

La Réglementation SFDR niveau 2 (2023) et Taxonomie : mise en œuvre et portée réelle

La réglementation « *Sustainable Finance Disclosure Regulation* » (SFDR, Règlement de l'UE 2019/2088 du 27 novembre 2019) entrera en vigueur le 1er janvier 2023. Les normes techniques de règlement (*Regulatory Technical Standards*, niveau 2 de la réglementation) ont été publiées le 25 juillet 2022 au Journal officiel de l'Union Européenne.

En introduction, **Martine Le Gall de l'AEFR** qui anime le débat, fait le constat, au-delà de de cette seule échéance, d'une réglementation sur la finance durable qui a fait émerger en quelques années différentes strates de règles (doctrine AMF, SFDR, taxonomie, labels...) qui s'empilent les unes et autres et ne propose pas une approche réellement normalisée. Cette réglementation, si elle est jugée nécessaire, reste donc encore une source d'interrogations, d'interprétations, et génératrice de coûts pour les professionnels.

Le point sur la réglementation

Camille Mauguy, Chargée de mission senior finance durable à l'AMF, a débuté la séance en présentant le cadre réglementaire européen. Elle en a rappelé l'enjeu, flécher les investissements vers la transition énergétique, et les principales étapes : plan d'action en mars 2018 ; SFDR en 2019 ; taxonomie en 2020 ; stratégie renouvelée et revue en 2021 ; révision en cours de la directive extra financière, rebaptisée CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*). Elle a souligné les deux idées majeures qui sous-tendent ces textes :

- La première est leur cohérence et leur complémentarité : le règlement SFDR traite le volet investisseur et combiné avec la taxonomie doit atterrir sur la prise en compte dans MIFID 2 des préférences client en matière de durabilité. La directive CSRD traitera le volet émetteur et viendra fournir en large partie les données nécessaires au règlement SFDR. Il existe donc une relation étroite entre les obligations réglementaires des investisseurs et celles des émetteurs.
- Le deuxième point important est le calendrier de ces réglementations, qui s'avère complexe : la mise en place de la CSRD postérieure à celle de la SFDR crée des difficultés opérationnelles liées au décalage dans la disponibilité des données.

Camille Mauguy est ensuite revenue sur certains points spécifiques de la réglementation.

La taxonomie

Concernant la taxonomie, les textes clés comportent un règlement datant de 2020, des actes délégués techniques, consacrés aux deux objectifs « atténuation et adaptation au changement climatique », déjà entrés en application et aux quatre objectifs environnementaux attendus pour 2023 (protection des ressources marines et halieutiques ; économie circulaire ; réduction des pollutions ; biodiversité et usages des sols), ainsi qu'un acte délégué Article 8 sur les obligations de reporting. Elle pourrait être complétée à terme par un volet social : un premier rapport sur ce sujet publié par la *Plateforme Européenne sur la Finance Durable* et la référence à des cadres internationaux comme le Global Compact des Nations Unies, devraient servir à la Commission européenne pour bâtir les textes.

Sur le plan opérationnel, l'Article 8 du règlement taxonomie impose dès 2024 aux acteurs qui publient une déclaration de performance extra financière (DPEF) de communiquer sur des indicateurs spécifiques. Le périmètre sera élargi en 2025 aux autres grandes entreprises non cotées et cotées,

sachant que le seuil de définition d'une grande entreprise a été abaissé aux groupes de plus de 250 salariés (au mieux de 500), un chiffre d'affaires de plus de 40 millions d'euros, et un bilan supérieur à 20 millions d'euros. En 2026, l'Article 8 englobera les PME cotées sur un marché réglementé européen, et en 2028, les entreprises non européennes ayant un chiffre d'affaires européen supérieur à 150 millions d'euros et des filiales et succursales européennes.

