'associations et entreprises solidaires environnementales

L'association FAIR ne dispose pas de chiffres lui permettant de tracer l'épargne collectée via un canal particulier (par exemple l'assurance-vie) vers des investissements spécifiques réalisés par un fonds solidaire. En isolant les financements d'associations et entreprises solidaires environnementales, il est néanmoins possible d'établir la vue d'ensemble ci-dessous.

##### Flux de financements à utilité environnementale

96M€, dont 30 M€ pour l'alimentation durable et la filière bio, 33 M€ pour les énergies renouvelables et 34 M€ à d'autres éco-activités.  
Financements majoritairement en dette et via des sociétés commerciales.

Les financeurs et fonds solidaires ont investi, en France, 96 millions d'euros à destination des utilités sociales environnementales, représentant ainsi 20% du montant total de financement. Ce montant exclut les flux d'investissement réalisés par les entreprises solidaires et les prêts sociaux.

##### Répartition des flux d'investissement solidaire environnementaux par filière (au 31/12/2021)

	Données 2021			
	Montant	Nombre	Montant - %	Nombre - %
Alimentation durable et filière bio	29 599 514 €	270	31%	47%
Energies renouvelables	32 744 363 €	116	34%	20%
Eco-activités	34 026 394 €	184	35%	32%
<b>Total</b>	<b>96 370 271 €</b>	<b>570</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Tout comme les financements globaux, les financements environnementaux sont majoritairement effectués en dette et à destination des sociétés commerciales. En effet, les sociétés commerciales environnementales captent 49% des transactions et 81% des montants de financement, et la dette correspond à 59% des transactions et 81% des montants.

#### c. Focus sur les FPS (chiffres à fin 2020)

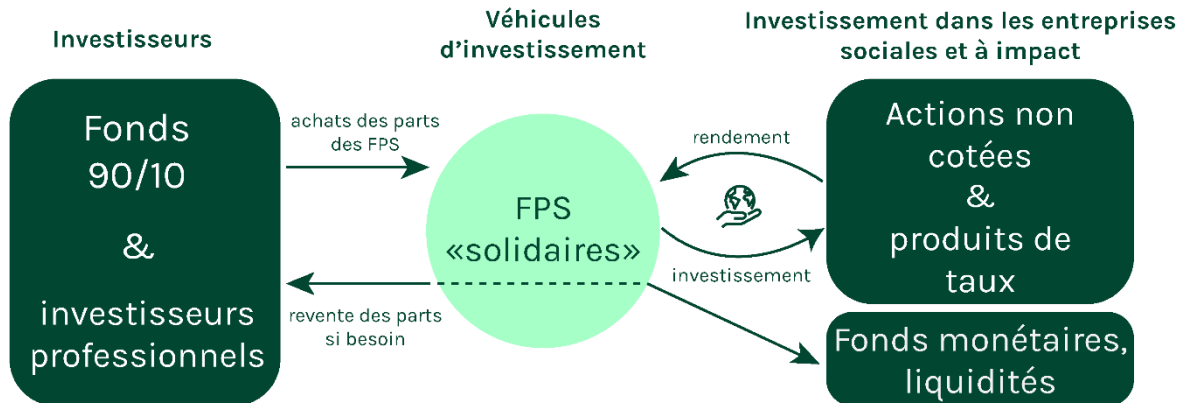
##### Stock des FPS solidaires à fin 2020

510 M€ d'investissements effectifs à partir des encours correspondant aux poches solidaires des fonds « 90-10 ».  
Les financements « verts » représentent entre 2 et 8% selon les FPS, pour un total de 32 M€. Emploi, logement et santé ou dépendance captent le gros des encours.

La terminologie FPS, ou « Fonds Purs Solidaires », désigne les fonds (FPS et FCPR) vers lesquels sont dirigés les encours correspondant aux poches solidaires des fonds « 90-10 ». Pour cela, les fonds « 90-10 » achètent des parts de FPS solidaires afin de respecter les 5 à 10% d'actif solidaire du fonds. Ils disposent de stratégies spécifiques en tant qu'outils de financement adaptés à l'investissement non coté à fort impact social. En pratique, ils sont composés d'actifs divers, comme des parts de capital ou des titres de dette, d'entreprises appartenant à l'ESS et plus spécifiquement ayant l'agrément ESUS.

Les FPS labellisés Finansol sont une classe d'actifs très hétérogène. Ils sont dissemblables sur les encours, les performances, les compositions... Ils partagent néanmoins 5 caractéristiques communes : une liquidité relative assurant aux clients (les fonds « 90-10 ») le retour rapide des fonds en cas de désinvestissement, la sélection des entreprises appartenant aux domaines de l'ESS sur des critères financiers et extra-financiers, l'engagement actionnarial œuvrant à la réalisation de la « mission » de l'entreprise, un risque financier faible, et la concentration des investissements dans les fonds permettant un meilleur reporting d'impacts et l'établissement d'une stratégie plus conséquente. Cette liste concentre la plus-value qu'apportent ces fonds.

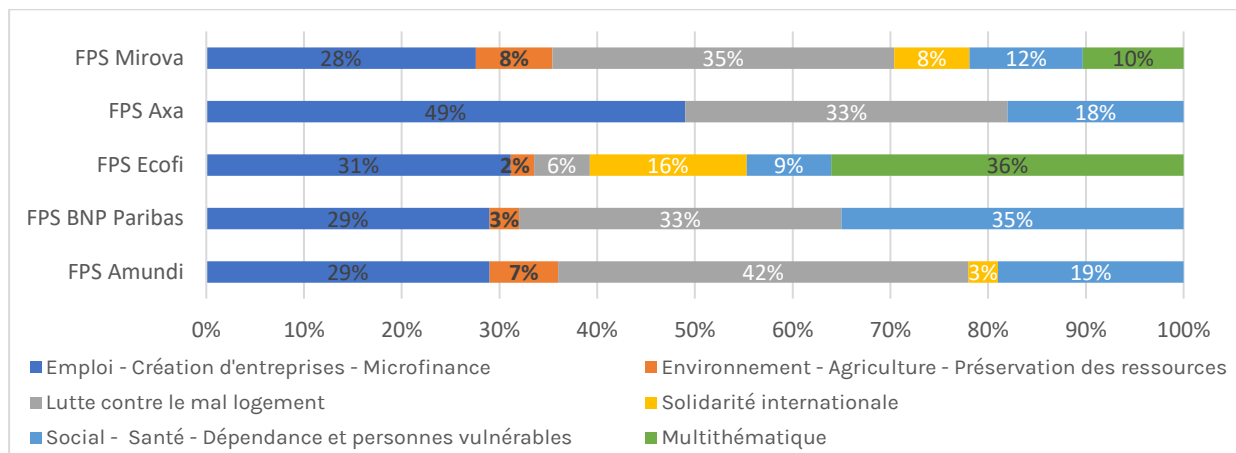
### Fonctionnement des FPS solidaires



Source : FAIR

En termes de domaines d'utilité sociale des 5 FPS labellisés Finansol (FPS Amundi, FPS BNP Paribas, FPS Ecofi, FPS Axa, et FPS Mirova), ce sont l'emploi, le logement et la santé ou dépendance qui captent le gros des encours. Les projets liés à l'environnement, l'agriculture et la préservation des ressources totalisaient 32 M€ d'investissement effectif depuis ces 5 FPS.

### Domaines d'utilité sociale des FPS solidaires en 2020



Source : FAIR et sites Internet des gérants

### Performance des fonds labellisés

Dans le cadre d'un premier bilan<sup>22</sup> de la labellisation ISR, Greenfin et Finansol, la Banque de France a observé sur la période 2017-2019 des taux de souscription aux fonds labellisés plus élevés que la moyenne du secteur et des niveaux de performance généralement comparables, reconnaissant aux labels un facteur d'attractivité.

L'AMF n'identifie<sup>23</sup> pas non plus de différence significative de rentabilité (non corrigée du risque) entre 2012 et 2018 pour un échantillon de fonds prenant en compte des critères extra-financiers contenant près d'une moitié des fonds labellisés. Pour les fonds labellisés ISR, sur la période 2016-2019, le FIR a montré<sup>24</sup> que leur performance était globalement comparable à celle du marché, avec 59% des fonds Actions affichant une surperformance du marché et 52% des fonds Obligations.

En outre, les taux de frais sur encours ont tendance à être plus faibles pour les fonds labellisés revendiquant l'intégration de critères extra-financiers dans leur nom. Toutes choses égales par ailleurs, l'AMF observe les parts de fonds correspondant à cette définition en janvier 2021 étaient en moyenne moins chères de 17 points de base que les parts de fonds standard équivalentes sur la période d'analyse (2012-2018), et ce quelle que soit la classe d'actif considérée. L'AMF avance que l'explication pourrait résider dans la demande croissante pour ces produits, qui motiverait d'en faire des produits d'appel bénéficiant d'une politique commerciale avantageuse sur les frais.

<sup>22</sup> Banque de France, Bloc-notes Eco n°152 (février 2020): « Labels d'investissement responsable en France : quel bilan? »

<sup>23</sup> « Frais et performances des fonds commercialisés en France et intégrant une approche extra-financière entre 2012 et 2018 », Pierre-Emmanuel Darpeix et Natacha Mosson

<sup>24</sup> Etude de l'évolution du label ISR public français et des fonds labellisés, Chen H., Forum pour l'Investissement Responsable, 2020

Autre observation semblant étayer cette conclusion, les frais constatés pour les fonds labellisés qui revendiquent l'approche extra-financière dans leur nom sont significativement moins élevés que les frais des fonds qui n'en font pas état. L'AMF ajoute que ces résultats doivent être considérés avec précaution car la période étudiée correspond à une phase de structuration de l'offre qui n'est peut-être plus représentative de la situation actuelle.

#### a. Historique de performance 2016-2021

Les tableaux ci-dessous présentent la performance annuelle (en pourcentage) des fonds labellisés ISR et Greenfin pour lesquels il est possible d'accéder à cette donnée via Morningstar Direct. Ne sont intégrés pour chaque année que les fonds qui détenaient au moins un label européen au 31 décembre de cette même année, hormis sur la période 2016-2018, qui intègre tous les fonds labellisés au premier trimestre 2019 (date de la première publication par Novethic de son Panorama des labels). La liste des fonds présents en assurance vie n'étant pas connue, les performances présentées ci-dessous sont des performances moyennes à l'échelle de chaque échantillon, non pondérées de l'encours des fonds composant cet échantillon.

Ces performances sont comparées avec celles de l'ensemble des fonds européens détenant au moins l'un des labels européens présentés en Partie 1, ainsi qu'avec divers indices de référence pertinents pour la comparaison avec les fonds thématiques et les fonds d'obligations vertes labellisés Greenfin.

#### Performance en % des fonds investis en actions

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Label ISR	3,21	11,31	-12,17	26,25	8,36	21,03
Greenfin	1,00	14,47	-17,23	28,33	33,68	14,87
Fonds européens labellisés*	4,06	11,20	-10,31	28,22	14,77	20,07
NASDAQ OMX Green Economy Europe TR	6,37	8,96	-8,51	36,62	21,04	15,71
S&P Global Clean Energy TR	-14,50	6,27	-3,79	47,75	122,07	-17,35
MSCI Europe NR	2,58	10,24	-10,57	26,05	-3,32	25,13
MSCI World NR	10,73	7,51	-4,11	30,02	6,33	31,07

Source : Morningstar, Novethic Market Data

\* Détenteurs d'un label autre qu'ISR ou Greenfin

Les indices NASDAQ OMX Green Economy Europe et S&P Global Clean Energy ont été choisis ici à titre indicatif comme point de comparaison pour les fonds Actions labellisés Greenfin. Ils offrent une exposition à des secteurs représentatifs de ceux dans lesquels investissent les fonds labellisés Greenfin, selon un prisme large (tous secteurs concourant à la transition énergétique et environnementale) ou recentré (énergies renouvelables et leur chaîne de valeur). Comme le montrent ces données, l'année 2020 a été une année record pour les fonds investissant majoritairement dans les énergies renouvelables et en particulier dans l'énergie solaire.

A l'inverse des règles s'appliquant aux fonds Greenfin, la méthodologie de construction des indices utilisés pour cette comparaison n'intègre pas de critères d'exclusion des énergies fossiles. Ils ont donc potentiellement davantage « bénéficié » des récents remous sur les marchés de l'énergie. A fin mai 2022, la performance moyenne sur les 5 premiers mois de l'année des fonds *equity* labellisés Greenfin était ainsi de -24,44%, contre -12,56% pour l'indice NASDAQ OMX Green Economy Europe et -5,47% pour le S&P Global Clean Energy.

#### Performance en % des fonds obligataires

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Label ISR	2,66	1,31	-1,50	4,79	2,45	0,20
Greenfin	2,59	1,20	-0,66	4,59	3,78	-2,47
Fonds européens labellisés*	2,66	0,86	-2,18	5,00	2,87	0,45
Bloomberg Euro Green Bond TR	3,50	2,04	0,34	7,36	4,82	-3,36
S&P Green Bond TR	4,82	-3,12	2,29	7,78	2,19	1,19
Bloomberg Euro Agg 1-3 Year TR	0,59	-0,12	-0,15	0,44	0,17	-0,52
Bloomberg Euro Agg 3-5 Year TR	1,93	0,48	0,00	2,24	1,23	-0,95
S&P Global Developed Aggregate Ex-Collateralized Bond Index	1,94	7,63	-1,2	6,19	9,84	-5,59

Source : Morningstar, Novethic Market Data

\* Détenteurs d'un label autre qu'ISR ou Greenfin

Selon une analyse<sup>25</sup> de l'EFAMA, les fonds obligataires UCITS qui mettent en avant dans leur prospectus la durabilité, l'impact, ou une stratégie ESG concentrent leur encours plus fortement sur des obligations dont la maturité est de court terme (de 1 à 5 ans) que les fonds obligataires « traditionnels ». Il convient donc d'en comparer la performance avec des indices qui tiennent compte de cette caractéristique. L'existence d'un greenium (prime verte, voir ci-après) sur le marché des obligations vertes ne faisant pas consensus, elle n'est pas commentée à la lumière des performances des fonds labellisés Greenfin figurant dans ce tableau.