La SFDR

La SFDR a pour objectif premier d'accroître la transparence en matière de durabilité et se fonde sur quatre concepts majeurs :

1. le risque en matière de durabilité, c'est-à-dire la survenance d'un évènement dans le domaine environnemental, social, ou de gouvernance, qui peut avoir une incidence négative sur la valeur des investissements ;
2. les facteurs de durabilité, c'est-à-dire les impacts des investissements sur l'environnement, le secteur social, les droits de l'homme, la lutte contre la corruption..., selon le principe de double matérialité : les impacts subis par l'entreprise et les impacts que cette dernière provoque ;
3. les investissements durables, avec une définition qui pose les bases mais garde un certain flou ;
4. l'incidence négative en matière de durabilité, c'est-à-dire les impacts négatifs sur les facteurs de durabilité avec des indicateurs précis qui permettent de mesurer ces incidences (*principal adverse impact indicators*, ou indicateurs PAI).

Le niveau 2 de la SFDR qui entrera en vigueur en janvier 2023 porte tant sur les acteurs que les produits. Concernant les acteurs, la SFDR organise la transparence à deux niveaux. Sur les risques de durabilité tout d'abord : des obligations existent déjà depuis mars 2021 (dispositions de niveau 1), sur la façon de les prendre en compte dans les politiques d'investissement et de rémunération, mais elles n'ont pas fait l'objet de précision technique de la part de la Commission européenne ou des autorités européennes de surveillance. Sur la transparence sur les incidences négatives en matière de durabilité, ensuite, articulée en deux étapes : depuis 2021, les entités doivent dire dans quelle mesure elles intègrent ces incidences négatives, et à partir de juin 2023, elles devront établir un reporting annuel sur les indicateurs PAI.

Sur le volet produits, la SFDR définit trois grandes catégories : la première, dite « Article 9 », porte sur les produits qui ont un objectif d'investissement durable, environnemental, social évalué selon une définition précise ; la catégorie « Article 8 » porte sur les produits qui promeuvent des caractéristiques sociales et environnementales. C'est une catégorie large, qui juridiquement peut intégrer des produits affichant des politiques d'exclusion ESG. Tous les autres produits sont considérés dans la catégorie « Article 6 ». A partir de juin 2023, un reporting normalisé est attendu sur les deux premières catégories, sous forme de *templates* précis, dont la version française a été publiée.

Le reporting produits s'appuiera notamment sur la définition d'investissement durable de la SFDR. Elle repose sur trois principales conditions, mais dont les modalités opérationnelles ne sont pas précisées :

- L'entreprise doit contribuer à un objectif environnemental. Toutefois le critère de contribution n'est pas défini, ce qui peut susciter des interrogations dans la mise en œuvre de l'Article 9. Il faut pouvoir expliquer la mise en œuvre de ce critère, le démontrer et l'objectiver.
- L'investissement ne doit pas causer de préjudice à l'objectif annoncé : pour le démontrer, il faut communiquer sur les indicateurs PAI.
- Enfin la garantie portant sur les règles de bonne gouvernance ne fait pas l'objet d'une ligne directrice précise. La définition de critères pourrait à terme faire l'objet de travaux pour affiner cette approche.

L'enjeu des données

La disponibilité et l'accessibilité des données, pour pouvoir catégoriser les produits, sont un des enjeux majeurs de la réglementation. L'application de la réglementation SFDR intègre la notion de *best effort* pour obtenir les données, soit au niveau des entreprises elles-mêmes ou auprès des tiers. Or il manque aujourd'hui les données côté émetteurs. La CSRD aura vocation à terme à demander aux entreprises la publication des indicateurs qui sont eux-mêmes demandés aux investisseurs, mais cela ne couvrira sans doute pas la totalité de l'univers d'investissement et des décalages de calendrier subsisteront dans l'obtention des informations nécessaires à la mise en œuvre de SFDR. Ce qui pose aussi le sujet des fournisseurs de données qui vont devenir centraux dans ce reporting : l'AMF milite pour une réglementation européenne de ces derniers. Enfin, la qualité et la fiabilité des données seront essentielles pour limiter le risque de greenwashing. L'EFRAG est l'organisme qui sera amené à travailler concrètement sur ces normes de reporting et les indicateurs demandés aux émetteurs dans le cadre de CSRD.