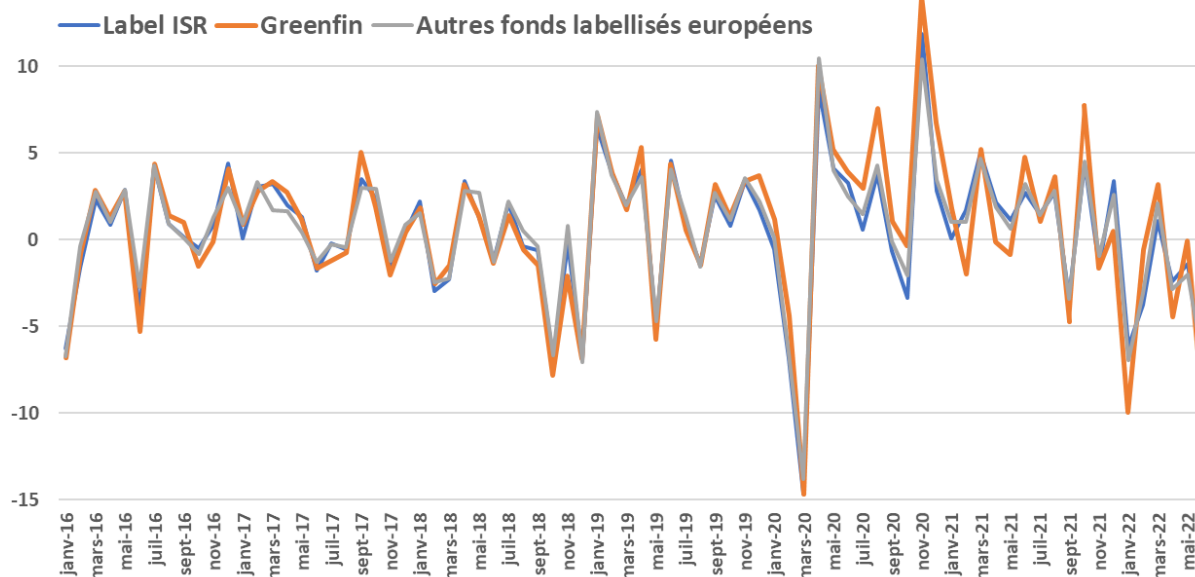
On citera également le FCPR « Maif Rendement Vert », seul fonds d'infrastructures labellisé Greenfin et distribué en unités de compte en assurance vie, dont la performance 2021 était légèrement supérieure à 5%. La performance des fonds Finansol, difficilement analysable pour la partie solidaire et « classique » pour la partie représentant les 90% d'encours, n'a pas pu être prise en compte dans cette étude.

A titre de comparaison, à l'échelle de tous les supports en UC en assurance vie, le taux de rendement net de frais était de 4,6% en moyenne sur 10 ans (Source : France Assureurs). La performance de l'assurance vie en UC a un profil plus lissé que les évolutions des marchés boursiers.

### b. Volatilité

Sur la période 2016-2022, les performances comparatives des trois échantillons (Label ISR, Greenfin et fonds européens labellisés) montrent une plus forte volatilité des fonds investis en actions labellisés Greenfin, à la hausse comme 2021 ou à la baisse comme en 2022. La décorrélation entre les performances de ce label vert et celle des labels « ESG » coïncide cycliquement avec les surperformances ou contreperformances boursières des valeurs vertes, en particulier sur les énergies renouvelables, et les surperformances récentes du secteur des énergies fossiles, qui n'est pas exclu par le label ISR.

#### Performance mensuelle (2016-2022) des fonds investis en actions – Variation en %



Source : Morningstar, Novethic

<sup>25</sup> <https://www.efama.org/sites/default/files/files/EFAMA%20Market%20Insights%239%20-%20Sustainable%20UCITS%20Bond%20Funds%20for%20a%20Better%20Future%20.docx.pdf>

## Greenium : une performance moindre concédée au financement de la transition énergétique ?

Pour les fonds d'obligations vertes, il est important d'appréhender la notion de greenium (prime verte), c'est-à-dire, comme le définit Natixis IM, « le rendement concédé par les investisseurs aux entreprises émettrices d'un green bond par rapport à celui qu'ils auraient exigé de ces mêmes entreprises pour une obligation conventionnelle de même maturité ». En d'autres termes, l'émetteur de green bond bénéficierait *ceteris paribus* d'une remise motivée par la finalité verte des montants levés. En pratique, lorsque les obligations vertes se négocient sur le marché primaire ou secondaire à un prix plus élevé que les obligations conventionnelles, et donc avec une prime négative, c'est l'investisseur qui accepte un rendement moindre afin de détenir une obligation verte. Inversement, lorsque cette prime est positive, cela est défavorable à l'émetteur.

L'universalité de ce greenium reste contestée dans la littérature académique en raison de la difficulté à comparer des obligations entre elles. Dans un *Working Paper* à paraître<sup>26</sup> de la Banque Centrale Européenne, les auteurs tendent néanmoins à démontrer l'existence d'un greenium continu depuis le début de la pandémie pour les obligations vertes libellées en euro, et plus généralement depuis 2016 si l'émetteur est une banque signataire des Principes pour une activité bancaire responsable (PRB) de l'UNEP FI (Initiative financière du Programme des Nations unies pour l'environnement) ou un énergéticien du secteur des énergies alternatives.

L'existence généralisée d'un greenium supposerait que les fonds investis en obligations vertes se caractérisent par des rendements plus faibles en comparaison de fonds d'obligations classiques. Aujourd'hui nourri par une demande de green bonds supérieure à l'offre, le greenium devrait se dissiper quand la taille du marché s'accroîtra.

Une note de recherche publiée<sup>27</sup> par EDHECinfra tend également à démontrer l'existence depuis 2010 d'une prime verte négative dans les investissements en titres de participation (equity) liés à des infrastructures de production d'électricité renouvelable, en dressant une analogie entre les SPV (véhicules de titrisation) d'infrastructures vertes et les obligations. Ce greenium pourrait donc également s'observer un jour dans la performance de FCPR distribués en unités de compte qui investiraient en equity d'infrastructures solaires et éoliennes.

---

<sup>26</sup> Pietsch, A. and Salakhova, D., "Pricing of green bonds – drivers and dynamics of the greenium", Working Paper Series, ECB, forthcoming.

<sup>27</sup> [https://edhec.infrastructure.institute/wp-content/uploads/assets\\_dbd/IPE-Supplement\\_EDHECinfra\\_2022P4.pdf](https://edhec.infrastructure.institute/wp-content/uploads/assets_dbd/IPE-Supplement_EDHECinfra_2022P4.pdf)

### 3. Etat de l'art des connaissances quant aux effets des investissements labellisés sur le verdissement de l'économie réelle

#### Introduction

Les deux premières parties de ce rapport ont permis de passer en revue les caractéristiques des principaux labels de finance responsable, durable, verte ou solidaire, ainsi que le poids relatif des encours de produits labellisés au sein de divers sous-ensembles. Il a également été rappelé la concentration de cet encours sur des stratégies de type « best in class », visant l'élimination des valeurs ayant les moins bonnes notes ESG, et le faible poids des fonds labellisés Greenfin et Finansol. La réorientation des flux d'investissements pour verdir l'économie semble donc au premier regard modeste. Les labels ont-ils capacité à l'accélérer ?

Les premières pistes d'évolution du label ISR dévoilées par un communiqué de juillet 2022 reconnaissent que la méthode « best in class » permet d'obtenir un résultat « moyen » des portefeuilles labellisés sur les trois piliers E, S et G. En cause : le fait que cette note moyenne peut être obtenue en compensant les mauvaises notes sur un des trois piliers par de bonnes notes sur un autre. Qu'une très mauvaise note E puisse être « rattrapée » par une bonne note S ou G limite ainsi la portée que peut avoir la prise en compte d'une notation ESG dans des stratégies et décisions d'investissement. Le signal de marché encourageant le verdissement de l'économie réelle semble donc bien faible.

Comme le montre l'état des connaissances académiques ci-après, les effets à l'échelle de l'économie réelle de la labellisation doivent s'envisager davantage à travers un ensemble de leviers d'amélioration de l'impact potentiel des investisseurs que la labellisation incite à actionner.

L'élimination des valeurs ayant les moins bonnes notes ESG est d'autant plus insuffisante que la notation ESG en elle-même est fortement remise en cause depuis deux ans. Première critique : la polarisation sur la matérialité essentiellement financière (voir en Partie 1), qui pousse les investisseurs à privilégier l'analyse approfondie de l'impact financier sur les portefeuilles de la prise en compte des critères ESG. Seconde critique : l'efficacité de la note ESG en tant qu'outil de transformation de l'économie est également vivement discutée. Plusieurs études académiques ont notamment pointé la corrélation<sup>28</sup> très inégale d'un fournisseur de données à l'autre des notes ESG pour une même entreprise, ou encore l'existence de notes ESG flatteuses<sup>29</sup> basées sur des annonces d'entreprises davantage que sur la réalité du déploiement de leurs stratégies de transformation. Dans le premier cas, les notations ESG envoient un message confus qui affaiblit la capacité des investisseurs à peser sur les entreprises avec des attentes ESG claires et précises. Dans le second cas, la critique s'adresse aux méthodologies de *scoring* ESG qui valorisent dans leurs grilles de notation les engagements d'entreprises à s'améliorer, sans assurance que l'engagement soit respecté, ce qui permet à des entreprises de s'organiser pour améliorer leur note sans effets dans l'économie réelle.

#### Distinction entre financement et verdissement de l'économie

La 13<sup>ème</sup> édition du panorama EFAMA de la gestion d'actifs en Europe s'intéresse au financement de l'économie européenne par les fonds d'investissement. L'EFAMA y souligne que la contribution des gestionnaires d'actifs s'envisage par le prisme de l'allocation de capitaux propres sur les marchés primaires (introductions en bourse et placements privés) et secondaires, ainsi que celui du financement en dette (obligations) pour les entreprises et les gouvernements. Les fonds apportent également des liquidités « pour le bon fonctionnement des marchés des capitaux et donc pour l'économie réelle ».

Ce panorama EFAMA contient également une estimation du niveau de financement que les gestionnaires de fonds d'investissement domiciliés en Europe fournissent aux différents secteurs de l'économie via leurs investissements en titres de créance et en actions cotées, à partir de données provenant de la BCE, de la BRI, des banques nationales, de Morningstar Direct et de l'OCDE.

<sup>28</sup> Florian Berg, Julian F Kölbel, Roberto Rigobon, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, *Review of Finance*, 2022

<sup>29</sup> Bams, Dennis and van der Kroft, Bram, Divestment, information asymmetries, and inflated ESG ratings, SSRN, 2022

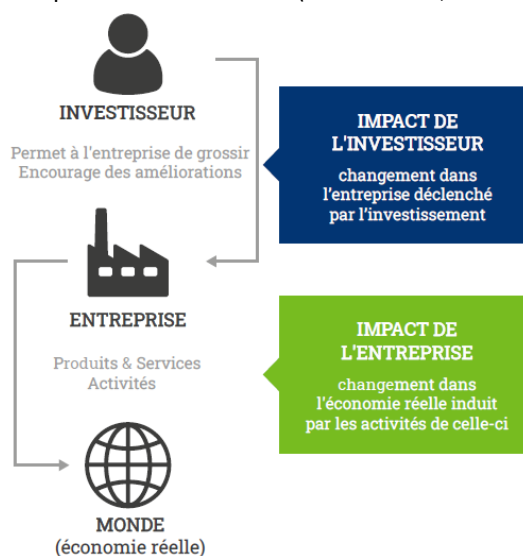
## Financement de l'économie européenne par les fonds d'investissement domiciliés en Europe

Type d'émetteur	Obligations			Actions cotées		
	Montant des titres détenus par les fonds (en Mds€)	Montant total émis (en Mds€)	Part (%)	Montant des titres détenus par les fonds (en Mds€)	Montant total émis (en Mds€)	%
Souverain	1 284	12 958	10%	-	-	-
Entreprises financières	881	7 233	12%	105	880	12%
Entreprises non-financières	656	2 222	30%	1 781	9 500	19%
Autres	731	4 621	16%	473	2 302	21%
<b>Total</b>	<b>3 552</b>	<b>27 034</b>	<b>13%</b>	<b>2 360</b>	<b>12 682</b>	<b>19%</b>

Source : EFAMA (Chiffres au 31/12/2020)

S'agissant des titres de créance détenus par des fonds d'investissement, le financement de sociétés non financières par des fonds d'investissement européens atteint près d'un tiers de la dette globale émise par ces entreprises. L'EFAMA observe par ailleurs que la part des fonds d'investissement dans le stock existant de titres de créance émis par des entités européennes est passée de 10,9 % en 2010 à 13,1 % en 2020, ce qui représente une augmentation de 1 256 milliards d'euros.

Pour ce qui est des actions cotées émises en Europe, avec 2360 milliards d'euros à fin 2020, les fonds d'investissement en détenaient 19 % des actions. Sur ces 2360 milliards, plus de 75% correspondait à des actions d'entreprises non-financières. En élargissant aux fonds gérés sous mandats, et au prix d'une estimation sur la répartition entre actions et obligations de ceux-ci, l'EFAMA estime que les sociétés de gestion européennes détenaient fin 2020 de l'ordre de 26% de l'encours d'obligations émises par des entités européennes et 27% de la capitalisation en actions (ou même 34,5% de la capitalisation flottante<sup>30</sup>).



Ces ordres de grandeur rappelés par l'EFAMA illustrent l'importance de nuancer la notion « d'impact de l'investisseur » sur le verdissement de « l'économie réelle » via la gestion financière et la construction de portefeuille. Ainsi, investir dans des entreprises à impact n'est pas synonyme de créer un impact. Pour parler d'un impact de l'investisseur, il est nécessaire de pouvoir démontrer que l'investissement va déclencher un changement dans l'entreprise ou l'économie réelle, par exemple via le soutien à la croissance d'entreprises « à impact » sur des marchés financiers inefficaces, au-delà de ce qui se serait passé de toute façon. Cette distinction a notamment été théorisée<sup>31</sup> en 2020 par deux chercheurs de l'Université de Zürich dont le graphique ci-contre reprend les travaux.

Dès lors, même si l'intégralité des fonds d'investissements européens investis en actions et obligations finissait par pratiquer une forme d'intégration ESG, l'Université de Zürich identifie<sup>32</sup> quatre facteurs à réunir pour observer un impact mesurable :

1. L'impact attribuable à l'entreprise doit être mieux reflété par la notation ESG, ce qui suppose de pouvoir corrélérer positivement la note avec l'amélioration de la performance d'une entreprise, par exemple en termes d'émissions de gaz à effet de serre, et pas seulement avec la qualité du reporting de l'entreprise.
2. La pondération des titres en portefeuilles doit pouvoir s'écarter significativement de celle de l'indice de référence en s'orientant vers les « leaders ESG » et en s'écartant des « retardataires ESG ».
3. La part de marché des investisseurs ESG doit être suffisamment importante pour créer une prime (premium) ESG observable dans la valorisation des titres d'entreprises vertueuses.
4. La prime ESG doit devenir suffisamment importante pour que les responsables d'entreprise considèrent qu'elle justifie de changer leurs pratiques et de verdir leur stratégie à travers des investissements supplémentaires grâce à un coût du capital plus favorable.

<sup>30</sup> Actions dont la cotation en bourse n'est pas restreinte (c'est-à-dire non détenues par des initiés)

<sup>31</sup> Kölbel, J., Heeb, F., "The Investor's Guide to Impact" (2020).

<sup>32</sup> Florian Heeb, Anne Kellers, and Julian Kölbel (2022), "Does ESG integration impact the real economy?", University of Zurich

La réunion de tous ces facteurs est la condition de l'efficacité en termes de verdissement de l'allocation ou réallocation de capital, dans les ordres de grandeur en *asset management* fournis via les chiffres compilés par l'EFAMA. D'autres leviers existent, comme l'engagement actionnarial (exercice du droit de vote lors des assemblées d'actionnaires ou dialogue direct avec les dirigeants des entreprises) ou les exclusions sectorielles. Ils sont discutés dans la revue des conclusions académiques ci-après.