La prise en compte dans MiFID2

La réglementation MiFID a évolué pour intégrer des questions sur la préférence des clients en termes de durabilité. Celles-ci se déclinent en trois critères : le pourcentage d'alignement à la taxonomie souhaité, le pourcentage d'investissement durable au sens SFDR souhaité et la prise en compte des incidences négatives. Ce texte dont la mise en œuvre opérationnelle peut sembler complexe tant aux conseillers qu'aux clients, fait l'objet de guidelines publiées par l'ESMA.

Dans cette perspective, la pédagogie, pour faire comprendre tant aux conseillers qu'aux clients, ce que recouvrent la taxonomie, la notion d'investissement durable et les implications opérationnelles est un autre enjeu majeur de cette réglementation. L'AMF se veut très active dans ce domaine : elle s'attache à dialoguer avec les acteurs, à élaborer des supports pédagogiques avec par exemple, la publication prochaine d'un rapport sur la mise en œuvre de l'Article 8 pour lister des bonnes pratiques et des recommandations. Elle propose également une certification AMF finance durable qui permet aux conseillers d'acquérir les notions essentielles nécessaires de cette matière complexe.

Les implications stratégiques et opérationnelles des réglementations

Katia Sotin, senior manager chez KPMG, a tout d'abord rappelé les interactions de la SFDR avec d'autres textes réglementaires.

Ainsi la loi française Energie et Climat de 2019 a renforcé les obligations de publication sur la stratégie d'alignement avec l'Accord de Paris et l'intégration des risques ESG dans la gestion des risques, mais elle permet aussi de coordonner le cadre réglementaire français avec la SFDR.

La doctrine AMF 2020-03 se veut complémentaire à la SFDR. Elle comprend toutefois des obligations additionnelles parallèlement aux exigences de SFDR, mais elle a le mérite d'apporter des précisions opérationnelles qui manquent dans la réglementation SFDR.

L'ensemble de la chaîne de valeur de la gestion d'actifs est concerné

Katia Sotin a ensuite montré que les implications stratégiques et opérationnelles de la réglementation affectent l'ensemble de la chaîne de valeur de la gestion d'actifs. En termes d'implication stratégique, les entreprises doivent désormais définir leur politique face aux enjeux ESG. Ces choix vont avoir des impacts sur l'ensemble des métiers, mais aussi sur la gouvernance ESG. Or celle-ci n'est pas encore tout

à fait stabilisée, en termes de pilotage, de coordination, ou des rôles et responsabilités attribués à chacun.

Sur le plan opérationnel, les ressources internes consacrées à la mise en œuvre de la réglementation doivent être suffisantes et les entreprises doivent investir sur la formation de leurs équipes aux enjeux ESG. L'adaptation et l'acquisition des outils nécessaires doivent faire l'objet d'une réflexion au sein des établissements : quels investissements engager pour obtenir la fourniture de données ? quels fournisseurs de données utiliser ? faut-il investir pour construire son propre modèle de scoring ? C'est une question qui se pose tout particulièrement pour les émetteurs non cotés, le private equity, l'immobilier, ou encore les infrastructures pour lesquels il est difficile de recourir à des fournisseurs de données.

Il faut également réfléchir dès à présent aux impacts dans le reporting de l'intégration des données quantitatives et qualitatives issues de la mise en œuvre de CSRD, et au recours éventuel à l'externalisation des reportings. La fonction des risques, mais aussi le dispositif de contrôle, doivent être adaptés à la nouvelle typologie de risques : climat, transition, et biodiversité. Enfin, la communication externe est extrêmement importante, surtout en regard du risque de greenwashing. La communication marketing doit être encadrée et proportionnée, adaptée aux investisseurs auxquels elle s'adresse et auprès desquels elle doit créer une acculturation à ces nouveaux enjeux. La communication avec les distributeurs, qui relève de la responsabilité des producteurs, surtout en architecture ouverte, est également essentielle. Elle doit être coordonnée et suffisamment précise pour que les investisseurs comprennent les concepts clés de la réglementation.

Les défis opérationnels

Face à ces impacts opérationnels, les asset managers doivent relever des défis. Le premier porte sur la définition d'investissement durable, qui est peu précise. Les acteurs vont devoir en fixer leur propre interprétation et leur propre méthodologie. Les fournisseurs de données par exemple affichent déjà des définitions parfois divergentes. Les investisseurs risquent donc de se retrouver avec des informations difficilement comparables. Un autre point d'inquiétude vient des difficultés de collecte des données, à faire remonter dans les indicateurs PAI, de même que dans les indicateurs alignés à la taxonomie.

Subsistent aussi d'autres points d'achoppement : le modèle EET (*European ESG Template*) sur les produits que les producteurs complètent et transmettent aux distributeurs est considéré comme peu lisible, peu d'acteurs l'utilisent et son format n'est pas encore stabilisé. Les *templates* SFDR, notamment précontractuels et reporting, ne comportent que des indications assez floues sur les indicateurs utilisés. Les acteurs vont s'évertuer à apporter ces précisions, mais avec une fois encore le risque d'aboutir à une divergence des informations publiées et une perte en comparabilité pour les investisseurs. Par ailleurs peu de produits Article 9 sont aujourd'hui référencés. Cela tient notamment aux incertitudes liées à la définition d'investissement durable, qui induit un risque avéré d'une reclassification des produits Article 9 en Article 8.

Enfin reste l'acculturation nécessaire des acteurs, le besoin de formation sur les enjeux ESG et sur les spécificités de la réglementation. Il s'agira aussi de transmettre une information claire et compréhensible aux investisseurs, une tâche compliquée pour les distributeurs qui ne sont parfois, eux-mêmes, pas formés à ces concepts.

Retours d'expérience

Table ronde

- Edmond Schaff, Gérant de portefeuilles, SANSO IS
- Carole Tanguy-Lepy, Directrice Adjointe, Gérante grands mandats et fonds dédiés, Edmond de Rothschild
- Guy Lodewyckx, Head of Private Markets Multi-management, Amundi
- Carole Zaccheo, Directrice des Investissements et des Placements, MAIF

Les participants de la table ronde ont apporté des premiers retours d'expérience sur la mise en œuvre de la réglementation. Celle-ci est globalement bien accueillie par les professionnels car elle répond à leur besoin de plus de transparence dans le marché de l'investissement responsable et durable. En revanche sur le plan opérationnel, elle est complexe à mettre en œuvre. Ils craignent en premier lieu un empilage de couches réglementaires difficile à gérer. Comme l'a précisé Edmond Schaff, la réglementation européenne introduit de nombreux nouveaux concepts en matière de finance durable, comme le DNSH ou les indicateurs PAI, plutôt que de s'appuyer sur ceux qui existaient déjà sur le marché. Les professionnels se demandent si ceux qu'ils utilisent déjà depuis longtemps correspondent aux attentes du régulateur. Carole Zaccheo explique que le groupe MAIF a adopté une stratégie d'investissement responsable depuis 2006 avec ses propres définitions, des objectifs de part ISR qui sont fixés chaque année par le conseil d'administration et qu'il faut à présent faire coïncider avec la nouvelle réglementation et des définitions qui sont parfois encore floues.

C'est en effet un deuxième point d'interrogation pour les professionnels : comme déjà souligné, la réglementation laisse la place à de nombreuses interprétations. Pour sélectionner des fonds dans ce contexte encore mal stabilisé, Edmond Schaff explique que Sanso IS a décidé d'établir sa propre définition d'investissement durable, en s'appuyant sur celle qui figure dans la réglementation SFDR, mais aussi sur les recommandations de place émises par exemple par l'AFG, ainsi que d'autres informations, comme l'historique d'évolution des émissions de gaz à effet de serre des entreprises pour déterminer si une entreprise peut être qualifiée de durable ou pas. Ces choix et le système propriétaire peuvent être questionnés, mais Edmond Schaff estime qu'ils donnent à Sanso IS une meilleure maîtrise qu'en se contentant d'utiliser des données d'un fournisseur externe.