## Etat des connaissances

La finance socialement responsable, durable ou verte est aujourd'hui un objet d'étude largement abordé par les académiques. S'agissant de la performance des fonds d'investissement responsable et de leur ressemblance, plusieurs méta-analyses ont été réalisées (Atz et al., 2021) (Margolis, Elfenbein and Walsh, 2009) mais ne seront pas abordées ici. Ce chapitre se concentre sur la compréhension des leviers permettant aux investisseurs désireux d'obtenir un changement dans l'économie réelle au travers de leurs investissements de stimuler ce changement. Il aborde aussi brièvement la question des dispositions des investisseurs ou épargnants à faire des concessions en termes de rendement ou de risque au profit de l'impact (ou du « verdissement »).

Afin de proposer un état de l'art des connaissances quant aux effets des investissements labellisés sur le verdissement de l'économie réelle, cette partie s'appuie sur le *Working Paper*<sup>33</sup> « Sustainable Finance and Transmission Mechanisms to the Real Economy », publié en avril 2022 par le Oxford Sustainable Finance Group, la Smith School of Enterprise and the Environment, et l'Université d'Oxford, tout en l'enrichissant d'éléments plus directement en lien avec les critères des labels.

Le document de réflexion publié par les chercheurs d'Oxford s'appuie sur les principales publications académiques consacrées au niveau de preuves « ex ante » disponibles à ce jour pour évaluer par quels mécanismes de transmission les approches de gestion en finance durable peuvent produire des impacts (environnementaux) dans l'économie réelle. Les auteurs y avancent que les débats sur la définition de ce qui est vert ou durable, par exemple la présence d'activités controversées dans certaines taxonomies, importe moins que la façon dont les produits financiers peuvent participer au verdissement de l'économie réelle. A partir de la littérature académique existante, l'examen porte sur trois principaux mécanismes de transmission aujourd'hui à disposition des acteurs des marchés financiers pour exercer un impact sur l'économie réelle.

- a) **coût du capital** : il s'agit du coût auquel sont confrontées les entreprises lorsqu'elles lèvent des fonds, et il se définit comme le « coût d'opportunité » ou « coût de renonciation » attribuable à d'autres utilisations similaires des ressources en capital. En théorie, les entreprises n'investissent que dans des projets dont les rendements dépassent ce coût d'opportunité. Le coût du capital d'une entreprise est la moyenne pondérée du coût des capitaux propres et du coût de la dette.
- b) **accès aux liquidités** : facilité ou difficulté d'accès à des capitaux et des prêts, qui affecte les opérations, la planification et le refinancement de l'entreprise, en particulier si elle est déjà sous pression financière.
- c) **rôle du secteur financier dans l'évolution des pratiques des entreprises** : influence sur la gouvernance et les opérations de l'entreprise. Mise en œuvre de stratégies, dont l'engagement actionnarial et l'exercice des droits de vote, pour persuader une entreprise de se comporter différemment de ce qu'elle aurait fait autrement.

Chacun de ces mécanismes ne s'applique pas de manière homogène aux principales classes d'actifs investissables, car chaque support d'investissement possède ses particularités. Le document synthétique d'Oxford en examine cinq : les actions de sociétés cotées, les titres à revenu fixe (obligations et prêts), les actions de sociétés privées (investissements directs dans des sociétés non cotées, y compris le capital-risque), les actifs réels (par exemple les infrastructures et l'immobilier), et enfin les fonds spéculatifs<sup>34</sup> (hedge funds).

Pour chaque canal de transmission, le niveau d'impact varie selon le potentiel, la probabilité, l'ampleur et la persistance de cet impact. Il est gradué de 1 à 5, c'est-à-dire de négligeable à fort dans les tableaux ci-après. Le plus fort potentiel de transmission s'observe au niveau des prêts, mais peu de labels intègrent à ce stade cette classe d'actifs.

<sup>33</sup> Caldecott, B.L., Clark, A., Harnett, E., Koskelo, K., Wilson, C., & Liu, F. (2022), "Sustainable Finance and Transmission Mechanisms to the Real Economy", University of Oxford Smith School of Enterprise and the Environment Working Paper 22-04

<sup>34</sup> Non traités ici, car n'entrant pas dans le périmètre de labellisation ISR/Greenfin/Finansol.



## Vision synthétique des mécanismes de transmission à l'économie réelle

Coût du capital		
<b>Actions cotées</b>	Niveau de preuve « ex ante »	<p><b>Impact négligeable à modéré.</b> L'achat d'actions d'entreprises vertes (ou à verdir) cotées en bourse n'est pas susceptible d'avoir un impact sur leur coût du capital, sauf si un fonds détient un fort pourcentage de la capitalisation au moment où est prise la décision d'investissement. L'impact potentiel est majoritairement faible, voire nul, en raison de la taille modeste des participations usuelles et du fait que la plupart des entreprises ont des structures de détention dispersées et diversifiées. L'ampleur de l'impact d'une décision d'investissement prise individuellement est mineure, et potentiellement assez petite pour ne pas être perceptible au milieu du "bruit" d'autres signaux de prix sur les marchés cotés, qui, sur des échelles de temps courtes, sont influencés autant par le sentiment de marché et des arbitrages commerciaux à court terme que par les fondamentaux de l'entreprise.</p> <p>Un impact modéré pourrait s'observer là où un signal de marché puissant serait transmis par un groupe d'investisseurs (par exemple via les annonces publiques d'exclusion), ou lorsque la détention du capital d'une entreprise est suffisamment concentrée pour que les achats/ventes d'actions affectent directement les termes des transactions, par exemple lors d'une introduction en bourse ou au moment de l'émission de nouvelles actions.</p> <p>Les investisseurs passifs qui suivent des indices utilisés à grande échelle sont peu susceptibles d'affecter le coût du capital des entreprises qui composent ces indices. Néanmoins, les fournisseurs d'indices exercent un contrôle sur la composition des indices suivis par les fonds passifs, ce qui peut affecter le coût du capital en sélectionnant prioritairement ou en sur/sous-pondérant des valeurs spécifiques.</p>
	Pertinence des labels	<p><b>Exclusions.</b> Hormis le label ISR, tous les labels européens de finance durable exigent ou encouragent l'application de critères d'exclusions sectorielles ou normatives, en particulier à divers niveaux de la chaîne de valeur sectorielle des énergies fossiles. La littérature académique consacrée à l'efficacité de l'exclusion sectorielle, analysée et synthétisée par E4S<sup>35</sup>, tend à montrer que les conditions nécessaires pour que l'exclusion ait un impact mesurable sur les marchés secondaires pour les entreprises « large cap », qui ont accès à un très grand nombre d'investisseurs potentiels, ne sont atteignables qu'à très grande échelle. Néanmoins, face au risque de stigmatisation, si les « coûts de réforme » nécessaires pour se conformer aux exigences des investisseurs sont faibles, par exemple passer sous un seuil maximum de chiffre d'affaires sur une activité donnée, l'exclusion peut avoir un effet sur les entreprises proches des seuils.</p> <p><b>Introductions en bourse.</b> Pour respecter les critères de part verte des portefeuilles lorsqu'ils existent, et compte-tenu du nombre encore relativement faible d'entreprises réalisant un pourcentage significatif de leur chiffre d'affaires dans des secteurs favorables à la transition énergétique et environnementale, certains fonds labellisés se tournent vers les introductions en bourse (IPOs) de jeunes entreprises spécialisées (« pure players » verts).</p> <p><b>Traitement préférentiel de certains indices.</b> Les labels Towards Sustainability et Nordic Swan ont introduit dans leurs référentiels des critères « préférentiels » pour les fonds indiciaires suivant l'un des benchmarks Climat développés par la Commission Européenne, dotés d'un cahier des charges discriminant et destinés à réorienter les flux de capitaux en gestion passive vers les entreprises se décarbonant rapidement.</p>
<b>Fixed income</b>	Niveau de preuve « ex ante »	<p><b>Impact limité à significatif.</b> Les transactions d'obligations sur le marché secondaire n'affectent pas directement le coupon payé par l'émetteur sur ces obligations. Elles affectent néanmoins les rendements, ce qui a pour effet d'influencer les coûts de futures émissions d'obligations. Il existe donc un potentiel impact, au moins faible.</p> <p>Dans le cas idéal, si un investisseur donné fait partie des principaux créanciers d'une entreprise et des principaux participants à de nouvelles émissions obligataires, les préférences de cet investisseur en matière de risque et de rendement (ou sa décision de ne pas participer à une nouvelle émission en particulier) auront, selon toute probabilité, un impact substantiel et persistant sur le coût du capital de l'entreprise.</p> <p>En parallèle, la manière de structurer certaines obligations en lien avec la durabilité (par exemple les <i>Sustainability-linked Bonds</i>, où le taux du coupon est lié à l'atteinte d'objectifs de durabilité, ou les obligations de « transition » qui impliquent une utilisation spécifique des montants collectés) peuvent affecter le coût du capital de l'émetteur de manière beaucoup plus directe et continue (bien que ce segment de marché en soit encore à ses débuts). En tant que tel, l'impact dépendra du type d'instrument utilisé.</p>
	Pertinence des labels	<p><b>Controverses ESG.</b> Plusieurs labels appliquent des critères visant à s'assurer que les fonds labellisés ont mis en place des processus pour suivre les controverses ESG affectant des entreprises en portefeuille. Dans le meilleur des cas, la décision de fonds labellisés de ne plus participer aux émissions obligataires des émetteurs touchés par les plus sévères controverses ESG pourrait avoir un impact.</p>
<b>Prêts</b>	Niveau de preuve « ex ante »	<p><b>Impact modéré à fort.</b> Les prêts sont une source cruciale de capital pour toutes les entreprises, et encore davantage pour les petites entreprises à qui cela permet de lever de la dette. Les prêts ne sont généralement pas échangeables entre investisseurs. Le taux d'intérêt fixé par les prêteurs est basé sur le profil rendement-risque de l'entreprise. Lorsque le nombre de prêteurs potentiels est restreint, le taux fixé par un prêteur spécifique peut influencer le coût du capital d'une entreprise ayant peu d'autres options d'emprunt, ce qui est synonyme d'impact important et persistant. Pour les entreprises plus grandes ou plus matures, qui peuvent accéder à des prêts de sources multiples et se tourner vers les marchés des obligations et des actions, tout en ayant probablement accès à un grand nombre de banques, l'impact de la décision d'un prêteur particulier sera probablement plus modéré, avec une persistance plus variable.</p> <p>Dans le cas de prêt lié à la durabilité (SLL), le coût du capital peut être lié directement et dynamiquement à la performance de l'entreprise, mesurée par des indicateurs clés de performance (ICP) en lien avec la durabilité.</p>

<sup>35</sup> Joint-venture de l'Université de Lausanne, de l'IMD (École de commerce de Lausanne) et de l'École polytechnique fédérale de Lausanne [https://e4s.center/wp-content/uploads/2021/11/Divestment\\_WP\\_FR-2.pdf](https://e4s.center/wp-content/uploads/2021/11/Divestment_WP_FR-2.pdf)

	<i>Pertinence des labels</i>	Seuls les labels ouverts aux comptes d'épargne et comptes de dépôt à terme (Umweltzeichen, Towards Sustainability, et peut-être le futur Ecolabel européen) intègrent la classe d'actifs « prêts ».
<b>Private equity</b>	<i>Niveau de preuve « ex ante »</i>	<b>Impact limité à modéré.</b> Dans le cas de rachats d'entreprises financés par de l'endettement, la facilité de crédit effective pour acheter une société dépend davantage de la solvabilité de l'acheteur (c'est-à-dire de la société de capital-investissement) que de la société amenée à entrer en portefeuille. Il est relativement peu probable qu'un fonds de capital-investissement ait en soi un impact sur le coût du capital de l'entreprise concernée, et la persistance de tout effet est faible. Pour les entreprises en phase de démarrage qui dépendent principalement du financement en capitaux propres, et non en dette, le coût du capital fixé par une société de capital-risque peut toutefois être significatif et persister jusqu'à ce que des options de refinancement abordables soient disponibles. En outre, si une société de capital-investissement ou capital-risque parvient à aider une entreprise à développer de solides relations avec les prêteurs bancaires en matière de publications d'informations ayant trait à la durabilité, cet effet peut persister et contribuer à réduire le coût du capital même lorsque le fonds de private equity a vendu l'entreprise.
	<i>Pertinence des labels</i>	Même si La loi PACTE facilite l'accès aux épargnants à des fonds de capital-risque dans le cadre de leur contrat d'assurance vie, les rares fonds de private equity labellisés Greenfin ne semblent pas être distribués dans les offres.
<b>Actifs réels</b>	<i>Niveau de preuve « ex ante »</i>	<b>Impact limité à modéré.</b> Les investisseurs en actifs réels possèdent une part importante de l'ensemble de l'immobilier commercial, ainsi qu'une partie de l'immobilier résidentiel. De nombreux fonds d'actifs immobiliers ont tendance à investir dans des fonds propres de projets plutôt que dans de la dette projet, ou à acheter des actifs préexistants (« brownfield ») sur les marchés secondaires, où le potentiel d'impact sur le coût du capital de l'entreprise qui vend les actifs est limité ou modéré. Si les actifs sont achetés à des promoteurs, les ventes sur les marchés secondaires leur donnent la capacité de réinvestir dans d'autres projets. Si les marchés perçoivent ces transactions comme établissant ou renforçant un marché secondaire pour les actifs, cela peut réduire le risque - et donc le coût du capital - associé aux futurs projets entrepris par les promoteurs. Étant donné le nombre relativement limité de capitaux cherchant à s'exposer aux actifs réels et la nature capitalistique de la plupart des projets d'actifs réels, les conditions dans lesquelles les fonds sont disposés à investir des capitaux propres ou de la dette dans des projets entièrement nouveaux (« greenfield ») ou à acheter des actifs existants sur les marchés secondaires peuvent avoir un impact modéré sur le coût du capital auquel ces projets sont confrontés (bien que les banques jouent un rôle plus important à cet égard).
	<i>Pertinence des labels</i>	Les actifs réels se retrouvent essentiellement dans les fonds immobiliers labellisés ISR, puisque la quasi-totalité des fonds d'infrastructures labellisés Greenfin sont réservés à des investisseurs professionnels.

Accès aux liquidités		
Actions cotées	Niveau de preuve « ex ante »	<b>Impact négligeable à modéré.</b> Vis-à-vis de leurs décisions d'investissement (ou de désinvestissement), les fonds n'ont que très peu d'impact sur la disponibilité des capitaux, notamment en raison de la somme de liquidités disponibles par le biais des marchés financiers pour les entreprises cotées en bourse. Dans le meilleur des cas, l'impact peut être modéré lorsqu'un actionnaire important collabore avec d'autres investisseurs pour élargir ou restreindre l'accès au financement par des investisseurs, en particulier dans le cas de jeunes entreprises cherchant à accéder à des capitaux par le biais d'une introduction en bourse, ou d'entreprises en difficulté financière. Les ETFs en gestion passive peuvent également affecter l'accès aux capitaux pour les entreprises individuelles en fonction de leur orientation et de la somme des encours qui suivent ces indices.
	Pertinence des labels	<b>Introductions en bourse.</b> Ce champ est encore inexploité, sauf dans les critères « V4 » du projet d'Ecolabel (voir par ailleurs), qui envisagent de « récompenser » les fonds qui ciblent les introductions en bourse (IPO) sous-souscrites. <b>ETFs.</b> Les référentiels des labels Nordic Swan et Towards Sustainability autorisent la préapprobation d'un indice si un fournisseur d'indice en fait la demande, dès lors que celui-ci peut démontrer que les règles de construction de l'indice sont compatibles avec les critères des labels
Fixed income	Niveau de preuve « ex ante »	<b>Impact limité à modéré.</b> La majorité des investisseurs obligataires achètent et vendent sur les marchés secondaires, ce qui n'affecte pas directement l'accès aux liquidités au niveau de l'entreprise, bien que les transactions sur le marché secondaire puissent affecter les émissions sur le marché primaire, qui est le mode d'accès à de nouvelles liquidités sur les marchés obligataires. Dans le meilleur des cas, si un investisseur spécifique fait partie des principaux créanciers d'une entreprise et/ou des principaux participants à de nouvelles émissions obligataires, la volonté de cet investisseur individuel de prêter ou sa décision de ne pas participer à une nouvelle émission en particulier peut avoir un impact modéré sur la capacité de l'entreprise à accéder à des capitaux. Le marché des obligations vertes fournit un exemple de la manière dont l'émission d'obligations peut améliorer l'accès aux liquidités : via leurs émissions de <i>green bonds</i> , certaines entreprises émettrices plus petites et moins connues ont accès à une base d'investisseurs plus large, ce qui peut avoir pour effet d'améliorer leur capacité à accéder à de nouveaux capitaux, y compris en période de perturbation du marché.
	Pertinence des labels	<b>Controverses ESG.</b> Voir la partie « Coût du capital ». <b>Exclusions.</b> Selon l'analyse d'E4S (citée plus haut) de l'efficacité des exclusions sectorielles, c'est sur le marché obligataire (en plus du marché primaire pour les actions) que les exclusions peuvent espérer se traduire en rationnement des financements externes, puisque c'est via le marché obligataire que certaines entreprises obtiennent le financement de leurs projets. <b>Green bonds et exclusions.</b> Les fonds labellisés qui investissent majoritairement en obligations vertes ne représentent pas une part suffisamment significative de l'encours total sur ce marché pour en soutenir spécifiquement la croissance et a fortiori influencer sur l'accès aux liquidités des émetteurs. Néanmoins, le fait que certains labels (mais pas le label Greenfin) interdisent l'investissement dans des obligations vertes d'entreprises du secteur des énergies fossiles peut permettre d'atténuer le phénomène de <i>stigma dilution</i> , qui consiste pour des entreprises stigmatisées pour leurs activités nocives à vouloir détourner l'attention en se diversifiant dans le but de diminuer leur niveau de désapprobation aux yeux du public.
Actifs réels	Niveau de preuve « ex ante »	<b>Impact négligeable à modéré.</b> De la même manière que les fonds d'actifs réels peuvent affecter le coût du capital des développeurs, les fonds qui achètent des actifs existants peuvent fournir aux développeurs des liquidités à réinvestir dans des projets supplémentaires. Les fonds qui interviennent pour octroyer et structurer des financements de projets de développement sur site vierge, dits <i>greenfield</i> , peuvent avoir un impact modéré sur l'accès d'un promoteur à la liquidité grâce à leur rôle dans la structuration et les conditions fixées pour le versement des fonds à différents stades du projet.
	Pertinence des labels	Ce potentiel est à ce jour quasi inexploité puisque seul un FCPR labellisé Greenfin est distribué en assurance-vie sous forme d'unités de compte. Le reste des fonds d'actifs réels labellisés Greenfin est réservé à des investisseurs professionnels.

Influence sur les pratiques d'entreprise		
Actions cotées	Niveau de preuve « ex ante »	<b>Impact limité à significatif.</b> A travers l'actionariat actif, les investisseurs en actions peuvent avoir un impact modéré en encourageant le changement vers des pratiques d'entreprise plus durables. Les principaux canaux par lesquels cet impact peut être obtenu sont l'engagement direct régulier, le dépôt de résolutions actionnariales et l'exercice des droits de vote en assemblée générale. Les facteurs déterminants sont la taille de l'investisseur et sa capacité à convaincre d'autres investisseurs de se joindre à lui pour faire pression sur les entreprises. En agissant seul, un fonds ou une société de gestion de petite ou moyenne taille ont peu de chances d'avoir un impact, et celui-ci sera faible même s'ils y parviennent. Dans le cas d'investisseurs détenant une grosse participation dans une entreprise donnée et/ou ayant réussi à fédérer des coalitions d'investisseurs soudées, l'impact peut néanmoins être significatif. Si l'entreprise reste sourde à l'engagement, les menaces de désinvestissement et/ou de mise sur « liste noire » par d'importantes institutions financières peuvent également inciter les dirigeants d'entreprises à modifier leurs pratiques afin d'éviter le risque de réputation et, potentiellement, de ne pas porter atteinte à leur coût du capital et accès aux liquidités.
	Pertinence des labels	<b>Dialogue et engagement actionnarial.</b> On trouve des critères relatifs à l'actionariat actif dans les référentiels de 6 labels, dont 3 qui évoquent spécifiquement des enjeux de verdissement ou de « durabilité ». La participation à

		<p>des coalitions d'investisseurs est évoquée par deux référentiels. En outre, deux labels appuient leurs critères sur une logique d'escalade pouvant mener jusqu'au désinvestissement si les entreprises avec qui a lieu le dialogue ne sont pas réceptives. Alors que l'enquête annuelle 2021 de l'AFG montre que 75% des sociétés de gestion disent désormais intégrer des critères environnementaux à leur politique d'engagement actionnarial et 72% à leur politique de vote, les critères de labels sur l'engagement actionnarial peuvent néanmoins sembler insuffisamment différenciants.</p> <p>Trois études<sup>36</sup> consacrées à des asset managers et à leurs séquences d'engagement actionnarial privé sur une dizaine d'années et auprès de 850 à 2500 entreprises ont conclu à des taux de succès agrégés de 18, 20 et 60% selon les asset managers, le succès se définissant comme l'accès par l'entreprise à la requête de l'investisseur (qu'il s'agisse d'une demande impliquant des changements profonds dans l'organisation ou simplement d'une demande de transparence extra-financière). Néanmoins, ces études n'analysent pas les effets dans l'économie réelle, puisque ce sont des améliorations de performance opérationnelle, de croissance du chiffre d'affaires par rapport aux pairs, de note ESG ou encore d'intensité carbone (mais pas de niveau d'émissions absolues) qui sont décrites. S'agissant de l'engagement portant sur des enjeux environnementaux, l'analyse montre qu'il a plus de chance d'aboutir si l'entreprise jouit au préalable d'un score ESG élevé (et possède donc potentiellement déjà les ressources nécessaires accéder à la demande de l'investisseur) ou si le thème d'engagement s'inscrit aussi dans des enjeux de matérialité financière.</p> <p>Ainsi, les critères harmonisés et en partie quantitatifs retenus dans la 4<sup>ème</sup> version de l'Ecolabel, qui auraient l'avantage de mobiliser « à l'unisson » les fonds ainsi labellisés à travers l'Europe vers les mêmes objectifs de croissance du chiffre d'affaires aligné avec les objectifs environnementaux de la taxonomie et l'arrêt des activités entravant l'atteinte de ces objectifs semblent mieux adaptés à la production d'effets dans l'économie réelle, d'autant plus que les coalitions d'investisseurs comme Climate Action 100+ ont récemment montré leurs limites.</p>
<b>Fixed income</b>	Niveau de preuve « ex ante »	<p><b>Impact négligeable à modéré.</b> Ne disposant des mêmes droits qu'un actionnaire, les détenteurs d'obligations interagissent principalement avec les entreprises via le dialogue, ou, si besoin, en refusant de participer à une nouvelle émission. Il est peu probable que les tentatives d'un petit créancier obligataire de dialoguer avec la direction de l'entreprise ou de menacer de ne pas investir si certaines pratiques ne sont pas adoptées aient un impact, surtout si l'émetteur dispose d'une large base d'investisseurs.</p> <p>Dans le meilleur des cas, lorsqu'un investisseur donné fait partie des principaux créanciers d'une entreprise et/ou des principaux participants à de nouvelles émissions d'obligations, si cet investisseur conditionne sa participation à un changement de pratiques, un impact modéré peut être envisagé.</p> <p>Les SLBs, ou les obligations de transition, peuvent présenter des opportunités d'impact plus direct sur les pratiques des entreprises, en particulier si, avant d'investir, les sociétés de gestion poussent les entreprises à choisir des indicateurs clés (ou objectifs) rigoureux de performance en matière de durabilité. Ces démarches sont susceptibles d'avoir plus d'impact si elles sont effectuées par des investisseurs de grosse taille, et/ou par des investisseurs qui sont à la fois actionnaires et détenteurs d'obligations de l'entreprise.</p>
	Pertinence des labels	<p><b>SLBs.</b> Le rapide développement du marché des <i>sustainability-linked bonds</i> suscite de nombreuses interrogations sur l'adéquation des indicateurs de performance choisis pour déterminer les objectifs de durabilité dont l'atteinte ou non détermine le taux du coupon. Un positionnement des labels sur ce sujet est envisageable, afin de jouer leur rôle de « gage de sérieux » face aux pratiques d'écoblanchiment.</p>
<b>Actifs réels</b>	Niveau de preuve « ex ante »	<p><b>Impact limité à significatif.</b> Les fonds d'actifs réels, en particulier ceux qui jouent un rôle dans l'octroi et la structuration de financements pour des projets <i>greenfield</i> disposent d'une large marge de manœuvre pour façonner les pratiques d'entreprise du développeur du projet, à tous les niveaux. Même pour les actifs existants (par exemple les routes à péage, les aéroports ou les bâtiments), les opérations quotidiennes sont souvent confiées à des gestionnaires. Les fonds immobiliers exercent en pratique un contrôle important sur la gestion des actifs en portefeuille, généralement en détenant une participation majoritaire dans le projet et en ayant la capacité de transmettre des instructions, ainsi que celle de sanctionner ou remplacer les gestionnaires.</p>
	Pertinence des labels	<p>Les actifs réels se retrouvent essentiellement dans les fonds immobiliers labellisés ISR, puisque la quasi-totalité des fonds d'infrastructures labellisés Greenfin sont réservés à des investisseurs professionnels.</p>

Source : Oxford Sustainable Finance Group. (Traduction, adaptation et enrichissement : Novethic)

Aboutissant aux mêmes conclusions que les universitaires d'Oxford dans les mécanismes décrits, le guide de l'impact de l'investisseur publié par les chercheurs de l'université de Zürich souligne aussi l'importance du plaidoyer. Pour contribuer à résoudre des problèmes de société, les investisseurs doivent parler de leurs décisions et de ce qui les motive. En se faisant entendre, ils peuvent influencer le discours social, voire apporter le soutien nécessaire aux politiciens et régulateurs qui œuvrent pour le verdissement. A ce titre, la dernière version du référentiel du label Nordic Swan oblige par exemple les fonds labellisés à publier un rapport de durabilité qui détaille quelles entreprises demeurent exclues et pourquoi, quelles entreprises sont considérées comme les meilleures en termes de durabilité, les « risques et opportunités ESG » associés aux 10 premières

<sup>36</sup> Bauer, R., Derwall, J., Tissen, C. (2022). Private Shareholder Engagements on Material ESG Issues. SSRN.

Barko, T., Cremers, M., & Renneboog, L. (2021). Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance. Journal of Business Ethics.

Dimson, E., Karakas, O., & Li, X. (2015). Active Ownership. The Review of Financial Studies, 28 (12), 3225-3268.

lignes du portefeuille, les progrès accomplis ou non par les 5 entreprises les plus émettrices de CO<sub>2</sub> en portefeuille, et enfin les risques et opportunités associés aux 5 entreprises du portefeuille les moins bien notées en termes de préservation de la biodiversité. Il s'agit là d'une piste intéressante à suivre pour pousser les promoteurs des fonds durables à faire preuve de plus d'engagement dans la transformation de l'économie.

### Des labels attentifs aux débats

Les récentes modifications de cahiers des charges des labels (FNG-Siegel, Nordic Swan et Towards Sustainability) montrent l'attention croissante portée à la mesure de l'impact dans l'économie réelle des décisions d'investissements liées à la labellisation.

Le label FNG tient à jour dans sa lettre d'infos une liste de publications de recherche sur le sujet de l'ESG et de l'impact, et incite les fonds titulaires du label à la plus grande prudence concernant leur communication autour de l'impact, direct ou indirect. Le référentiel rappelle sa position officielle :

*« L'accent [via ce label] est mis sur la sélection des titres en portefeuille et la responsabilité qu'un investisseur actif assume pour pousser vers plus de durabilité chez les entreprises investies, à travers l'engagement et l'exercice des droits de vote. Le système d'étoiles [0, 1, 2 ou 3 étoiles selon les fonds] est une indication du potentiel d'impact réel d'un fonds en termes de durabilité (accrue). »*

De son côté, le label Nordic Swan reprend dans son argumentaire certains éléments de la revue des connaissances ci-dessus, dans un langage moins technique :

*« Si de nombreux épargnants, investisseurs professionnels et gestionnaires de fonds s'unissent pour exercer une influence, nous sommes convaincus que cela aura un effet. La labellisation Nordic Swan offre de bonnes opportunités d'exercer une influence en :*

- affichant vis-à-vis des marchés une position claire sur les secteurs et les entreprises qui ne sont pas suffisamment durables.*
- exigeant des données sur la durabilité utiles à l'analyse dans le but d'investir une majorité d'actifs dans des entreprises qui mènent des activités à forte durabilité*
- rendant public chaque trimestre la composition des fonds*
- rendant compte annuellement du travail mené par les fonds sur le sujet de la durabilité*
- pratiquant l'actionnariat actif au moyen de l'exercice des droits de vote en AG et d'un dialogue direct avec entreprises. »*

### ■ L'Ecolabel européen au cœur des débats sur l'impact

La Commission européenne travaille depuis 2019 sur un projet d'Ecolabel européen pour produits financiers, dans le cadre de son plan d'action de 2018 pour le financement d'une croissance durable. Ce futur label européen a vocation à favoriser l'orientation des flux financiers vers des investissements durables en mobilisant les actifs détenus par les épargnants non-professionnels soucieux de l'impact environnemental de leurs décisions de placement. Ses critères, définis au cours d'un processus consultatif, devront permettre de décerner le label aux produits présentant la meilleure performance environnementale de leur catégorie, évaluée à partir d'une analyse scientifiquement fondée de leurs impacts environnementaux. Le dispositif d'Ecolabel européen est en effet construit et axé sur la mesure de la performance environnementale réelle d'un produit labellisé, pour 24 catégories de produits. Présent dans d'autres langues, le mot « impact » est néanmoins absent de la version française du Règlement européen relatif à l'Ecolabel, et doit se comprendre au sens « d'incidence moindre » sur l'environnement pendant tout le cycle de vie des produits labellisés. Dans ce cas précis, c'est le service de gestion financière qui serait labellisé.