Le manque de données est le troisième point sensible dans la mise en œuvre de la réglementation. Pour Guy Lodewyckx, la réglementation renforce l'accès à l'information avec les définitions des indicateurs PAI et les obligations de reporting. Mais il reste encore beaucoup à faire dans la publication des données en amont des obligations réglementaires. Et si la SFDR impose un cadre sur la publication des données, cela ne doit pas réduire la vigilance sur la nature et la qualité des données qui seront remontées. Comprendre comment les données sont formées et s'assurer de l'homogénéité des méthodes employées par les différents intervenants est un enjeu important.

Les professionnels constatent que ces interrogations génèrent concrètement des difficultés dans la classification des fonds en Article 8 ou Article 9. Guy Lodewyckx a expliqué que son établissement a évité de lancer des fonds Article 8 ou 9 quand il n'était pas certain que ces derniers ne soient pas requalifiés. En matière de taxonomie, Amundi a sa propre méthodologie qui donne des pourcentages d'inclusion de durabilité relativement importants, mais la prudence reste de mise car il existe un risque réel de reclassification, si certains concepts de la réglementation sont précisés par la suite. Edmond Schaff a souligné à cet égard le risque de voir la SFDR et la classification en Article 8 ou 9 être perçue par les clients, institutionnels ou *retail*, plutôt comme une forme de label, que comme une

réglementation liée à la transparence, sa vocation initiale. Or la classification d'un fonds de fonds par exemple, en Article 9, demande de nombreuses *due diligences* pour s'assurer que chacun des fonds qui le compose est aussi conforme à l'Article 9 en portefeuille. Il faut notamment vérifier que la définition d'investissement durable adoptée par l'asset manager est assez stricte, que les trois dimensions évoquées (investissement durable, principe DNSH, bonne gouvernance) sont partie prenante du processus d'investissement et conformes. Il n'est pas possible de se contenter du déclaratif des sociétés de gestion.

La mise en œuvre des *suitability tests*, questionnaires de profil clients en matière de durabilité, est également un sujet sensible. Carole Tanguy-Lepy a expliqué que le questionnaire été mis en œuvre sur un panel de près de 1000 clients dans son établissement, mais 44% seulement des clients se sont positionnés sur des investissements durables, contrairement à ce que laissait présager des sondages réalisés préalablement sur leur appétence aux investissements durables. Un des principaux obstacles identifiés pour expliquer ce paradoxe est le manque de connaissances des clients sur le sujet, mais aussi celui des commerciaux qui ne savaient pas expliquer le concept de double matérialité, de taxonomie, les indicateurs PAI, la réglementation SFDR, autant d'éléments qui figurent dans le déroulé du questionnaire. Cela a conduit l'établissement à mener un effort important de formation et d'éducation tant auprès des clients, que de ses commerciaux. Les professionnels ont d'ailleurs regretté que les questionnaires MiFID 2 sur les préférences clients en matière de durabilité, soient souvent incompréhensibles pour l'investisseur particulier, et qu'aucune refonte de ces derniers pour rendre les questions plus accessibles ne soit à l'ordre du jour.

Les professionnels ont également souligné que la mise en œuvre de la réglementation crée des besoins de ressources en interne : à la MAIF l'équipe ISR a triplé au cours des dernières années et le recrutement en ISR est aujourd'hui supérieur à celui en gestion d'actifs. Enfin, a été évoquée la question des performances des investissements durables. Edmond Schaff estime que les fonds Article 9 étant absents ou très peu exposés au secteur des énergies fossiles et plutôt axés sur des valeurs de croissance à long terme, ils sont pénalisés par la remontée des taux d'intérêt et subissent un effet sectoriel et un effet de style lié au biais de croissance de ces fonds, ainsi que dans une moindre mesure un effet de taille de capitalisation. Guy Lodewyckx a souligné de son côté l'adéquation forte entre durabilité et investissement à long terme sur le marché du *private equity*. Même s'il est encore un peu tôt pour en juger, les performances sont pour l'instant satisfaisantes dans les fonds qui ont des objectifs liés aux Objectifs de Développement Durable (ODD définis par les Nations Unies). Quant aux frais de gestion ou des droits d'entrée sur les fonds d'investissement durables, Carole Zaccheo ne constate aucune augmentation, au contraire en particulier sur les commissions de performance, une part significative de ces dernières est souvent reversée à des ONG. Les structures de frais sont plutôt attractives en général, en dépit du travail supplémentaire sur ces fonds en termes de reporting, de récolte de données, de sélection des critères extra financiers.