Lors des premières étapes du processus consultatif, il a été vivement reproché à la Commission européenne, via les travaux sur l'Ecolabel de son *Joint Research Centre* (JRC), d'entretenir la confusion entre l'impact environnemental des sociétés faisant l'objet d'un investissement et la contribution attribuable à l'investisseur à cet impact, « l'appréciation de ce dernier paramètre devant pourtant être au fondement même de toute démarche de labellisation pertinente », comme le souligne le consortium d'acteurs au sein du projet Finance ClimAct<sup>37</sup>, coordonné par l'ADEME. Pire, « en permettant à des produits financiers déployant des stratégies d'investissement indifférentes à la démonstration crédible de leur impact dans l'économie réelle de se prévaloir

<sup>37</sup> <https://finance-climact.fr/description-du-projet/>

du régime de l'Ecolabel, les critères proposés auraient pour effet de fournir une justification à des pratiques indiscutablement trompeuses ».

La Commission européenne a donc dû revoir sa copie à partir de la troisième version de l'Ecolabel pour produits financiers. Là où les deux premières moutures envisageaient majoritairement la performance environnementale des produits labellisés via leur rôle dans l'accroissement des investissements dans des activités durables au sens de la taxonomie européenne, la version 3 a introduit un critère relatif à la mise en place de mesures d'amélioration de l'impact attribuable à l'investisseur. Dans sa revue de la littérature académique, le JRC a identifié 3 principaux mécanismes de transmission à l'économie réelle des décisions d'investissement, à savoir le recours à l'engagement actionnarial, l'allocation de capital à des fins d'amélioration et détérioration de l'accès aux financements pour les secteurs verts et bruns, et enfin les impacts indirects atteints au travers de la stigmatisation ou de la démonstration par l'exemple.

Le critère d'amélioration de l'impact attribuable à l'investisseur, revu légèrement dans la version 4, se base sur une approche visant à « rendre compte des signaux de marché et des mécanismes d'amélioration de l'impact attribuable aux investisseurs qui ont été pris en compte et qui peuvent être mis en évidence par des stratégies et décisions d'investissement ». Il serait donc attendu des gérants de fonds qu'ils identifient les mesures qu'ils prennent pour gérer activement et renforcer l'impact pouvant leur être attribué. Pour cela, les fonds labellisés devront publier un rapport relatif aux mécanismes d'impact destiné aux épargnants ou clients prospectifs, et exercer au moins l'un des leviers du tableau ci-dessous, qui s'applique aux fonds OPCVM et FIA ainsi qu'aux obligations détenues à travers des comptes de dépôt. L'ensemble de ces mesures s'articule avec l'ossature générale des critères envisagés pour l'Ecolabel, qui est très similaire à celle des labels de finance verte ou durable existants : part minimum d'investissement dans des activités économiques durables, exclusions de certaines activités, qu'elles soient fondées sur des critères environnementaux ou bien des critères sociaux et de qualité de gouvernance, et bonne information des épargnants.

Critère de l'Ecolabel	Mesures d'amélioration de l'impact attribuable à l'investisseur	
<b>1. Investissement dans des activités durables sur le plan environnemental</b>	1.1 Allocation de capital en actions	1.1.1 Les investissements sont réalisés dans de nouvelles start-ups et/ou des sociétés non cotées.
		1.1.2 Les investissements ciblent les introductions en bourse (IPO), notamment celles qui sont sous-souscrites.
		1.1.3 Les activités ou segments de marché ayant le plus besoin de capitaux sont activement identifiés et investis.
	1.2 Allocation de capital en obligations	1.2.1 Les activités ou les segments de marché qui ont besoin de plus de capitaux sont activement identifiés et investis par le biais de la souscription directe d'obligations
	1.3 Identifications d'opportunités et suivi des progrès	1.3.1 Les opportunités d'investissement dans des entreprises qui cherchent à augmenter leur chiffre d'affaires vert sont activement identifiées
		1.3.2 Un reporting fréquent est fourni sur les CapEx verts et l'évolution du % de chiffre d'affaires vert des sociétés détenues en portefeuille
1.3.3 Les opportunités d'investissement des obligations liées à la durabilité sont activement identifiées		
1.4 Actions de long-terme	1.4.1 Le gérant peut démontrer qu'une position longue a été prise sur des participations spécifiques au capital d'entreprises réalisant un chiffre d'affaires vert < 10 % et sans CapEx vert, ainsi que sur des entreprises réalisant un chiffre d'affaires vert < 30 % au sein de leur chiffre d'affaires provenant d'activités couvertes par les codes NACE éligibles dans la taxonomie de l'UE.	
<b>2. Exclusions d'activités nuisibles à l'environnement</b>	2.1 Accompagnement de la transition	2.1.1 Le gérant peut démontrer que l'engagement a conduit à exiger des entreprises concernées une stratégie de sortie d'activités économiques liées aux énergies fossiles, aux véhicules thermiques et à la gestion déchets, avec jalons intermédiaires
		2.1.2 Le gérant peut démontrer que les exigences pour l'abandon progressif des activités exclues ont été formulées dans le cadre d'un engagement actif
<b>3. Engagement</b>	3.1 Engagement motivé par l'augmentation de la valeur pour les actionnaires	3.1.1 Le gérant peut démontrer que l'engagement bilatéral ou collectif en tant qu'actionnaire avec la direction des entreprises influe sur la stratégie d'investissement, en combinaison avec une menace de désinvestissement, des campagnes actionnariales ou des campagnes publiques.
<b>4. Mesures d'amélioration de l'impact attribuable à l'investisseur</b>	4.2 Suivi des mesures d'amélioration	4.2.1 L'impact des démarches d'investisseur est suivi, par exemple via la collaboration avec des chercheurs, ou en sondant des dirigeants d'entreprise.

## Etude de l'appétence des fonds Greenfin pour les « cleantechs » récemment introduites en bourse

Novethic a mené une analyse comparative de la présence de d'entreprises « cleantechs » dans les fonds labellisés Greenfin et ceux classés article 9 par les sociétés de gestion à partir de la liste des 119 entreprises de la catégorie « cleantech » introduites en bourse entre 2012 et 2022 et cotées sur Euronext<sup>38</sup>. 22 d'entre elles figurent dans les portefeuilles au 31/12/2022 de deux échantillons de fonds :

- fonds Actions autoclassifiés Article 9 (hors fonds labellisés Greenfin) : 118 fonds, pour 62,8 Mds€ d'encours)
- fonds Actions ou Mixtes labellisés Greenfin (13 fonds, pour 7,7Mds€ d'encours).

### Analyse comparative des financements de cleantechs

ISIN	Nom	Date IPO*	Capitalisation post-IPO	Capitalisation 31/12/2021	Fonds labellisés Greenfin			Fonds Article 9 français (non labellisés Greenfin)		
					Montant investi	% moyen du ptf. lorsque le titre y est présent	Nb. de fonds	Montant investi	% moyen du ptf. lorsque le titre y est présent	Nb. de fonds
FR0014005AC9	AFYREN	2021	207 M€	170 M€	15,6 M€	0,5	1	-	-	0
NO0010890304	AKER CARBON CAPTURE	2020	91 M€	1670 M€	0,3 M€	0,6	1	0,8 M€	1,5	1
NO0010936081	AKER CLEAN HYDROGEN**	2021	1090 M€	2682 M€	-	-	0	5,7 M€	0,7	1
NL0012817175	ALFEN	2018	200 M€	2468 M€	114 M€	1,8	8	54,8 M€	1,2	6
NL0015000N33	ARISTON	2021	1069 M€	2660 M€	20,2 M€	1,5	1	-	-	0
FR0011648716	CARBIOS	2013	9 M€	339 M€	12,1 M€	0,6	2	-	-	0
FR0014004362	ENTECH	2021	98 M€	112 M€	5,1 M€	0,2	1	-	-	0
NL0013654809	FASTNED	2019	137 M€	508 M€	0,2 M€	3,2	1	-	-	0
FR0011271600	FERMENTALG	2014	107 M€	96 M€	0,1 M€	2,2	1	-	-	0
FR00140055B3	FORSEE POWER	2021	386 M€	215 M€	13,1 M€	0,3	2	-	-	0
FR0013451044	HOFFMANN GREEN CEMENT	2019	236 M€	206 M€	12,7 M€	0,5	2	-	-	0
FR0014001PM5	HYDROGEN REFUELING SOL.	2021	384 M€	347 M€	8,6 M€	0,3	1	-	-	0
FR0011742329	McPHY ENERGY	2014	75 M€	401 M€	0,1 M€	1,6	1	-	-	0
FR0011675362	NEOEN	2018	1401 M€	4720 M€	44 M€	2,2	3	33,8 M€	1,2	3
FR0012650166	NHOA	2015	52 M€	331 M€	0,3 M€	6,3	1	-	-	0
NL0015000D50	NX FILTRATION	2021	550 M€	509 M€	15 M€	0,3	2	-	-	0
IT0005337958	PIOVAN	2018	445 M€	443 M€	-	-	0	2,3 M€	2,5	1
GB00BNR4T868	RENEWI***	2020	342 M€	773 M€	7 M€	1,5	1	-	-	0
NO0010715139	SCATEC SOLAR	2014	219 M€	1770 M€	14,4 M€	1,5	3	1,1 M€	1,2	1
NL0011660485	SIF HOLDING	2016	357 M€	306 M€	10,2 M€	0,6	2	-	-	0
FR0012532810	WAGA ENERGY	2021	449 M€	690 M€	11,5 M€	0,4	1	6,5 M€	1,5	2
NO0010713936	ZAPTEC	2020	77 M€	318 M€	0,2 M€	4,1	1	-	-	0
<b>Total</b>					<b>304 M€</b>	1,5% (moyenne)		<b>105 M€</b>	1,4% (moyenne)	

\* Initial Public Offering, soit l'ouverture à la souscription d'actions

\*\* Absorbée depuis par Aker Horizons

\*\*\* Société cotée à Amsterdam, contrairement à ce qu'indique le code ISIN.

<sup>38</sup> C'est-à-dire les bourses d'Amsterdam, Bruxelles, Dublin, Lisbonne, Milan, Oslo, et Paris

Il ressort de cette analyse que les critères du label Greenfin sur la part verte minimum des portefeuilles sont à même d'influencer les sociétés de gestion dans leurs choix d'investissement, que ce soit en termes d'attrait pour les jeunes entreprises « pure player », en termes de taille de participation moyenne, ou de pondération de ces valeurs en portefeuille. Les titres des 22 entreprises identifiées représentent 2,3% de l'encours des fonds labellisés Greenfin (et même jusqu'à 19,1% pour l'un des fonds), contre 0,16% chez l'échantillon témoin.

Ce tableau des participations à la croissance d'entreprises récemment introduites en bourse rend compte de montants encore très modestes. Néanmoins, il vient illustrer l'un des mécanismes de transmission à l'économie réelle identifiés par l'étude d'Oxford et semble faire écho à l'une des recommandations du rapport des chercheurs de l'université de Zürich, à savoir, pour les investisseurs dont la capacité à assumer les risques le permet, de soutenir la croissance d'entreprises à impact sur des marchés financiers inefficaces.

### Impact ou performance : les épargnants indécis

Dans sa revue<sup>39</sup> de la réglementation financière à l'aune de sa capacité à accélérer la transition bas-carbone, I4CE rappelle la préférence des acteurs financiers pour le court terme, alors que le financement de la transition repose sur des horizons de moyen et long terme. Cette différence d'alignement influence en partie des choix de placements financiers opérés par les épargnants. Les auteurs suggèrent que la prise en compte des préférences des clients, par exemple via la réforme de MIFID 2, intègre leur souhait de contribuer ou non au financement de la transition, plutôt que la tendance large de prise en compte de critères ESG qui domine dans la finance durable. Cela pourrait passer par la création d'une offre d'unités de compte « transition » dans les contrats d'assurance-vie.

Cette option aurait d'autant plus de sens que les chercheurs de l'université de Zürich ont montré<sup>40</sup> que bien que les épargnants soient majoritairement prêts à consentir à des frais de gestion plus élevés pour des investissements durables à impact, ils sont indifférents à l'ampleur de cet impact et beaucoup moins enclins à payer en fonction du niveau d'impact d'un fonds. Selon eux, dès lors que les investisseurs acceptent de payer des frais plus élevés pour un impact même très modeste, il est important que les labels, s'ils sont perçus comme plus impactants que l'absence de label, soient construits pour pouvoir créer cet impact.

### La finance solidaire à la fois précurseur et sous-ensemble de la finance à impact

Pour ce qui est de la finance à impact, les premiers articles évoquant cette notion apparaissent après la crise financière de 2008. En 2010, une étude appelée « *Impact Investments – An emerging asset class* » et publiée par JP Morgan conjointement avec le GIIN et la Rockefeller Foundation, a défini la finance à impact comme suit : « *Les investissements à impact sont des investissements destinés à créer un impact positif au-delà du retour financier. À ce titre, ils nécessitent la gestion des performances sociales et environnementales [...] en plus du risque et du rendement financier. Les investissements à impact se distinguent du domaine plus mature des investissements socialement responsables (« ISR »), qui cherchent généralement à minimiser les impacts plutôt que de créer de manière proactive des avantages sociaux ou environnementaux positifs.* » » (O'Donohoe, 2010).

Les définitions de la finance à impact ont rapidement fait l'objet d'un relatif consensus sur ses caractéristiques intrinsèques, c'est-à-dire : mesurabilité de l'impact, attribution possible de l'impact, et intentionnalité (volonté) de créer cet impact (IFC, 2009) (FIR and France Invest, 2020). Par définition, la finance à impact est donc plus engageante que la finance responsable.

En France, une partie des acteurs de la finance à impact s'appuie sur des dispositifs existant depuis plusieurs décennies : ceux de la finance solidaire, qui a émergé en France dans les années 1980. Les définitions de la finance solidaire ont été codifiées par des chercheurs français (Servet, 1999; Vallat, 1999, 2003), qui la définissent comme un moyen de lutter contre l'exclusion, notamment celle créée par le chômage. Au fur et à mesure les définitions académiques changent et s'adaptent à une finance solidaire englobant de plus en plus d'activités. Ces définitions reprennent les caractéristiques principales de cette finance particulière : lutte contre l'exclusion bancaire (Artis, 2011, 2013, 2015) (Ferraton and Vallat, 2011), origine des capitaux (provenant des citoyens), conditions de financement accordés aux entreprises, et la finalité des projets financés (Vasconcelos, 2018).

<sup>39</sup> <https://www.i4ce.org/publication/la-reglementation-financiere-peut-elle-acceler-le-financement-de-la-transition-bas-carbone/>

<sup>40</sup> Heeb, F. and Kölbel, J. and Paetzold, F. and Zeisberger, S., Do Investors Care About Impact? (January 5, 2022). Parution à venir dans The Review of Financial Studies, Disponible sur SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3765659> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3765659>



## ANNEXES

### Annexe 1 : Exemples illustratifs de quelques supports dédiés au financement effectif de la transition énergétique parmi les fonds labellisés Finansol et Greenfin

Cette sélection se compose d'exemples de produits labellisés Finansol, Greenfin, ou les deux à la fois, d'un montant total d'encours de 400M€ à fin 2021, qui illustrent la contribution de l'épargne au verdissement dans l'approche la plus directe.

**Finansol**

#### **NOVAXIA R**

Ce fonds immobilier finance des opérations de recyclage de sites tertiaires obsolètes en logements. Il achète des biens (bureaux obsolètes, friches industrielles, etc.) pour les transformer en immeubles d'habitation par la réhabilitation de l'existant. L'unité de compte "Novaxia R" investit aussi à hauteur de 5 à 10 % la lutte contre le « mal-logement » en finançant l'activité d'entreprises agréées "Entreprise Solidaire d'Utilité Sociale" (ESUS), des foncières solidaires type Habitat et Humanisme, qui acquièrent et rénovent des biens immobiliers afin d'y reloger des personnes en situation d'exclusion sociale. Le fonds, créé en 2021, est disponible uniquement en Unité de Compte pour l'assurance vie. Il rencontre un vif succès, d'une part car il n'existe pas beaucoup d'UC immobilières distribuées en assurance vie, et d'autre part grâce à ses caractéristiques solidaires, impact, RSE et mécénat. Actifs du fonds au 31/12/2021 : 190 M€

#### **Foncière TERRE DE LIENS**

Terre de Liens s'articule autour de 3 structures : un réseau associatif mobilisé partout en France, une Foncière, et une Fondation reconnue d'utilité publique. L'association nationale, créée en 2003, accueille et accompagne les paysans pour leur accès à la terre, informe et rassemble le public autour des enjeux fonciers et agricoles, et ancre le projet Terre de Liens dans une dynamique citoyenne et locale. Destinée à servir les objectifs du mouvement Terre de Liens, la Foncière est une entreprise de l'économie sociale et solidaire qui achète des fermes pour enrayer la disparition des terres agricoles et réduire les difficultés d'accès au foncier agricole. Ces lieux sont ensuite loués à des agriculteurs qui lancent leur activité. Pour acquérir ces fermes, la Foncière s'appuie sur son capital, qui provient de l'épargne solidaire.

Chaque année, la foncière Terre de Liens, labellisée Finansol, fait appel à l'épargne publique. L'AMF a accordé en 2022 à la Foncière 2 visas d'offre au public de titres financiers. Le premier plafond de collecte de 22 M€ pour souscrire à des actions de la foncière a été atteint en quelques semaines. Son bilan au 31/12/2021 était de 118,5 M€.

**Greenfin**

#### **MAIF Rendement Vert**

L'assureur MAIF a lancé en France en 2021 MAIF Rendement Vert, la première unité de compte dédiée au financement de la transition énergétique, qui cible un rendement de 4% net par an. Disponible à la souscription via des contrats d'assurance vie ou d'épargne retraite, cette unité de compte vise à répondre à des besoins concrets de financement de la part de développeurs de projets d'énergies renouvelables de type PME et ETI en France et en Europe, au travers d'un partenariat avec un gestionnaire d'actifs spécialisé dans le secteur de la transition énergétique (Eiffel Investment Group). Les fonds investis permettent d'offrir aux développeurs des solutions de financement relais dans l'attente des financements à long terme apportés par les banques ou autres institutions financières, ce qui permet d'accélérer le lancement des projets. Selon le dernier reporting disponible (mai 2022), MAIF Rendement Vert a participé à une dizaine de transactions auprès de développeurs, dans le but de financer près de 1000 projets (unité de production d'énergie renouvelable ou installation sur laquelle des travaux d'efficacité énergétique sont réalisés). 80% des projets relevaient de l'énergie solaire, les 20% restants étant majoritairement liés à l'éolien ainsi qu'une petite part dirigée vers le stockage d'électricité renouvelable. Au moment de la rédaction de cette étude, l'actif net du fonds s'élevait selon la base Geco à 67,5 M€. La part provenant des souscriptions des sociétaires MAIF n'est pas connue.

**Finansol, ISR et Greenfin**

#### **ECOFI AGIR POUR LE CLIMAT**

Ce fonds d'Ecofi possède une structure originale et unique qui en fait le seul fonds détenteur des trois labels ISR, Greenfin et Finansol. Il est investi au minimum à 60% en actions cotées d'entreprises considérées comme efficaces dans la sphère de la transition énergétique et écologique, de 0 à 35% en instruments de taux (principalement des obligations vertes) et de 5 à 10% en titres solidaires en lien avec la protection de l'environnement. Son actif au 31/12/2021 était de 57M€.

**Annexe 2 : Détail des informations relatives à la loi PACTE relevées dans les rapports « Article 29 » de la Loi Energie Climat des principaux assureurs français**

	UC référencées en assurance-vie								Encours d'UC durables en assurance-vie						Collecte 2021	
	Nombre total	Nbre d'UC Art. 8&9	% d'UC Art. 8&9	Nbre d'UC 'loi PACTE'	% UC 'loi Pacte'	Nb. ISR	Nb. Greenfin	Nb. Finansol	Encours UC 'durables' (au moins Art.9 ou label) (%)	Encours 'loi PACTE' (%)	Encours 'loi Pacte' (Mds€)	Encours ISR (Mds€)	Encours Greenfin (Mds€)	Encours Finansol (Mds€)	Fonds 'loi PACTE'	Fonds Art. 8&9
<b>Abeille Assurances</b>	253	129	51%	49		45	1	3			1,9	1,9				
<b>Assurances du Groupe BPCE</b>					53%											
<b>Axa France VIE</b>			89%			21	6			53%	14,2	13,7	0,6	0,01		
<b>BNP Paribas Cardif</b>	5 230	2 406	46%						40%							
<b>CNP Assurances</b>			66%							53%	18,6	18,6	1,5	0,3	6 Mds€	
<b>Crédit Agricole Assurances</b>										18%	15,3	15,2	0,052	0,125		
<b>Groupe ACM</b>		59		24												50%
<b>Generali Vie et Generali Lux.</b>				723												85% de la collecte nette
<b>Groupama</b>									8%		0,034	0,028				
<b>HSBC Assurances</b>	279			35	13%	33	1	1		26%						
<b>MACSF</b>						2										
<b>MAIF</b>			100%	14	100%	13	1	2		56%				0,076		
<b>Suravenir</b>			43%	466	10%	451	24	9	43%	36%	3,227	3,189	0,066	0,11	542 M€ <sup>41</sup>	
<b>SwissLife</b>				503		496	12	9			2,484	2,465	0,044	0,18		

On notera que trois assureurs ont introduit leur propre définition d'UC durables, qui regroupe de manière générale les fonds détenant au moins un label de finance durable ou s'étant autoclassifiés Article 9. Groupama y ajoute les supports qui appartiennent à la catégorie 1 selon la doctrine de l'AMF en considérant que cette sélection permet d'identifier « les supports qui pourront être éligibles à de futures labélisations ».

<sup>41</sup> A savoir 18% de la collecte brute (530,62 M€ ISR, 18M€ Greenfin et 68M€ Finansol)

### Annexe 3 : Etude des portefeuilles des fonds

#### « Equity » labellisés Greenfin

Chiffres arrêtés au 31/12/2021, pour un total de 80 entreprises présentes dans au moins 3 fonds et dont l'encours investi combiné représente 4,7 Mds€.

Nom	Secteur	Encours (M€)	Nombre de fonds
ASML Holding NV	Technology	222	7
Schneider Electric SE	Industrials	215	12
Vestas Wind Systems A/S	Industrials	191	7
Saint-Gobain SA	Industrials	176	7
Infineon Technologies AG	Technology	144	7
Koninklijke DSM NV	Basic Materials	143	7
Veolia Environnement SA	Industrials	133	6
Acciona Energia SA	Utilities	118	6
Alfen NV	Industrials	116	8
Alstom SA	Industrials	115	6
Air Liquide SA	Basic Materials	106	4
EDP Renovaveis SA	Utilities	102	11
Signify NV	Industrials	102	5
Symrise AG	Basic Materials	102	4
Dassault Systemes SE	Technology	98	8
Smurfit Kappa Group PLC	Consumer Cyclical	88	4
Nexans	Industrials	87	4
Michelin SA	Consumer Cyclical	84	3
Kingspan Group PLC	Industrials	82	6
Solaria Energia y Medio Ambiente SA	Utilities	82	6
NIBE Industrier AB	Industrials	80	4
Umicore SA	Industrials	78	5
Legrand SA	Industrials	67	7
Volta SA	Utilities	67	5
First Solar Inc	Technology	66	3
Faurecia SE	Consumer Cyclical	66	4
Siemens Gamesa Renewable Energy SA	Industrials	65	3
Tomra Systems ASA	Industrials	64	6
Mercedes-Benz Group AG	Consumer Cyclical	63	3
STMicroelectronics NV	Technology	60	10
Novozymes A/S B	Basic Materials	59	3
SolarEdge Technologies Inc	Technology	58	7
Linde PLC	Basic Materials	58	5
Rexel SA	Technology	57	3
Orsted A/S	Utilities	56	6
Corbion NV	Basic Materials	52	4
Prysmian SpA	Industrials	51	4
Volkswagen AG	Consumer Cyclical	50	3
Allianz SE	Financial Services	48	3

Neoen SA	Utilities	48	3
Siemens AG	Industrials	48	3
Stora Enso Oyj	Basic Materials	47	5
Sunrun Inc	Technology	47	4
Enphase Energy Inc	Technology	45	7
Geberit AG	Industrials	44	4
Plastic Omnium	Consumer Cyclical	42	3
Ceres Power Holdings PLC	Industrials	42	4
Xinyi Solar Holdings Ltd	Technology	41	4
Sika AG	Basic Materials	39	6
Befesa SA	Industrials	38	4
ABB Ltd	Industrials	37	3
Bureau Veritas SA	Industrials	37	4
Ormat Technologies Inc	Utilities	35	3
SPIE SA	Industrials	35	3
Ballard Power Systems Inc	Industrials	31	3
Nordex SE	Industrials	31	3
Getlink SE	Industrials	28	3
Microsoft Corp	Technology	28	3
Arcadis NV	Industrials	26	3
Verbund AG	Utilities	26	5
Elia Group	Utilities	26	4
Plug Power Inc	Industrials	23	5
Shimano Inc	Consumer Cyclical	19	3
Biffa PLC	Industrials	19	3
Rockwool International A/S	Industrials	19	3
Steico SE	Basic Materials	18	3
American Water Works Co Inc	Utilities	15	4
Scatec ASA	Utilities	14	3
Fluence Energy Inc	Utilities	14	3
Evoqua Water Technologies Corp	Industrials	14	3
Darling Ingredients Inc	Consumer Defensive	13	3
NVIDIA Corp	Technology	13	4
Danaher Corp	Healthcare	11	3
Sunnova Energy International Inc	Technology	9	4
Xylem Inc	Industrials	9	4
Shoals Technologies Group Inc	Technology	8	4
BYD Co Ltd	Consumer Cyclical	8	3
Aptiv PLC	Consumer Cyclical	8	4
Boral Inc	Utilities	7	3
Invenergy Energy Systems PLC	Utilities	5	3

## Annexe 4 : Détails des financements en provenance des fonds labellisés Finansol

### a. Financements annuels à destination d'associations, coopératives et entreprises solidaires

Sur les 690M€ de flux 2021 de la part des acteurs de la finance solidaire, il est possible d'isoler 34 financeurs solidaires, banques éthiques et fonds d'investissement à impact social ayant investi 491 millions d'euros dans des associations et entreprises à forte utilité sociale. N'entrent pas dans ce montant l'activité des entreprises solidaires et les prêts sociaux pour les particuliers. Les financements sont effectués par des acteurs variés comme les grands financeurs solidaires, ou les gérants de fonds solidaires, via leurs Fonds Professionnel Spécialisé (FPS) qui centralisent les investissements solidaires des fonds « 90-10 ».

Ces financements sont également nets, c'est-à-dire hors financements entre supports labellisés Finansol. Ils sont majoritairement effectués en dette (74% des transactions, 82% du montant total de financement) et à destination des sociétés commerciales et des associations (respectivement 36% et 17% des transactions, 50% et 14% du montant total de financement).

Répartition des flux d'investissement solidaire par outil de financement (au 31/12/2021)

	Données 2021			
	Montant	Nombre	Montant - %	Nombre - %
Dette	402 095 859 €	1200	82%	74%
Fonds propres	56 854 801 €	197	12%	12%
Quasi fonds propres	28 227 390 €	210	6%	13%
Autre	3 670 491 €	18	1%	1%
<b>Total</b>	<b>490 848 540 €</b>	<b>1625</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Source : FAIR

Répartition des flux d'investissement solidaire par statut juridique (au 31/12/2021)

	Données 2021			
	Montant	Nombre	Montant - %	Nombre - %
Association	66 863 479 €	257	14%	16%
Coopérative	15 939 679 €	123	3%	8%
Entreprise individuelle	1 659 282 €	58	0%	4%
Fondation	3 530 463 €	2	1%	0%
Société civile	19 122 900 €	50	4%	3%
Société commerciale	244 165 712 €	581	50%	36%
Autre	90 649 505 €	57	18%	4%
Non renseigné	48 917 519 €	497	10%	31%
<b>Total</b>	<b>490 848 540 €</b>	<b>1625</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Source : FAIR

L'agrément « Entreprise solidaire d'utilité sociale » dit « agrément ESUS », est une porte d'entrée pour les entreprises de l'ESS recherchant un accès au financement de l'épargne solidaire ou souhaitant attirer des investisseurs spécifiques. Inscrit dans la loi Hamon, relative à l'économie sociale et solidaire de 2014, il a pris de l'importance avec la référence directe faite dans la loi LME de 2008 concernant l'épargne salariale puis dans la loi Pacte en 2019. Les organisations agréées ESUS représentent ainsi 38% du montant total de financement et 25% des transactions.

Répartition des flux d'investissement solidaire réalisés en France selon la possession de l'agrément ESUS (au 31/12/2021)

	Données 2021			
	Montant	Nombre	Montant - %	Nombre - %
Organisation agréementée ESUS	165 891 228 €	378	38%	25%
Organisation non agréementée ESUS	259 749 989 €	1094	59%	72%
Absence d'information	14 671 827 €	56	3%	4%
<b>Total</b>	<b>440 313 043 €</b>	<b>1528</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Source : FAIR

Remarque : Les données ci-dessus excluent donc les financements reçus par les organisations étrangères (50,5M€ env). Aujourd'hui, l'agrément ESUS ne peut être attribué qu'à des organisations françaises. Notons qu'il existe une exception, l'association hollandaise Oikocredit, qui de fait de son importance a bénéficié d'une attention particulière de la DG Trésor qui lui a octroyé l'agrément. Des réflexions sont actuellement en cours pour développer la capacité des acteurs étrangers de l'ESS à obtenir l'agrément.