Le rôle de l'intelligence artificielle dans la catégorisation de fonds

Béatrice Guez, CEO, et Jean-Jacques Ohana, Scientific Advisor, ont présenté Ai for Alpha, start up qui met en œuvre des process d'intelligence artificielle pour mieux décrypter les marchés et aider les professionnels dans leur décision d'investissement ESG. Elle utilise notamment la méthode des modèles graphiques, qui permet de comprendre quelles sont leurs principales expositions en termes de marché, ainsi que les biais d'investissements ESG ou de concentration en risque. Les applications de cette technologie sont tout d'abord une aide à l'analyse des risques, l'aide à la sélection de fonds, ou à la

réplication de fonds performants. Plus précisément, grâce aux modèles graphiques, il est possible de déterminer à partir de la NAV, la valeur liquidative historique des fonds, et en définissant un certain nombre de facteurs avec les clients, quels sont ceux parmi ces derniers, les plus représentatifs pour chaque stratégie d'investissement.

En termes de facteurs, se trouvent tout d'abord les classes d'actifs dans lesquelles le fonds est investi, les secteurs d'activité, la région, les indices macroéconomiques et enfin les facteurs SRI. Pour avoir une approche quantitative en *machine Learning*, il faut utiliser des *benchmarks*. Les principaux *benchmarks* utilisés dans ces modèles sont les ratings MSCI : 90% des plus gros fonds ETF ESG dans le monde sont en effet fondés sur ces derniers. Les ratings MSCI couvrent différents indices d'intensité ESG variable, en partant de la plus basse, le *MSCI Screened Index* qui couvre des fonds qui utilisent principalement les exclusions, jusqu'à l'intensité la plus élevée avec le *MSCI SRI Index*. D'autres indices sont également pris en compte dans l'analyse bien que moins fréquents, comme les indices STOXX, notamment l'indice ESG-X, qui est relativement connu.

Pour résumer les conclusions de ces analyses, la première est que les benchmarks SRI sont importants pour comprendre le type d'investissement ESG, mais il subsiste beaucoup de controverses sur les définitions ESG et il n'est pas étonnant de constater que les benchmarks MSCI et STOXX divergent significativement. Il est intéressant de voir que ces benchmarks comportent des biais et que donc l'investissement ESG inclut forcément des biais, de croissance ou sectoriels. Cette analyse permet également aux investisseurs et aux gérants de se comparer en termes de style, d'exposition et de voir comment se différencier les uns par rapport aux autres.

Conclusion

Pervenche Berès a clos les débats en soulignant que cette réglementation répond à des attentes fortes de la société civile, des ONG, mais aussi des investisseurs et des épargnants. Elle pose des questions, sur le calendrier, les définitions, le parallélisme des mises en œuvre, mais elle constitue une révolution complète. Elle pointe deux sujets importants. L'un a été explicité : il s'agit de la question des fournisseurs de données, dont il va falloir se saisir compte tenu de leur importance stratégique dans un contexte où on parle beaucoup de souveraineté européenne et où l'Europe essaye d'avoir un leadership. L'autre reste à étudier : c'est celui champ de la taxonomie et de son impact sur les conditions de financement de l'économie, et du financement des investissements de transition.

Enfin Pervenche Berès rappelle que l'AEFR s'attache à traiter le sujet de la finance durable sous différents aspects. L'association a ainsi en préparation un *debate paper* destiné à ouvrir le débat y compris avec les autorités européennes sur la question des données dans le domaine de la finance durable.