**b. Financements environnementaux annuels à destination d'associations, coopératives et entreprises solidaires**

Répartition des flux d'investissement solidaire par statut juridique (au 31/12/2021)

	Données 2021			
	Montant	Nombre	Montant - %	Nombre - %
Association	1 912 580 €	53	2%	9%
Coopérative	2 327 359 €	66	2%	12%
Entreprise individuelle	61 160 €	29	0%	5%
Société civile	2 009 500 €	15	2%	3%
Société commerciale	77 967 214 €	282	81%	49%
Autre	187 000 €	2	0%	0%
Non renseigné	11 905 458 €	123	12%	22%
<b>Total</b>	<b>96 370 271 €</b>	<b>570</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Source : FAIR

Répartition des flux d'investissement par outil de financement (au 31/12/2021)

	Données 2021			
	Montant	Nombre	Montant - %	Nombre - %
Dette	78 537 618 €	338	81%	59%
Fonds propres	10 653 502 €	104	11%	18%
Quasi fonds propres	7 166 321 €	125	7%	22%
Autre	12 830 €	3	0%	1%
<b>Total</b>	<b>96 370 271 €</b>	<b>570</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Source : FAIR

L'agrément ESUS, porte d'entrée de la finance solidaire, dispose d'une importance moindre pour les financements environnementaux, représentant alors 17% des montants de financement et des transactions.

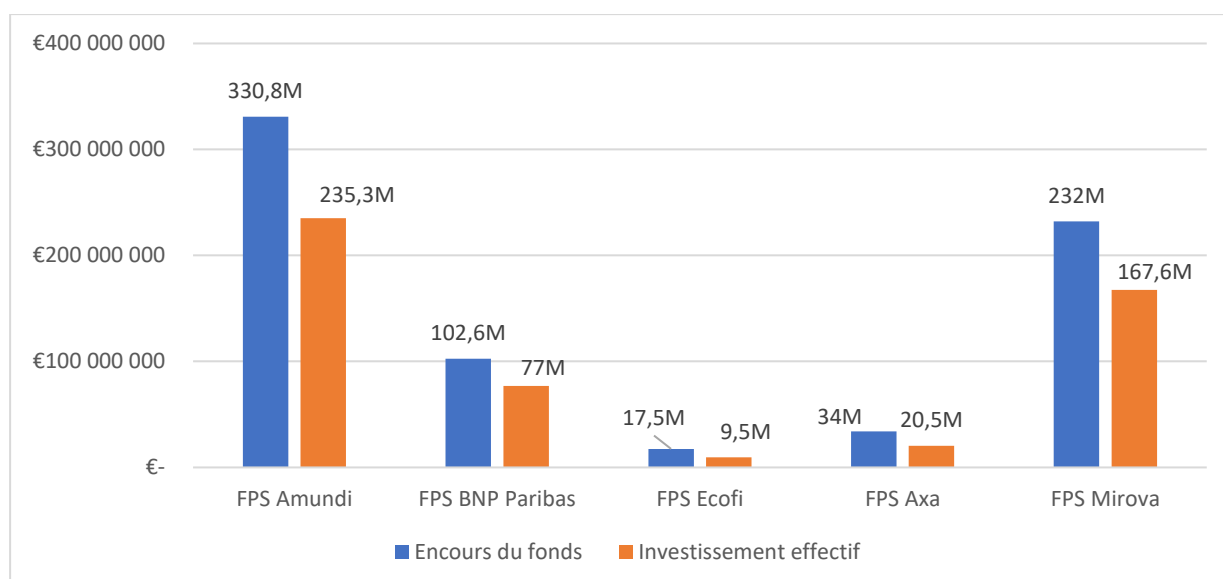
Répartition des flux d'investissement selon la possession de l'agrément ESUS (au 31/12/2021)

	Données 2021			
	Montant	Nombre	Montant - %	Nombre - %
Organisation agréementée ESUS	16 592 361 €	98	17%	17%
Organisation non agréementée ESUS	79 174 910 €	469	82%	82%
Absence d'information	603 000 €	3	1%	1%
<b>Total</b>	<b>96 370 271 €</b>	<b>570</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Source : FAIR

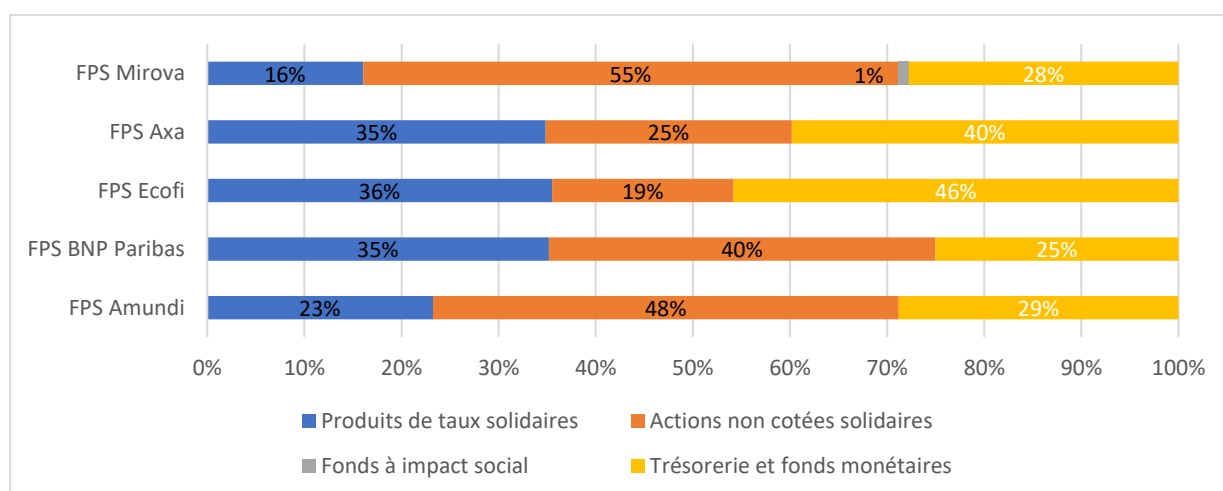
**c. Les FPS labellisés Finansol**

Figure 1 : Encours et stock de financement des FPS labellisés Finansol en 2020



Source : FAIR

Figure 2 : Composition des FPS solidaires par classe d'actif en 2020



Source : FAI

## Annexe 5 : Chiffres du marché de la labellisation, par pays de gestion des fonds

Les tableaux ci-après fournissent un aperçu de la part de marché des fonds UCITS labellisés sur les plus gros marchés européens en gestion d'actifs. Les données présentées ci-dessous se basent sur le pays de domiciliation des fonds selon Morningstar, ainsi que sur les données nationales relatives aux fonds UCITS issues du *Fact Book EFAMA 2022*. Les chiffres sont légèrement sous-estimés à deux niveaux : non-exhaustivité des données EFAMA et non-disponibilité de certaines données d'encours sur Morningstar Direct.

A l'échelle européenne, les chiffres montrent des encours UCITS labellisés à hauteur de 9%. Si l'on s'intéresse aux fonds qui s'autoclassifient Article 8 ou 9 selon le Règlement SFDR, la part de marché des labels est en revanche bien plus élevée, avec respectivement 35 et 62% des encours.

### a. Part de marché des fonds labellisés en Europe

Europe (Mds€ ou %)		Allocation	Equity	Monétaire	Obligataire	Autres	Total
Tous fonds confondus	Encours total du marché	2 482,0	6 178,0	1 495,0	3 401,0	403,0	13 959,0
	Encours des fonds labellisés	128,7	638,5	283,5	178,8	2,7	1 232,2
	Part des fonds labellisés (en encours)	5%	10%	19%	5%	1%	9%
SFDR « Article 8 »	Encours total	490,0	1 186,0	412,0	485,0		2 578,0
	Encours des fonds labellisés	112,3	386,5	263,9	130,2	1,9	894,8
	Part des fonds labellisés (en encours)	23%	33%	64%	27%		35%
SFDR « Article 9 »	Encours total	22,0	391,0	7,0	71,0		491,0
	Encours des fonds labellisés	14,0	241,3	6,8	43,4	0,2	305,8
	Part des fonds labellisés (en encours)	64%	62%	98%	61%		62%

### b. Détail pays par pays (chiffres en Mds€)

Les fonds FIA de dette privée en infrastructure et de private equity ainsi que les fonds immobiliers n'apparaissent pas dans ce détail recentré sur les fonds UCITS.

Allemagne		Allocation	Equity	Monétaire	Obligataire	Autres	Total
Encours total du marché		(données non fournies à l'EFAMA)					
Encours des fonds labellisés		4,4	10		2,1		16,5
dont	Article 8	4,1	9,4		1,8		15,3
	Article 9	0,3	0,5		0,2		0,9
	Article 6 ou inconnu	0,1	0,125		0,2		0,4
Part de marché des fonds labellisés (en encours)							-

Autriche		Allocation	Equity	Monétaire	Obligataire	Autres	Total
Encours total du marché		39,8	27,1	0	37,4	0,2	106
Encours des fonds labellisés		10,6	7,7		6,5		24,8
dont	Article 8	7,9	5,8		5,8		19,6
	Article 9	2,6	1,9		0,5		5
	Article 6 ou inconnu		0,1		0,1		0,2
Part de marché des fonds labellisés (en encours)							23%

Belgique		Allocation	Equity	Monétaire	Obligataire	Autres	Total
Encours total du marché		111,7	76,3	4,2	12,9	0,6	208,5
Encours des fonds labellisés		56,2	28	3,3	5		92,6
dont	Article 8	53,5	21,3	3,3	5		83,1
	Article 9	2,7	6,5				9,2
	Article 6 ou inconnu	0	0,3				0,3
Part de marché des fonds labellisés (en encours)							44%

Danemark		Allocation	Equity	Monétaire	Obligataire	Autres	Total
Encours total du marché		33,5	84,4	0	66,9	1,7	186,5
Encours des fonds labellisés		0,7	10,1		5,7		16,5
dont	Article 8	0,7	3		4,2		8
	Article 9		6,6				6,6
	Article 6 ou inconnu		0,5		1,5		1,9
Part de marché des fonds labellisés (en encours)							9%

Espagne		Allocation	Equity	Monétaire	Obligataire	Autres	Total
Encours total du marché		87,1	124,60	4,5	79,9		304,00
Encours des fonds labellisés		1	0,3		0,6		2
dont	Article 8	1	0,3		0,6		2
Part de marché des fonds labellisés (en encours)							1%

Finlande		Allocation	Equity	Monétaire	Obligataire	Autres	Total
Encours total du marché		27,9	61	0,2	50	0,4	139,6
Encours des fonds labellisés		2,7	1,7		4,5		8,8
dont	Article 8	2,7	1,7		4,3		8,7
	Article 6 ou inconnu				0,2		0,2
Part de marché des fonds labellisés (en encours)							6%

France		Allocation	Equity	Monétaire	Obligataire	Autres	Total
Encours total du marché		164,4	271,3	360,4	138,9		936
Encours des fonds labellisés		15,5	112,5	277,6	43,6	0,2	449,4
dont	Article 8	14,1	66	258,9	38	0,2	377,2
	Article 9	1,4	38,9	5,9	4,9		51,2
	Article 6 ou inconnu	0	7,5	12,8	0,7		21
Part de marché des fonds labellisés (en encours)							48%

Toutes structures légales confondues, il y avait fin 2021 selon l'AFG un total de 1 751 OPC "Article 8" domiciliés en France, qui représentaient 53 % des encours du marché des OPC de droit français, complétés par les 5 % d'encours que pesaient les 204 OPC autoclassifiés "Article 9".

Irlande		Allocation	Equity	Monétaire	Obligataire	Autres	Total
Encours total du marché		200,4	1 330,60	637	850,8	76,3	3 095,80
Encours des fonds labellisés		0,1	81,9		15,5	0,8	98,3
dont	Article 8	0,1	76		9,7	0,2	85,9
	Article 9		5,6		5,8		11,4
	Article 6 ou inconnu		0,3		0,1	0,6	1
Part de marché des fonds labellisés (en encours)							3%

Liechtenstein		Allocation	Equity	Monétaire	Obligataire	Autres	Total
Encours total du marché		6,1	13,00	2,6	8,1	3,2	32,90
Encours des fonds labellisés			2,5		0,3	0,2	3
dont	Article 8		2,4				2,4
	Article 9		0,1		0,3	0,2	0,7
Part de marché des fonds labellisés (en encours)							9%



Luxembourg		Allocation	Equity	Monétaire	Obligataire	Autres	Total
<b>Encours total du marché</b>		931,7	2 013,90	419,1	1 369,10	190,7	4 924,50
<b>Encours des fonds labellisés</b>		37,5	362,5	2,5	90,5	1,5	494,6
dont	Article 8	28,3	185,7	1,6	59,2	1,5	276,3
	Article 9	7	176	0,9	30,8		214,8
	Article 6 ou inconnu	2,3	0,8		0,4		3,6
<b>Part de marché des fonds labellisés (en encours)</b>							10%

Norvège		Allocation	Equity	Monétaire	Obligataire	Autres	Total
<b>Encours total du marché</b>		9,7	103,80	13	53,10	1,5	181,10
<b>Encours des fonds labellisés</b>			1,5		3,9		5,4
dont	Article 8				1,4		1,4
	Article 9		1,5		0,4		1,9
	Article 6 ou inconnu				2,1		2,1
<b>Part de marché des fonds labellisés (en encours)</b>							3%

Suède		Allocation	Equity	Monétaire	Obligataire	Autres	Total
<b>Encours total du marché</b>		108,5	404,00	0	67,00	0,1	404,00
<b>Encours des fonds labellisés</b>			18,6		0,6		19,1
dont	Article 8		15		0		15
	Article 9		3,6		0,6		4,1
<b>Part de marché des fonds labellisés (en encours)</b>							5%

## **Annexe 6 : Les enjeux de la loi PACTE pour la finance solidaire / à impact social**

Historiquement, la finance solidaire s'est développée par étapes, dans un environnement réglementaire qui est progressivement devenu de plus en plus favorable. La loi PACTE représente une nouvelle étape de ce développement, au moment où la finance solidaire se renouvelle en s'inspirant des meilleures pratiques du monde de l'*impact investing*. L'association FAIR ambitionne de rediriger 1% des encours de l'assurance vie vers le solidaire et l'impact social, ce qui permettrait quasiment de doubler la taille de ce segment.

### **a. Rapprochement entre finance solidaire et finance à impact social (ou environnemental)**

L'« *impact investing* », innovation sémantique apparue en 2007 dans le monde anglo-saxon, se définit comme un ensemble d'« *investissements faits dans des entreprises, des organisations et des fonds avec l'intention de générer des impacts environnementaux et sociaux en même temps qu'un rendement financier* »<sup>42</sup>. Les premiers fonds de *private equity* à impacts se sont développés à cette époque, certains bénéficiant d'ailleurs de ressources issues de produits labellisés Finansol. Plusieurs fonds solidaires historiques revendiquent aujourd'hui être des fonds d'impact, ce qui illustre une forme de rapprochement des deux sphères.

La finance à impact s'intéresse à la résolution de défis variés auxquels sont confrontées des populations bien spécifiques et préalablement identifiées. Ces enjeux sont détaillés dans la « théorie<sup>43</sup> du changement » sur laquelle s'appuie les investisseurs à impact social. La finance solidaire adopte à ce sujet une approche davantage prédéfinie des problématiques en question, en s'intéressant principalement au déficit de financement des organisations qu'elle soutient.

Par des principes de lucrativité limitée et de démocratie inscrits dans les statuts, la finance solidaire garantit la primauté de la poursuite de leur mission sur la rentabilité. Ce faisant, elle réduit le risque de dérive de la mission

<sup>42</sup> Définition du GIIN, l'organisme étatsunien de référence dans la structuration de l'impact investing.

<sup>43</sup> Démonstration de la façon dont des résultats et impacts peuvent être obtenus au travers de l'investissement / description des canaux par lesquels l'impact d'une intervention se transmettra à toute l'économie.

que peut entraîner une financiarisation trop rapide. La finance à « impact social » est également sensible à cet enjeu, en montrant une attente de retour sur investissement réduite qui se matérialise par des concepts tels que le capital patient, ou encore par le financement mixte dans lequel le mécanisme de partage trouve sa place. Pour ces deux finances, la génération et l'utilisation de données extra-financières sont cruciales, aussi bien pour le pilotage des activités que la gestion de portefeuille ou de l'impact, ou encore pour le partage d'information aux apporteurs de capitaux, qu'ils soient particuliers ou institutionnels.

Ces recouvrements permettent la formulation de la revendication à l'origine de de la fusion entre Finansol et l'Impact Invest Lab (iiLab) pour créer FAIR : la finance solidaire est aussi bien le précurseur qu'un sous-ensemble de la finance à impact social.

#### **b. Objectif 1% de l'épargne pour un changement d'échelle**

Formulé dans son livre blanc 2022-2027, FAIR a pour objectif de parvenir au chiffre de 1% de l'épargne des Français consacré à l'investissement à impact social. Avec 24,5 milliards d'euros d'épargne solidaire fin 2021, les encours se situent déjà à 0,42%, contre 0,20 % fin 2016.

La faible part de la finance solidaire dans les encours de l'assurance vie (1871 milliards au 31/12/2021) laisse envisager un potentiel énorme. Capter une petite partie des nouveaux flux de souscription sur plusieurs années mais aussi encourager la transformation de contrats en euros existants permettrait un changement d'échelle de la finance à impact social.

L'expérience des 5 années ayant suivi l'application de la loi LME qui a ouvert l'épargne salariale aux fonds 90/10 solidaires (entrée vigueur le 1er janvier 2010) incite à l'optimisme. Entre 2010 et 2014, l'encours de ces fonds est passé de 1,012 à 4,137 milliards d'euros<sup>44</sup>. La mise en avant des produits 90/10 solidaires par les principaux gérants d'épargne salariale a permis ce développement rapide, et les salariés les ont plébiscités, notamment grâce au soutien actif des organisations syndicales membres du CIES. Le thème « solidaire » exerce un attrait certain auprès des investisseurs particuliers, au moins pour une partie de leur épargne.

Par analogie, l'épargne solidaire bénéficierait d'une mise en avant des UC solidaires dans certains grands réseaux d'assureurs, comme le font déjà certains assureurs mutualistes. Cette condition apparaît nécessaire pour arriver à multiplier par 2 les encours au fil des 5 prochaines années et se rapprocher de l'objectif de 1% de l'épargne totale consacré à la finance à impact social.

Ce changement d'échelle de la finance solidaire/impact social s'accompagnerait d'une hausse importante des investissements dans les secteurs clefs tels les foncières solidaires, la réinsertion professionnelle, la santé pour les plus démunis, la microfinance, la production d'énergies renouvelables ou la protection de l'environnement, pour n'en citer que quelques-uns. Ces flux de financements trouveraient d'autant plus facilement où s'employer utilement que les besoins sociaux et environnementaux sont énormes.

Bien que les enjeux du verdissement de l'économie soient plus larges que ceux de l'impact social, les deux sont souvent liés. Économie circulaire, relocalisation de l'économie, redynamisation des territoires ruraux, mobilités douces, lutte contre l'artificialisation des sols, filières bio et énergies renouvelables, rénovation du foncier solidaire, sont autant de sujets qui concernent la finance à impact au sens large et qui sont probablement, grâce en partie à la loi PACTE, à l'aube d'un changement d'échelle.

#### **Positionnements de la finance solidaire en Europe**

Ces dernières années, un groupe de travail « Fineurosol » s'est réuni autour de quatre organisations, FAIR pour la France, Financité pour la Belgique, Fets en Espagne et Etika pour le Luxembourg. Ce groupe réfléchit au développement possible à moyen terme d'un label européen de finance solidaire, sur la base du constat qu'il existe de forts recouvrements européens sur les références à la "finance solidaire" ou à l'ESS (Economie Sociale et Solidaire), même si ces concepts sont différents d'un pays à l'autre. Avec des situations locales très différentes, chaque label n'est adapté à ce jour qu'à des positionnements particuliers sur des segments précis de l'épargne

<sup>44</sup> Voir l'étude « 20 ans du label Finansol, l'innovation au service de la solidarité »

locale. Les critères d'appréciation des labels et des produits solidaires restent à ce jour nationaux, locaux, y compris -et surtout- auprès des régulateurs.

Les mises en commun du groupe Fineurosol concernent surtout des points généraux autour de valeurs communes et de critères sociaux sur lesquels la Commission Européenne a émis des principes généraux, sur un périmètre néanmoins plus large que la finance solidaire/ finance à impact social. Il s'agit de généralités autour de notions de gouvernance, de transparence, et, plus particulièrement pour ce groupe de travail, autour des mécanismes de solidarité.

Certains participants mettent en avant le principe européen de l'équivalence des reconnaissances nationales ; si un label est reconnu dans un pays européen, pour un produit ou un service, voire pour une organisation/association/entreprise, il le serait de fait dans les autres pays européens dans des conditions identiques. Ce principe général de reconnaissance réciproque rencontre des difficultés, surtout dans les pays où il n'existe pas de label (social).

L'Europe étant encore loin du marché unique des capitaux, l'épargne des particuliers reste un phénomène avant tout local. Peu de produits solidaires sont distribués ailleurs que dans leur pays d'origine. Cette remarque s'applique aussi aux labels, qu'ils soient publics ou privés, qu'ils soient solidaires ou plus larges.

Le groupe de travail Fineurosol bute aussi sur la question des moyens. Dans tous les pays, les labels connaissent une croissance rapide de leurs activités et de l'épargne collectée, mais ne disposent pas de moyens pour mener des recherches ou monter un groupe de travail spécifique sur des questions de label européen.

#### **a. Financité (Belgique)**

Financité est une association sans but lucratif à l'origine du label belge éponyme de finance solidaire. Il est développé avec un double objectif : 1. Offrir une visibilité, dans la gamme des financements, à ceux qui visent à favoriser la cohésion sociale par l'opérationnalisation, grâce à un mécanisme de solidarité, d'activités de l'économie sociale et ce, en transparence totale à l'égard des financeurs particuliers ou institutionnels. 2. Assurer aux citoyens que leur argent contribue réellement au financement d'activités génératrices d'utilité sociale et/ou environnementale comme l'accès à l'emploi et au logement pour des personnes en difficulté, le soutien à l'agriculture biologique et aux énergies renouvelables ou encore à l'entrepreneuriat dans les pays en développement.

Le label Financité est très proche du label Finansol dans son fonctionnement et dans ses critères. Il s'applique à l'univers plus restreint des coopératives belges, choix de départ à la constitution de Financité. Par ailleurs, il ne semble utilisé qu'en Belgique francophone.

#### **b. Etika (Luxembourg)**

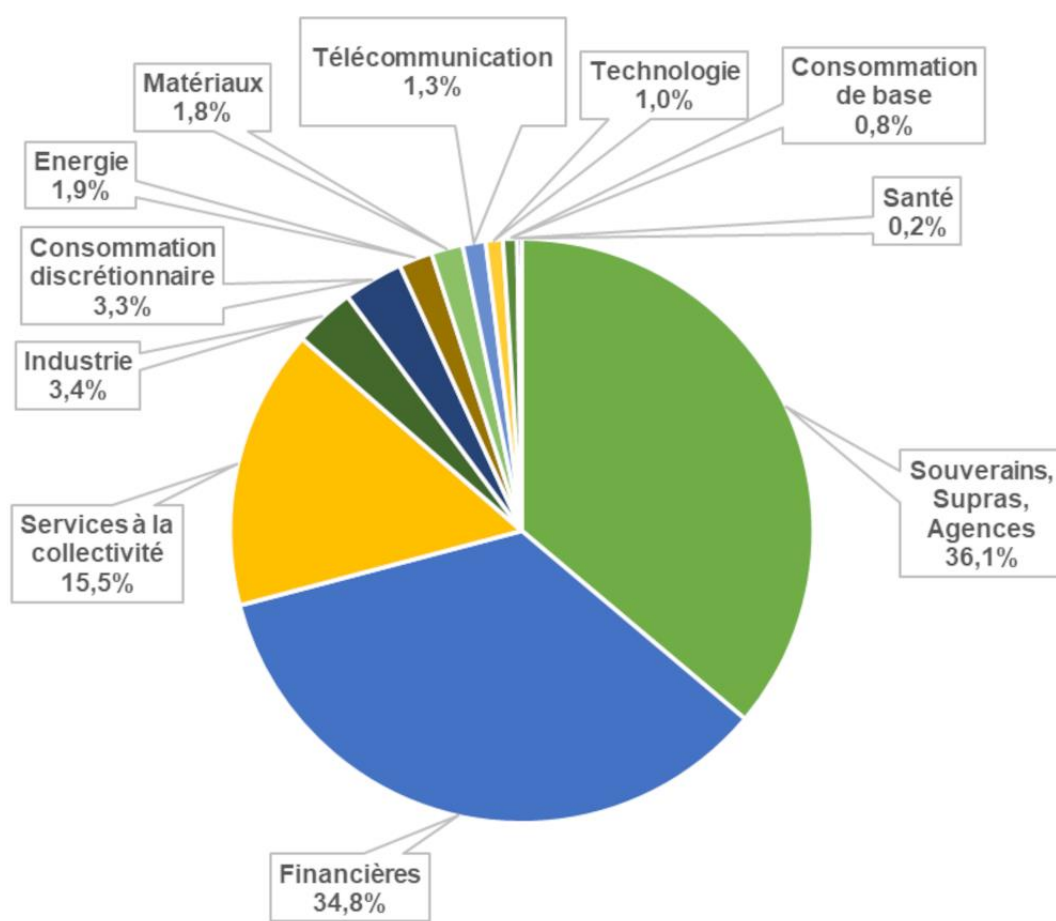
Etika est une association de finance alternative qui regroupe des acteurs du monde associatif. Elle ne décerne pas de label au sens propre mais distribue un nombre limité de crédits selon des critères spécifiques d'utilisations sociales et durables de ces crédits. Les fonds proviennent de comptes d'épargne alternatif pour des montant en capital de l'ordre de 50 M€, depuis plusieurs années.

#### **c. Fets (Catalogne/Espagne)**

Fets regroupe 35 entités catalanes issues de l'économie sociale et solidaire et promeut la finance éthique et solidaire. Fets offre une certification de produits d'assurance (avec plusieurs degrés de qualité de 1 à 3 selon l'engagement du produit financier), certification qui prend en compte le comportement éthique de l'organisation sur les critères de responsabilité sociale, mutualité, transparence.

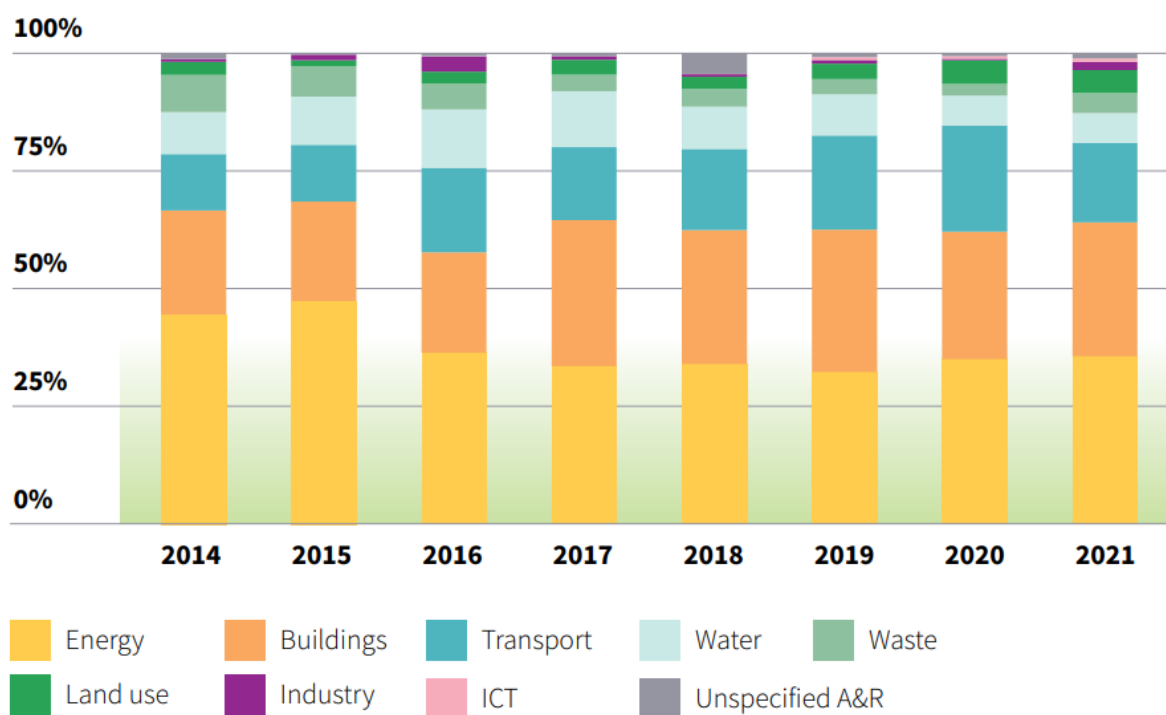
## Annexe 7 : Détails sectoriels du marché des obligations vertes

### a. Ventilation des émissions d'obligations vertes selon secteur de l'émetteur depuis 2012



Source : BloombergNEF, Banque de France.

### b. Répartition des montants collectés par secteur de projet financé depuis 2014



Source : Climate Bonds Initiative